

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحي - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
العنوان

دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق
الأوراق المالية
- دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2010-2019) -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : اقتصاد نقدي و بنكي

إشراف الأستاذ:
- كعواش محمد

إعداد الطالب:
- بوالشعير منير

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	
مشرفا و مقررا	جامعة جيجل	أستاذ مساعد أ	الأستاذ كعواش محمد
مناقشا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
العنوان

دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق
الأوراق المالية
- دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2010-2019) -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص : اقتصاد نقدي و بنكي

إشراف الأستاذ:
- كعواش محمد

إعداد الطالب:
- بوالشعير منير

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	
مشرفا و مقررا	جامعة جيجل	أستاذ مساعد أ	الأستاذ كعواش محمد
مناقشا	جامعة جيجل	الدرجة العلمية	

السنة الجامعية: 2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



شكر و تقدير

إن الشكر والحمد لله وحده، نحمده ونشكره على أن تفضل علينا بإتمام هذا العمل المتواضع، فله الحمد كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه.
وعلا بقوله صلى الله عليه وسلم: " من لم يشكر الناس لم يشكر الله " وكون أن الاعتراف بالجميل لأهل الفضل واجب أكيد

أتقدم بعميق الشكر وفائق الأمانى والتقدير إلى الأستاذ المشرف "كعواش محمد" على تفضله بالإشراف على هذه المذكرة، وعلى ما قدمه لي من اهتمام جميل، عون كبير نصح وفير وتوجيه سديد طيلة فترة انجاز هذا العمل راجين من المولى عز وجل أن يوفقه في حياته الشخصية، العلمية و المهنية.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لكافة الأساتذة الأفاضل الذين ساهموا في تكويني طيلة مسيرتي الجامعية وإلى كل من قدم لي يد العون سواء بالقليل أو بالكثير من قريب أو من بعيد لإتمام هذا العمل.



الإهداء

بعد أن وفقني الله لإتمام هذا العمل

أهديه إلى أبر الناس بصحبتني أمي و أبي رعاهم الله

إلى إخوتي وأخواتي حفظهم الله

إلى كل الأهل و الأقارب

إلى كل من ذكرهم قلبي ونسيهم قلبي إلى كل الزملاء و الزميلات

إلى كل طلبة العلم

فهرس المحتويات

■ فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
أ-ج	مقدمة
7	الفصل الأول: سوق الأوراق المالية
7	تمهيد
8	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
8	المطلب الأول: نشأة و مفهوم سوق الأوراق المالية
10	المطلب الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية
12	المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية و خصائصها
15	المبحث الثاني: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية الاسلامية
15	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الاسلامية
17	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وأهميته
22	المطلب الثالث: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الاسلامية
25	المبحث الثالث: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الاسلامية
25	المطلب الأول: أعضاء السوق
29	المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية وفق منظور اسلامي
33	المطلب الثالث: تسعير الأوراق المالية
36	خلاصة الفصل
37	الفصل الثاني: الصكوك الاسلامية
38	تمهيد
39	المبحث الأول: مفهوم الصكوك الاسلامية النشأة و الخصائص
39	المطلب الأول: نشأة الصكوك الاسلامية و تطورها
44	المطلب الثاني: مفهوم الصكوك الاسلامية و خصائصها
47	المطلب الثالث: المقارنة بين الصكوك الاسلامية و الأوراق المالية التقليدية
53	المبحث الثاني: أنواع الصكوك الاسلامية و مخاطرها
53	المطلب الأول: أنواع الصكوك الاسلامية

60	المطلب الثاني: أهمية و أهداف الصكوك الاسلامية
63	المطلب الثالث: مخاطر الصكوك و اليات معالجتها
69	المبحث الثالث: أليات إصدار الصكوك الاسلامية وضوابطها
70	المطلب الأول: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية (التصكيك)
74	المطلب الثاني: أسس و ضوابط إصدار الصكوك الاسلامية
78	المطلب الثالث: الرقابة الشرعية عن الصكوك الاسلامية
82	خلاصة الفصل
83	الفصل الثالث: دور الصكوك الاسلامية في السوق المالية الماليزية
84	تمهيد
85	المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال
85	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها و أقسامها
87	المطلب الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الاسلامية بماليزيا
89	المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية
89	المبحث الثاني: واقع سوق الصكوك الاسلامية خلال الفترة (2010-2019)
90	المطلب الأول: تطور إصدار الصكوك الاسلامية عالميا
92	المطلب الثاني: تطور إصدار الصكوك الاسلامية الدولية و المحلية
94	المبحث الثالث: تطور الصكوك وتأثيره على سوق الأوراق المالية الماليزية
94	المطلب الأول: دراسة تطور سوق الصكوك الاسلامية الماليزية خلال الفترة (2010-2019)
101	المطلب الثاني: تأثير الصكوك على سوق الأوراق المالية الماليزية
109	خلاصة الفصل
111	خاتمة
115	قائمة المراجع
	الملخص

قائمة الجداول

■ قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
41	مراحل تطور و إنشاء الصكوك الاسلامية (1987-2017)	(1-2)
51	الفرق بين الصكوك و الأسهم و السندات	(2-2)
95	أهم أسواق الصكوك الاسلامية الدولية (2018-2019)	(1-3)
100	تطور اصدار الصكوك الاسلامية مقارنة بالسندات خلال الفترة (2010-2019)	(2-3)
107	توزيع الصكوك الاسلامية حسب القطاعات الاقتصادية	(3-3)

قائمة الأشكال

■ قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
12	مكونات سوق الأوراق المالية	(1-1)
53	أنواع الصكوك المالية	(1-2)
73	نموذج تنظيم عملية التصكيك	(2-2)
90	إجمالي إصدارات الصكوك عالميا (2010-2019)	(1-3)
92	حجم إصدار الصكوك الاسلامية الدولية في الفترة (2010-2019)	(2-3)
93	حجم إصدار الصكوك المحلية في الفترة (2010-2019)	(3-3)
96	إجمالي الصكوك المصدرة و الصكوك القائمة في ماليزيا (2010-2019)	(4-3)
98	إجمالي الصكوك المعلقة حسب البلد للسنتين (2018-2019)	(5-3)
98	إجمالي الصكوك القائمة حسب العملة لسنة 2019	(6-3)
101	تطور إصدار صكوك الشركات (2015-2019)	(7-3)
102	تطور إصدار صكوك المرابحة ما بين (2010-2019)	(8-3)
103	تطور إصدار صكوك المشاركة ما بين (2010-2019)	(9-3)
104	تطور إصدار صكوك المضاربة ما بين (2010-2019)	(10-3)
105	تطور إصدار صكوك الإيجار ما بين (2010-2019)	(11-3)
106	تطور إصدار الصكوك الهجينة ما بين (2010-2019)	(12-3)

مقدمة

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

وأدى البحث في أسباب الأزمة الى أن سببها الرئيسي يكمن في التعامل بالفائدة المرتبطة بالسندات والتي هي أحد أهم ركائز النظام الرأسمالي ككل وبالتالي أسواق رأس المال التقليدية، حيث تحتل أسواق رأس المال أهمية كبرى في كل الاقتصاديات على حد سواء، مما دفع الاقتصاديين إلى إعادة النظر في السندات الربوية المتداولة فيها، ومحاولة إيجاد بدائل مناسبة تحقق الاستقرار في الأسواق المالية وتمنع أو تقلل حدوث الأزمات بها مستقبلا.

في هذه المرحلة توجهت الأنظار نحو الصيرفة الإسلامية لعلها تضمن ذلك وتقود الاقتصاديات العالمية إلى بر الأمان، وهو ما فتح الباب على مصراعيه أمام الصناعة المالية الإسلامية كونها تستطيع أن تقدم البدائل المناسبة والمتمثلة في منتجات الهندسة المالية الإسلامية والتي من أهمها الصكوك الإسلامية التي تعتبر واحدة من بين الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة، والتي يعول عليها لأداء دور بارز في توفير التمويل، وإدارة السيولة من خلال الأدوات المالية التي تعمل على نقل الأموال من أطراف الفائض إلى أطراف العجز، ولما للصكوك الإسلامية من دور هام في توفير التمويل اللازم للاستثمار وتنشيطه، فإن الحاجة الماسة في الواقع العملي لوجود أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وذات كفاءة عالية وقادرة على مواجهة الأزمات وتفعيل النشاط الاقتصادي للدولة.

وعرفت الصكوك الإسلامية انتشارا واقبالا واسعا في مختلف دول العالم، وتمكنت على مر السنوات الماضية من تحقيق نجاحات عديدة وقفزات نوعية من حيث العوائد، كما شهدت السوق العالمية للصكوك رواجاً كبيراً و يشير الواقع بأن سوق الصكوك الإسلامية هو الأكثر نمواً من بين الأدوات المالية الإسلامية بحيث تشير آخر الإحصائيات أن حجم الإصدار العالمي للصكوك حقق حوالي 1160 مليار دولار أمريكي في الفترة ما بين 2001 و 2019.

ولذلك تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي سيكون لها دور كبير في تفعيل وتطوير الأسواق المالية، من خلال مساهمتها في تمويل المشاريع الضخمة كالمشاريع الكبرى ومشاريع المدن الصناعية وغيرها من المشاريع التي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لأجل طويلة، لذلك تسعى بعض الدول إلى تسهيل وتوظيف جميع الإمكانيات من أجل الاستفادة من مزايا تطبيق هذه الآلية التمويلية الجديدة.

وبناء على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية في السؤال الرئيسي التالي:

هل ساهمت الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي؟

من خلال هذه الاشكالية الرئيسة يمكن طرح مجموعة من التساؤلات الجزئية التالية:

- ما مدى تطور إصدار الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة (2010-2019) ؟
- ما مدى تطور سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2010-2019)؟
- ما مدى مساهمة سوق الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2010-2019)؟

❖ فرضيات البحث

لمعالجة إشكالية البحث تم صياغة الفرضيات التالية:

- شهد إصدار الصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال العالمية تطورا كبيرا خلال الفترة (2010-2019).
- تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزي بشكل كبير خلال الفترة (2010-2019).
- ساهمت الصكوك الإسلامية بشكل كبير في تطوير سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2010-2019).

❖ أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الى مجموعة من الأهداف أهمها:

- تحديد ماهية سوق الأوراق المالية و مدى امكانية الوصول لتحقيق الفعالية لهذه الأسواق.
- التعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، خصائصها و أنواعها.
- إبراز دور الصكوك الإسلامية في إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية.
- محاولة إبراز أليات إصدار الصكوك الإسلامية و الضوابط المتبعة.
- عرض تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية بماليزيا لإصدار و تداول الصكوك الإسلامية.

❖ المنهج المستخدم

اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي في مذكرتنا من خلال عرضنا لمختلف المفاهيم أهمها سوق الأوراق المالية والصكوك الإسلامية، التي تخدم الموضوع عن طريق تجميع المعلومات من مختلف المصادر والمراجع وعرضها وهو الملائم لتوضيح بعض الجوانب المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي وأهمية الصكوك الإسلامية وتأثيرها على سوق الأوراق المالية، كما تم استخدام بعض الدراسات والمراجع الاقتصادية المتاحة بخصوص البحث، وبعض المعلومات المتاحة على بعض المواقع الإلكترونية.

❖ أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من خلال عرضها للصكوك الإسلامية بما تتميز به من خصائص التنوع والتجدد وانتشارها المتسارع، والعمل على وضع ضوابط وآليات لتداولها حتى تتمكن من الجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية، حيث برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم منتجات الصناعة المصرفية الإسلامية، والتي استطاعت أن تجد لها حيزا في الأسواق المالية الدولية.

❖ أسباب اختيار الموضوع

الأسباب الداعية لاختيار هذه الدراسة تتمثل فيما يلي:

- الرغبة في البحث في مجال الاقتصاد الإسلامي عامة وبصفة خاصة في مجال الأسواق المالية كونها تدرج ضمن التخصص المزاول.
- حداثة الموضوع مما يجعله حيويا ومثيرا للاهتمام.
- محاولة الإمام ببعض جوانب الاقتصاد الإسلامي المتعلقة بمجال الاختصاص لإثراء وتنمية قدراتنا المعرفية.
- محاولة المساهمة في النهوض بالاقتصاد الإسلامي من خلال محاولة الترويج له وإظهار ما يتمتع به من إيجابيات.

❖ الإطار الزمني و المكاني للدراسة

لتبسيط الدراسة على أرض الواقع تم تحديد الحيز المكاني المساعد على ذلك وهي دولة ماليزيا، وكيفية تطبيقها لموضوع الدراسة، أما الإطار الزمني فيتمثل في الفترة (2010-2019) لاستخدام الصكوك الإسلامية في التمويل.

❖ الدراسات السابقة

- دراسة بن الضيف محمد عدنان بعنوان: " الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008، حيث هدفت الدراسة الى البحث في أساليب الاستثمار من وجهة نظر إسلامية، ودراسة أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية.
- دراسة سعيدة حرشوف بعنوان: "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق ماليزيا -"، الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير في علوم التسيير جامعة يحي فارس، المدينة 2009 ، اعتمدت الدراسة على الجانب النظري بصفة كبيرة، وتخصصت في دراسة الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- دراسة زياد جلال الدماغ بعنوان: "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"، وهي رسالة دكتوراه مقدمة إلى الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، 2012، حيث تناولت محدودية الصكوك الإسلامية من حيث مساهمتها في تحقيق التنمية و التطور الاقتصادي اضافة الى تصويب تطبيقات الصكوك نحو الاستثمار المباشر في القطاعات الاقتصادية .

❖ خطة الدراسة

لقد قسمت الدراسة إلى ثلاثة فصول والهدف من هذا التقسيم هو الإحاطة بالموضوع والإجابة على الإشكالية والتساؤلات المطروحة واختبار الفرضيات التي انطلقت منها الدراسة.

حيث تم تخصيص الفصل الأول لسوق الأوراق المالية، حيث ضم بدوره دراسة الإطار النظري لسوق الأوراق المالية من خلال المفهوم، الوظائف و المكونات، بالإضافة إلى المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال التطرق إلى الضوابط الشرعية و شروط انشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية اضافة الى معرفة الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، أما الفصل الثاني فقد اندرج تحت عنوان الصكوك الإسلامية حيث تكفل بدراسة ماهية الصكوك المالية الإسلامية، التعريف، الخصائص، الأنواع بالإضافة إلى آليات اصدار الصكوك الإسلامية وضوابطها، أما الفصل الثالث فجاء بعنوان دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية، حيث يضم التجربة الماليزية في سوق رأس المال من خلال مدخل إلى الاقتصاد الماليزي، تطور إصدار الصكوك و تأثيره في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية في ماليزيا من خلال التطور، الأنواع و مساهمتها في تعبئة الأموال اللازمة لتمويل الاقتصاد الماليزي.

❖ صعوبات الدراسة

من أهم المشاكل والعوائق التي واجهتنا في إعداد هذه الدراسة ما يلي:

- نقص و تضارب في الإحصائيات المتعلقة بمواضيع التمويل بالصكوك الإسلامية في ماليزيا للفترات الحديثة.
- ندرة المراجع والبحوث التي تتناول دراسة العلاقة بين الصكوك والتمويل الإسلامي.

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

تمهيد

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

المبحث الثالث: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الإسلامية

خلاصة الفصل

تمهيد

يعتبر سوق الأوراق المالية أداة أساسية للنمو الاقتصادي، مما له من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، من خلال توجيه الاموال الى قنوات الاستثمار المتعددة والتي تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني والعملية التنموية عبر تمويل المشاريع الجديدة وتوفير السيولة اللازمة لتمويل التوسع في انتاجية المشاريع القائمة.

على ضوء المزايا التي توفرها أسواق الأوراق المالية، قررنا دراستها من وجهة النظر الإسلامية، وذلك لأن الظروف الحالية لهذه الأسواق لا ينظر إليها في معظمها كنماذج تحقق أهداف التنمية والاستثمار والتمويل من وجهة نظر اسلامي، ولأن العالم الإسلامي لديه كل المقومات التي تؤهله لإنشاء أسواق مالية إسلامية تتمتع بالضوابط والأسس الشرعية، والتي يمكن أن تسيطر على العديد من الانتهاكات والتجاوزات التي تحدث على مستوى السوق، وقد توفر العديد من المجالات للاستثمار والتمويل للعديد من المسلمين الذين يأخذون الاعتبارات الدينية في الاعتبار عند تنمية أموالهم.

و في هذا الفصل سيتم التطرق الى سوق الأوراق المالية من حيث المفهوم و الخصائص مقومات سوق الأوراق المالية الاسلامية و الهيكل التنظيمي و نظام التشغيل لها.

المبحث الاول: ماهية سوق الأوراق المالية

في هذا المبحث قمنا بتقسيمه الى مفهوم سوق الأوراق المالية، مكوناتها، وظائفها و خصائصها.

المطلب الاول: نشأة و مفهوم سوق الأوراق المالية

يختلف الاقتصاديون في توحيد المصطلح الدقيق لسوق الأوراق المالية، فمنهم من يطلق عليها سوق الأسهم والسندات، سوق الأوراق المالية، سوق رأس المال، بورصة الأوراق المالية، ولكن هذه المصطلحات قد لا تختلف كثيرا في معانيها، وعليه سنعتمد في كامل دراستنا هذه على مصطلح واحد هو سوق الأوراق المالية.

أولا: نشأة سوق الأوراق المالية

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم التعامل فيها عن طريق تبادل السلع (المقايضة) إلى أن ظهرت النقود أين أصبح التعامل بها بدلا من المقايضة.

وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال واللقاء المباشر، وأدى التطور في وسائل الاتصال الى التبادل عن طريق هذه الوسائل بشكل غير مباشر، أو بواسطة الوسطاء و الوكلاء¹، وبذلك لم تعد وحدة المكان شرطا أساسيا لقيام الأوراق المالية.

كما أن كبر حجم المنتجات وتنوعها أدى إلى ظهور أسواق متخصصة في سلع معينة، كأسواق الذهب وأسواق المواد الغذائية، وظهرت أيضا أسواق متخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ولقد مر نشوء سوق الأوراق المالية بالمراحل التالية:²

1- مرحلة إنهاء اسواق البضائع:

إن التطور الذي مس أوروبا بالانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن الذي أدى إلى ازدهام السكان فيها، وبذلك أصبح تموين هذه المدن بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، مما حتم وجود سوق عالمي للمتاجرة بالمحاصيل الزراعية وظهور ما يسمى بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الإتجار، الأسواق واماكن متعددة للمتاجرة بهذه المحاصيل، وسميت بورصة البضائع حيث أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م وأنشأت أيضا بورصة للبضائع في أمستردام عام 1608م.

¹ مبارك بن سليمان ال سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع،الرياض،2005، ص:53.

² عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية ، مجلة الاقتصاد القضائي، العدد11 ، جامعة الوادي، الجزائر، ص:71.

ب - مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

لقد انطلق التعامل بهذه الأوراق التجارية في القرن الثالث عشر و بالتحديد في فرنسا، فقد عرفت بداية تداول الأوراق التجارية الكمبيالات اضافة الى السحوبات، فأوجد ملك فرنسا (فيليب الأشقر) مهنة سماسرة الصرف وهذا من أجل تنظيم هذه العملية.

ج- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:

كان يتم التعامل في الأوراق المالية في الطرقات والمقاهي وهذا قبل افتتاح بورصة لندن، فعقب خروج المتعاملين من بورصة الملكية للبضائع أصبح البحث عن مكان لهم ضروري فكان مكانهم قارعة الطريق و في الشتاء و الأيام الممطرة يتجمعوا في (مقهى جوناثان) بلندن.

د- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:

أدى نشوء مشاريع ضخمة الى عجز المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانيها، ومن بين الأسواق المالية التي استطاعت أن تستقل بمبنى خاص هي بورصة لندن 1773 ثم باريس 1808 ونيويورك 1861 ثم طوكيو وغيرها

ثانيا: مفهوم سوق الأوراق المالية

يذكر التاريخ الاقتصادي أن أشهر وأهم الأسواق المالية في العالم عرفت في أوروبا، حيث مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بمراحل عدة إلى أن أصبحت على ما هي عليه الآن، كما تعددت تعريفاتها حسب وجهة نظر كل مفكر إلا أنها تصب في نفس المعنى :

يقصد بسوق الأوراق المالية السوق التي يتم التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، لتشكيل إحدى القنوات التي يتناسب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع حيث يساعد ذلك على تعبئة المدخرات وتميئتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني.¹

وتعرف أيضا بأنها السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، سواء كانت منظمة أو غير منظمة، فالأولى تتم بها صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد ومعين المعروف

¹ سليم جابو، تحليل حركة اسعار الأسهم في بورمية الأوراق المالية، دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2001-

2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012، ص:4.

بالبورصة، في حين أن غير المنظمة يباشر كل من التجار والسماصرة نشاطهم في مقره ويتم التواصل بينهم عن طريق الحاسوب، كما يمكن أن تكون هذه الأسواق محلية أو عالمية حيث في المحلية يكون تداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما العالمية فتشمل المستثمرين الأجانب أيضا، وتداول فيها أوراق المالية للمنشآت وهيئات من دول أجنبية.¹

هي وسيلة لعرض أموال المدخرين بالطلب عليها من قبل المستثمرين حيث أنها تساعد على تحويل جانب من المدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي.²

من خلال التعريفات السابقة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هو ذلك المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الفائض والعجز في السيولة، حيث يقوم السوق المالي بدور الوسيط في تحويل الفائض النقدي من المدخرين إلى أصحاب المشاريع الاستثمارية، و نظرا لصعوبة هذا التحول و ارتفاع تكاليفه يتم اللجوء إلى المؤسسات المالية للقيام بدور الوسيط بين المستثمرين و المدخرين.³

المطلب الثاني : مكونات سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف أسواق الأوراق المالية (البورصات) الى أنواع عديدة حسب التقسيمات الموالية:

أولا: سوق الإصدار الأولي

تمثل هذه السوق نقطة البداية، حيث يتم الإعلان عن نشرة اكتتاب للشركة من خلال أحد البنوك في أسهمها أو الاشتراك في زيادة رأسمالها وذلك في ضوء القيمة الاسمية للسهم ومصاريف وعلاوة الإصدار وتحدد الشركة المعنية جدولاً زمنياً لفتح باب الاكتتاب و الفترة الزمنية المحددة لذلك.

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2006، ص:43.

² حليمة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008 إلى 2013، مذكرة مقدمة لمتطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، سنة 2014/2015، ص:3.

³ علي عبد الله، بلحمري خيرة، تأثير المتغيرات الكلية على أداء السوق المالي الأردني، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد6، العدد الأول، جامعة لمدية، 2014، ص:290.

ثانيا: سوق التداول الثانوي

وتدعي كذلك سوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل السوق الأولية و يذهب عائد بيع الأوراق المالية مباشرة لحملة الأوراق المالية وليس الشركات كما حدث في السوق الأولية¹، ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:

أ- أسواق منظمة: تتمثل في البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي يحدد أسعارها قانون الطلب و العرض، ويجري التعامل في مكان محدد، حيث يتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

ب- الأسواق غير المنظمة²: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق، وهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة و التجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.

ج- السوق الثالث: هو جزء من السوق غير منظمة، يتضمن السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وما يميز هذا السوق صغر تكلفة المعاملات وكذا سرعة تنفيذها، كما أن هؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

د- السوق الرابع: يتم التعامل في هذا السوق من طرف المؤسسات الاستثمارية المالية الكبيرة المملوكة للأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأدوات المالية ويتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة، بمعنى أنه يتم التبادل بصورة مباشرة قد يستدعي ذلك وسيط واحد يعمل لإتمام الصفقة، وعليه يتم إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، كما لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها الطرفين، في ظل السوق الرابع تبرم الصفقات بسرعة أكبر، وذلك لأن الاتصال يكون مباشر وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب انهاء الصفقات و بسبب هذه المزايا فان السوق الرابع يعد منافسا قويا للأسواق المنظمة و غير المنظمة³.

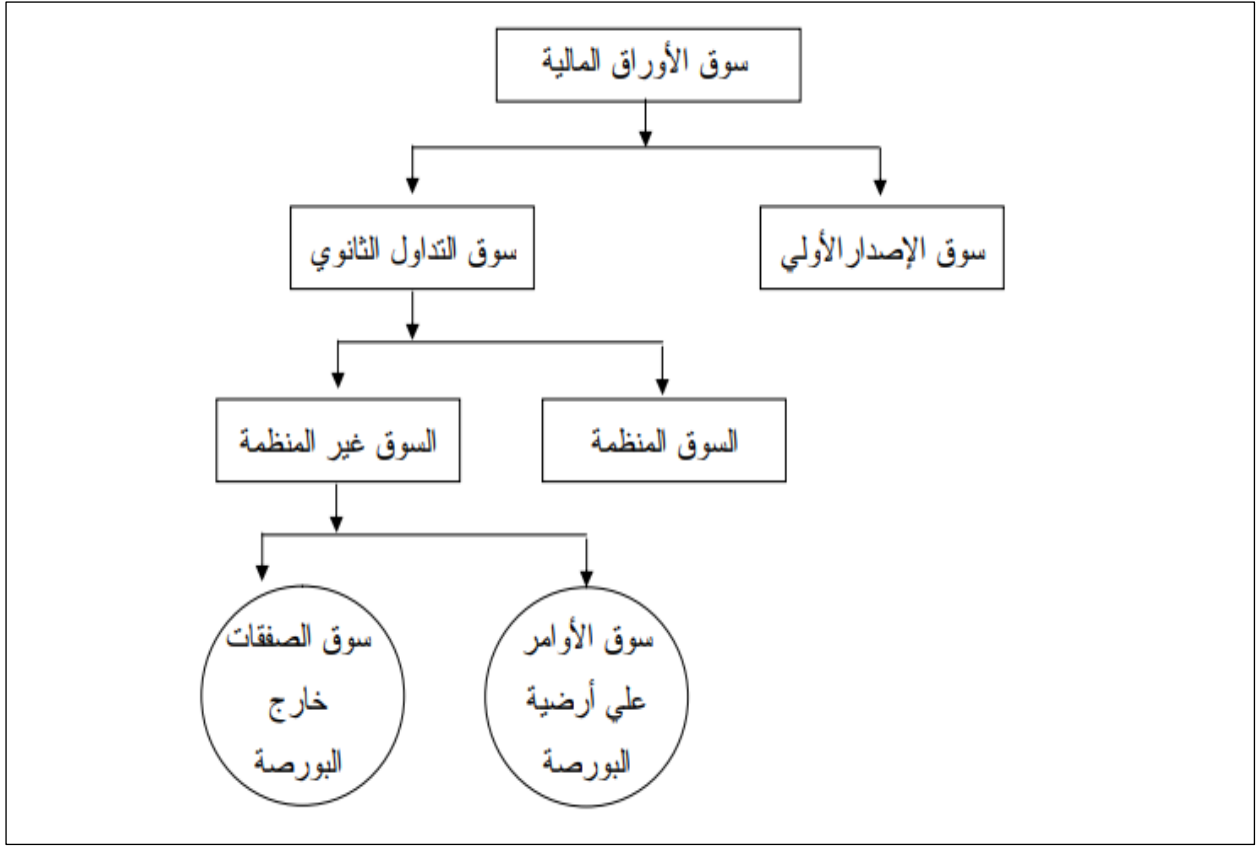
¹ أحمد سعيد عبد الطيف، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، مصر، 1999، ص: 07 .

² نفس المرجع السابق، ص: 11.

³ حليلة عطية، مرجع سابق ذكره، ص: 17.

و الشكل التالي يوضح مكونات سوق الأوراق المالية :

الشكل رقم (1-1) : مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: حسين أل طعمة، الأسواق المالية:النشأة،المفهوم،الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية جامعة كربلاء، طبعة مزيدة و منقحة، العراق 2013، ص: 13، تاريخ الاطلاع 2021/01/10 على الساعة 12:15، متوفر على الموقع: <http://kerbalacss.uokerbala.edu.iq/wp>

المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية و خصائصها

أولاً: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:

أ- سوق الأوراق المالية أداة لتمويل الاقتصاد:

من خلال المحاسبة الوطنية يمكن القول بأن القدرة التمويلية للأعوان الاقتصاديين في الرصيد الإيجابي من حساب الدخل بعد الإنفاق، وسوق الأوراق المالية تعمل على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام وبشكل خاص عند صغار المدخرين الذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدة أسباب

منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصاد بالزيادة.

ب- مؤشر للأحوال الاقتصادية:

يساعد سوق الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، حيث يعتبر المركز الذي يتم فيه جمع وتسجيل التقلبات التي تحدث في الاقتصاد، حيث يعتبر مؤشراً يومياً لظروف واتجاهات الاستثمار وهو مؤشر يعكس قوة أو ضعف الاقتصاد الوطني، كما يعكس مستوى أداء القطاعات الاقتصادية وكذلك الأداء المالي للشركات الاستثمارية.

فعندما تتخفف الأسعار على سبيل المثال فإنه يثبت أن الدولة قد تتعرض لموجة من الركود حيث يعبر المحللون الاقتصاديون عن وجهة نظرهم بشأن الوضع والترتيبات المقترحة للتعامل معه وبفضله يمكننا معرفة معدلات الاستثمار، الادخار، ويمكن للدولة اتخاذ قرارات بشأن السياسات النقدية والمالية لتحقيق ذلك¹.

ج- سوق الأوراق المالية أداة لتمويل المؤسسات و خلق السيولة:

يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية كوسيلة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أسواق الأوراق المالية، بما يكفل التحول من نظام التمويل الغير مباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث يكون هناك ضمان للتمويل المؤسسات بطريقة مباشرة و ذلك بعرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

كما تعتبر أيضا أسواق الأوراق المالية وسيلة لتسييل الأدوات المتداولة فيها، باعتبارها الفضاء الذي يتم فيه التعامل من خلال البيع و الشراء مما يتيح لمستثمري المدخرات من استعادة أموالهم عند الحاجة إليها.

د - سوق الأوراق المالية أداة تحديد السعر المناسب:

ترتبط وظيفة تحديد سعر الأوراق ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى، لأنه لا يوجد سوق يسهل تسويق الأوراق المالية على حساب الأسعار، والمستثمر على يقين عندما يوافق على تحويل مدخراته إلى الأوراق المالية التي سيوفرها له السوق، ولتصفيته تلعب وظيفة السوق دور تحقيق أسعار عادلة للشراء أو البيع متى شاءت وبالسعر المناسب الذي تقبله، وذلك من خلال التجمع الكبير لعدد كبير من البائعين والمشتريين الراغبين في

¹ بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، ص:64.

استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، و سرعة اتصالات السماسرة والوسطاء، الذين يسعون جاهدين لتحصيل الطلبات، مما ينتج عنه سعر عادل للبايع والمشتري، ولا يتعرض أحد لخسائر محتملة في ذلك الوقت.¹

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:²

- تتسم سوق الأوراق المالية بكونها الأكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك هناك إدارات مستقلة في معظم البلدان ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية..

- تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بانها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك خصائص أخرى لسوق الأوراق المالية، وهي:³

- ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أيضاً أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص: 33-34.

² جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2002، ص: 56.

³ طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 1997، ص: 32.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي نظرا للأدوات الاستثمارية فيه مثل السنوات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا.¹

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

المبحث الثاني : المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها :

"الحيز الذي يتم فيه تدفق الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وذلك عن طريق المؤسسات المالية على شكل أوراق مالية، وينظم السوق قوانين وأنظمة وتعليمات وأعراف وتقاليد ملتزمة بالشريعة الإسلامية، بهدف حماية حقوق جميع الأطراف وتوفير المعلومات والشفافية في السوق للوصول إلى تحقيق عائد عادل لكافة المستثمرين"².

" هو سوق منظم ينعقد في مكان معين وفي أوقات دورية التعامل الشرعي ببيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"³.

ومن خلال الهدف يمكن تعريفه على أنه " أنه ذلك السوق الذي يهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم، ومتفق عليه بين الأطراف المتعاملة بناء على قواعد وقيم الشريعة الإسلامية"⁴.

وعليه يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الإسلامية هو:

¹ J.Pilverdier, latereyt, **Le marché boursier**, Economica, 1998, p: 10.

² محمد زياد سلامة البخيت، السوق المالي الإسلامي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، المؤتمر العلمي الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15، 16 ديسمبر 2010، ص:6.

³ زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص:30.

⁴ جمال العمارة و رابح حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص:6.

ذلك الحيز الذي يتم فيه انتقال الأموال بإصدار أوراق مالية من طرف أصحاب العجز واقتنائها من طرف أصحاب الفائض عبر قنوات اتصال فعالة، بحيث يكون وفق قوانين وقواعد وأحكام مستفادة من الشريعة الإسلامية، و يسمح هذا السوق بتوظيف الأموال لتحقيق متطلبات احتياجات المجتمع والاقتصاد.

مما سبق يمكن أن نستخلص أهم الخصائص المميزة لسوق الأوراق المالية الإسلامية والمتمثلة في:¹

- لا تشكل أدوات الدين السمة الغالبة في تعاملاتها وإنما تشجع على تداول الأدوات وهي سوق تفل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، جراء حظر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلا لعمليات المضاربة.
- الملكية بشكل واسع، أنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوي ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق المالية فيها.

ولكي يكون هناك رقابة في السوق من الناحية التنظيمية والشريعة لابد من إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة فتعطي بذلك اسم هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية ولها مهام رقابية من الناحية التنظيمية والشريعة، فتقوم بمراقبة الأدوات المالية المستعملة في السوق من حيث الضوابط الشرعية ومن حيث تسعيرها والصفقات القائمة في السوق، وتراقب التنظيم المبني عليه السوق من سماسرة وبائعين ومشتريين.

ثانيا: مشاكل و تحديات قيام سوق الأوراق المالية الاسلامية

1-المشاكل : من بين أهم المشاكل التي تواجه قيام سوق الأوراق المالية الاسلامية ما يلي:²

- الاعتماد على النظام الرأسمالي في معظم الدول العربية مما يؤدي الى ضعف الاقبال على الأسواق المالية الاسلامية.
- غياب جهات الرقابة الشرعية عن أدوات و عمليات السوق.
- نسبة امتلاك الحكومات من أسهم الشركات (أكثر من 50 %) ولا تسمح هذه الأنظمة بطرحها للاكتتاب العام.
- انخفاض معدل الدخل النقدي في معظم الدول الاسلامية، يؤدي هذا الى التأثير في الادخار الفردي حيث ينفق الدخل على الاستهلاك ولا توجد زيادة للادخار.
- سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة، اضافة الى انخفاض العائد الصافي على الأوراق المالية الذي يعتبر شكلا من أشكال الإعاقة للاستثمار في الأوراق المالية.

¹ احمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص ص: 151-152.

² زكريا سلامة، مرجع سابق ذكره، ص: 234.

2- التحديات: من أهم التحديات التي تواجه سوق الأوراق المالية الإسلامية ما يلي:¹

- ضعف التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية، والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية.
- عدم إطلاق برنامج ونظم إدارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، من خلال إقرار معايير معترف بها دوليا في مجالي الجودة وتطوير المنتجات.
- ضعف الروابط القانونية والتكنولوجية بين أسواق المال المحلية والأسواق العالمية.
- محدودية المنتجات الإسلامية المبتكرة، إضافة الى عدم تغيير القوانين الضريبية و أنظمة الاستثمار الغير مناسبة.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية و أهميته

يلتزم القائمون والمتعاملون في أسواق الأوراق المالية الإسلامية بالمبادئ والضوابط التي تشكل نقطة الفصل بين سوق الأوراق المالية التقليدية والإسلامية، ويعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية ركنا هاما في هيكل النظام التمويلي الإسلامي، وتستمد هذه الأهمية من الوظائف التي يؤديها وما توفره للمتعاملين.

أولا: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

يقوم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية على مجموعة من الأسس والمبادئ المستنبطة من فقه المعاملات بصفة عامة وفقه التعامل في الأسواق بصفة خاصة، فهي تمثل القانون المالي الإسلامي الذي يضبط المعاملات في تلك الأسواق، ويمكن إيجاز هذه المبادئ فيما يلي:

أ- الالتزام بالقيم الإسلامية في معاملات الأسواق:

كلما كان الالتزام بالقيم ضعيفا كلما كانت هناك اختلالات في الأسواق، ويمكن إجمال القيم الإسلامية في المجموعات الآتية:²

-القيم الإيمانية: ومنها استشعار الخوف من الله والمحاسبة الآخروية.

-القيم الأخلاقية: ومنها الصدق، الأمانة، الإخلاص والوفاء.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 234.

² حسين شحاته، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة الأزمات في سوق الأوراق المالية، ص: 10، تاريخ الاطلاع 14/03/2021 الساعة 21:05

عن الموقع : <https://iefpedia.com/arab/?p=1176>

-القيم السلوكية: ومنها التعاون، التضامن، الاستقامة و الرفق.

في قول الرسول صلى الله عليه وسلم: "إن التجار يبعثون يوم القيامة فجارا إلا من اتقى الله وبر وصدق".

ب- خلو المعاملات من الربا:

فقد أجمع علماء الأمة على تحريم الربا، وهو ما يعني عدم جواز دفع أية عوائد نتيجة تأجيل دفع المبلغ، وهذا ما تؤكدته الآية الكريمة لقول الله عز وجل: "الذين يأكلون الربا لا يقومون إلا كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس ذلك بأنهم قالوا إنما البيع مثل الربا وأحل الله البيع وحرم الربا"¹.

ج- تحقيق قاعدة الغرم بالغنم:

تقوم المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات، ويحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب والأولويات الإسلامية وتحقيق المنافع المشروعة، والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال وأصحاب الأعمال والخبرة وفق ضابط العدل والحق وبذل الجهد².

د- خلو المعاملات في سوق الأوراق المالية من الغرر:

- الغرر لغة: اسم مصدر من التغرير وهو الخدعة، وبيع الغرر منهي عنه، وهو ما كان ظاهره يغر المشتري وباطنه مجهول³.

- الغرر شرعا : هو ما يكون مجهول العاقبة، لا يدري أيكون أم لا، وهو حرام ومنهي عنه لما يتضمنه من تدليس وخداع، ويقال هو بيع السمك في الماء والطير في الهواء وهو أيضا بيع الغرور أي بيع الأشياء الاحتمالية غير المحققة الوجود والحدود⁴.

ه- خلو المعاملات في سوق الأوراق المالية من القمار و الميسر:

إن الغرر المفرط يماثل القمار، وقد حرمت آيات القرآن الكريم والسنة النبوية الربح الناتج عن لعبة الحظ وهو ما يعرف بالميسر، يقول الله تعالى: {يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه لعلكم تفلحون (90) إنما يريد الشيطان أن يوقع بينكم العداوة والبغضاء في

¹ ، الآية 257، سورة البقرة.

² زايري بلقاسم ومهدي ميلود، موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 12.

³ ابن منظور، لسان العرب، الطبعة الثالثة، المجلد الرابع، دار صادر للطباعة والنشر، لبنان، 1994، ص: 89.

⁴ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق ذكره، ص: 69.

الخمير والميسر ويصدكم عن ذكر الله وعن الصلاة فهل أنتم منتهون (91) ¹، وبالنسبة للعمليات التي تشمل محاولة التنبؤ بالقيمة السوقية للورقة المالية من خلال تحليل وتفسير المعلومات ذات العلاقة، وهذه الحالة تتسق وعقلانية الإسلام.

أما فيما يتعلق بأي عملية يغيب عنها بشكل كامل المعلومات المتعلقة بقيمة الورقة المالية أو تشوبها ظروف حالة عدم تأكد مفرطة فإن الأمر يتعلق بالعمليات المماثلة للعبة الحظ أو القمار وبالتالي تكون محرمة.²

و- خلو سوق الأوراق المالية من البيوع الباطلة و البيوع الفاسدة:

البيع الصحيح هو البيع الذي استوفى أركانه وشرائطه المقررة له شرعا، ويثبت أثره الشرعي في الحال، وأما البيع الفاسد فهو البيع الذي اختلى ركن من أركانه أو شرط من شروطه ويشتمل الباطل والفساد، وهما لفظان مترادفان عند جمهور الفقهاء³، كبيع الدين بالدين وقد يكون لمن عليه الدين أو لغير من عليه الدين.

ز- ضابط الالتزام بالأولويات الإسلامية:

فقه المعاملات المالية يلزم سوق الأوراق المالية الإسلامية بضبط وترشيد وتوجيه الأموال نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة، وفق أولويات استثمارية ثم ترتيبها في ثلاث مراتب هي الضروريات، الحاجيات والتحسينيات، لذلك لا يصح إعطاء المشروعات الغير المهمة الأولوية على حساب تلك التي تتميز بالأهمية⁴.

ح- معيار الوضوح و الشفافية:

يؤكد هذا المعيار أهمية الشفافية والوضوح التي تحدد الهدف من التعاقد والمقصود منه، فالأصل في الأموال الوضوح والشفافية وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للسوق المالي⁵.

¹ الآية: 90-91، سورة المائدة.

² خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص: 14-15.

³ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002، ص: 29.

⁴ طويلى مصطفى وشرع يوسف، صيغ التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي و ضوابطه، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع برهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي غرداية يومي 23-24 فيفري 2011، ص: 3.

⁵ صالح صالح و عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي، خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 3.

ط-الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

في أسواق الأوراق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامي للأوراق المالية لا توجد مثل هذه المضاربات، لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي، مثل المشاركات والإجازات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام حرم الاحتكار حيث قال الرسول صلى الله عليه وسلم: "المحتكر ملعون والجالب مرزوق" ¹.

ي- حرية التعاقد:

لقد ضمن الإسلام حرية التعاقد، فلا يتم ولا يصح التعاقد إلا برضى الطرفين ²، حيث قال عز وجل: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ﴾ ³.
و تكمن أهمية الضوابط و الأحكام الشرعية التي تحكم المعاملات في السوق الإسلامية فيما يلي:

أ- الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

يعني بها مدى توفر المعلومات للمستثمرين من سرعة وجودها وسهولة الحصول عليها بتكاليف قليلة، بحيث تعكس الأوراق المالية المتبادلة القيم الحقيقية للأصول المالية، وأن تكون حركة الأموال بسهولة وسرعة ودقة، ويظهر نوعان من أنواع الكفاءة هما: ⁴

- **الكفاءة الخارجية:** وتعني توفر المعلومات للمتعاملين وسهولة الحصول عليها وقلة تكلفتها، وإلى أي مدى تنعكس تلك المعلومات على الأسعار، وتقترب قيم الأوراق المالية من قيمتها الحقيقية، بحيث يصعب الحصول على أرباح غير عادية.

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

¹ أحمد محمد نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها ، تاريخ الاطلاع: 2021/03/15، الساعة: 14:01، متوفر على الموقع: <https://ebook.univeyes.com>

² خالد محمود الزهار، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

³ سورة النساء، الآية: 29.

⁴ عبد الله بن محمد الرزين، كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز أخبار الصناعة المالية الإنسانية، تاريخ الاطلاع:

<https://iefpedia.com/arab/?p=17248> عن الموقع: 20:15، الساعة 15/03/2021

ب- الكفاءة في سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بإيجاد سوق مالي منضبط اقتصاديا واجتماعيا، ولتوضيح ذلك على نوعي الكفاءة فإننا نجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقها اعتمادا على مبادئه الرئيسية في التعاملات، ويمكن أن نجمل القول في ذلك كما يلي¹ :

أ- **على مستوى الكفاءة الخارجية :** عناية الاقتصاد الإسلامي بمنع الربا والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية، كما أن إشهار المعلومات والإفصاح المالي من الشركات له الأثر البارز في عمل أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي.

ب- **على مستوى الكفاءة الداخلية:** من المبادئ الأساسية لعمل الأسواق المالية مبدأ حرية التعاقد، و النهي عن الاحتكار، وكلاهما يتيح التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في السوق الأمر الذي يعمل على تحقيق الأسعار العادلة، كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق.

أما الكفاءة الحقيقية فمعيارها في الأسواق الإسلامية للأوراق المالية يرتبط بمدى قدرة هذه الأسواق على تحريك و توجيه الموارد المالية إلى أنشطة استثمارية حقيقية، ومدى انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية، وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.²

ثانيا: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية

لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهمية كبيرة بالنسبة للفرد و المجتمع ككل و ذلك لما يلي:

أ- حاجة المسلمين لإنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية التي تتوافر فيها الضوابط الشرعية السابقة، و هذا من مقاصد الشريعة الإسلامية ليحافظوا على أموالهم التي يسألون عنها يوم القيامة و خاصة أن الأمة الإسلامية تتوافر على كل المقومات الإنشاء هذه السوق، من أموال الشركات و المؤسسات الإسلامية و صناديق الاستثمار الإسلامية.³

¹ نفس المرجع السابق، نفس المكان.

² زاهرة على محمد بني عامر، **التصكيك و نيرة في تطوير سوق مالية إسلامي**، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإنسانية، قسم الاقتصاد والمصارف السالمية كلية الشريعة والدراسات السامية، جامعة اليرموك الأردن، 2008، ص: 196.

³ حسين شحاته، عطية فياض، **الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية**، الطبعة الأولى، مكتبة النقوى، القاهرة ، 2001 ، ص: 101.

ب- ضرورة معتبرة شرعية لإقامة أسواق للأوراق المالية الإسلامية لإنقاذ أموال المسلمين من الضياع و الابتزاز و الاستغلال من طرف الأسواق الغربية التي تستخدمها لتمويل مخططاتهم.

ج- إيجاد وعاء استثماري شرعي لتدويل و ترويح مال المسلمين، و هذا من أهم أهداف و مقاصد الشريعة الإسلامية في تنمية المال و استثماره¹، و بما أن أموال المسلمين موجود بعضها في المؤسسات المالية و البنوك الإسلامية فان هذه الأخيرة لا يمكنها الاستثمار في أسواق الأوراق المالية التقليدية بسبب اختلاف الضوابط الشرعية للعمل، فوجود سوق أوراق مالية إسلامية يضمن استثمار هذا المال و تنميته، و خاصة إذا دعمت بأسواق تداول تضمن تصريف المنتجات المالية الإسلامية.²

د- تأخذ أسواق الأوراق الإسلامية على عاتقها المشاركة الفعالة في التنمية الاقتصادية خاصة في الأقطار التي تعمل ضمنها، حيث أن موضوع التنمية ليست عملية إنتاج فحسب، و إنما هي عملية كفاية في الإنتاج مصحوبة بعدالة في التوزيع.³

هـ- تكمن أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى كونها تمثل فرصة جيدة للمستثمرين المسلمين، حيث يتمكن من تنويع محفظته المالية و اختيار الأوراق المالية الشرعية، مما يقلل من الخسائر و المخاطر في عائداته.⁴

المطلب الثالث : شروط انشاء سوق الأوراق المالية الاسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرع أو نوعا من الأسواق، فلذلك سيتم أولا التطرق إلى شروط إنشاء السوق من المنظور الإسلامي ثم شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية.

¹ محمد أمين ولد عالي، التنظيم الفقهي و التنظيم القانوني السوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، بيروت، 2011، ص: 129.

² بشير محمد فضل الله، تجربة البنوك الإسلامية في دعم السمية في الدول الإسلامية منتدى الفكر الإسلامي، مجمع الفقه جدة، السعودية، 11 أبريل 2006، ص: 22.

³ محمد مصري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، الطبعة الثانية، دار النفائس، عمان، 2009، ص: 70.

⁴ جاسم على سالم الشامسي، سوق الأوراق المالية الإسلامية في ضوء قرارات مجمع النفق الإسلامي بين الأمل و الواقع، المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية، 2005، ص: 6.

أولاً: شروط السوق من المنظور الإسلامي

ويمكن إجمالها في النقاط التالية¹ :

- أ - المكان: ويشمل الاتساع والضيق، القرب والبعد والكيف.
- ب- الزمان: وقت اجتماع التداول.
- ج - السلع والخدمات: وهي ما يتاجر بها، وهي تقوم على شروط:
 - أن تكون مما لا إثم فيها.
 - أن تكون لها حرية الدخول إلى السوق وحرية المعاملات فيها وهو مبدأ إسلامي قديم معروف بالنسبة لأسواق السلع.
 - أن تترك تحديد أسعارها بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.
- د- وسائل الدفع: وهي الوسائل التي يتم بها تداول قيم السلع والخدمات بين البائعين والمشتريين.
- هـ- أدوات القياس: وهي تختلف باختلاف الزمان واختلاف الحاجة وهي الموازين والمقاييس و المكاييل.
- و- البائعون والمبتاعون: وهم عماد السوق سواء كانوا تجاراً أو مستهلكين.
- ز- القائمون على السوق: وهم الذين فرضهم ولي الأمر بالإشراف على السوق التأمين سلامة العمل فيه، حيث سمي المحتسب في الفقه الإسلامي، حيث يقوم نظام الحسبة في مجال السوق الإسلامي بالوظائف التالية:
 - مراقبة المعاملات ومنع العقود المحرمة.
 - مراقبة الصناعات وأعمال الحرفيين وأصحاب المين.
 - ووضع مواصفات للسلعة ومقاييس لجودة الإنتاج.

¹ نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، تاريخ الاطلاع 16/03/2021، ص: 16، الساعة 35: 15، عن الرابط:

ثانياً: شروط قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

بناء على المقومات العامة وشروط السوق من منظورها الإسلامي يمكن استخراج شروط قيام سوق الأوراق المالية والتمثلة في¹:

أ- **المكان**: تم تعريف سوق الأوراق على أنها الحيز والمجال، فيمكن إجراء الصفات عن طريق وسائل الاتصال الحديثة أو التعامل وفق الشبكات الالكترونية وهو ما جاء جوازه في قرار رقم (52) للدورة السادسة لمجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة الإسلامية.

ب- **الزمان**: فثبات الزمان واجب من حيث الوقت لإتمام الصفقة، أما من ناحية وحدة الزمان فنجد عدم وجود ثباتها وذلك لاختلاف التوقيت من بلد لآخر.

ج- **وسائل الدفع**: المقصود به المال وما دام العمل هذا هو البيع فإن للبيع أحكام يجب مراعاتها ومنهيات يجب تجنبها كما تم ذكرها في الضوابط الشرعية.

د- **أدوات القياس**: لمعرفة قيمة الأدوات المالية والمبلغ النقدي الذي يساوي هذه الأداة حيث يتم التوجه إلى آلية السوق التي تحدد لنا سعرها انطلاقاً من قانون العرض والطلب.

هـ- **البائعون والمبتاعون**: بالإضافة إلى الوسطاء وهم حلقة الوصل بين البائعين والمبتاعون و يجب على هؤلاء الالتزام بالقيم الإسلامية.

و- **القائمون على السوق**: من أجل أن يكون السوق من الناحية التنظيمية والشرعية لابد من إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة فتسمى هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامي.

ز- **السلع والخدمات**: وهي الأدوات المالية محل التعامل في هذا السوق حيث تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية تخضع لضوابط الشريعة.

وهناك العديد من الشروط لنجاح الأدوات التمويلية الإسلامية نذكر منها²:

- وجود الأساس التنظيمي والقانوني لها ويقصد به ضرورة التعريف بالأوراق التي تصدر ووضع شروط تحمي حكماتها من حيث الجهة المصدرة، ومصداقية تمثيل هذه الأدوات لأصول ثابتة حقيقية وكل ما يجب أن تتضمنه نشرة الإصدار.

¹ العديد من المراجع أهمها:

- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسية المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وامتدادها بالأدوات المالية الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الملك عبد العزيز، 2007، ص:21.

- عيسى مرازقة ومحمد الشريف شخشاخ، البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي

واقع...الرهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23 - 24 فيفري 2011، ص:7-8.

² نفس المرجع السابق.

- تداول الأوراق لا يجوز بسعر سوق يختلف عن القيمة الاسمية للورقة، إلا بعد أن يتم تحويل حصيلة الإصدار من النقود إلى موجودات عينية، حيث تقوم الجهة المصدرة بشراء موجودات من حصيلة هذه الأوراق بمبالغ تشكل الجزء الأكبر من حصيلة الأوراق، وذلك طبقاً لقرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (05) المتخذ بدورتها الرابعة.
- وجود سوق منظم لتداول هذه الأدوات، حتى يتم توفير السيولة اللازمة لحملة الأوراق بحيث يشجع المستثمرون فيها، كما يشجع الشركات على إصدار الأدوات وطرحها للاكتتاب.

المبحث الثالث: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعتبر الهيكل التنظيمي في السوق هو الإطار الذي تتم من خلاله مختلف العمليات والأنشطة و يحدد الهيكل التنظيمي الأعضاء العاملين وغير العاملين، بالإضافة إلى الهيئة الرقابية في السوق لمنع حدوث تجاوز الضوابط الشرعية للسوق، تتميز البورصة الإسلامية بالنظام، لهذا فالعمل في هذا السوق يتم وفق آلية منظمة ومدروسة يجب إتباعها واحترامها من طرف كل المتعاملين فيه لتحقيق العمليات المطلوبة في جو من النظام والشفافية.

المطلب الأول: أعضاء السوق

يقصد بأعضاء السوق الأفراد الذين يعينون في السوق المنظمة للقيام بعمليات الوساطة سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين، وهناك ثلاث أنواع من الأعضاء: السماسرة، التجار و صناع السوق (المتخصصون)، ولكن في غالبية الدول العربية لا يوجد إلا نوع واحد وهم السماسرة أو الوسطاء¹، كما أنه ليس من حق أي شخص العمل في سوق الأوراق المالية والتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية، إلا بعد الحصول على عضوية السوق، وذلك مقابل مبالغ كبيرة نوعاً ما².

أولاً: السماسرة

يقوم السماسرة بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، ولا يجوز التعامل إلا من خلالهم.

¹ مبارك بن سليمان ال سليمان، مرجع سابق ذكره، ص: 417.

² سعيد توفيق عميد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص: 74.

1- مفهوم السمسار في سوق الأوراق المالية:

سمسار الأوراق المالية هو شخص ذو مؤهلات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم، مقابل عمولة محددة باللائحة، ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة¹.

أما السمسرة فهي الوساطة بين البائع والمشتري في سوق الأوراق المالية لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية وغيرها في ضوء الأوامر الواردة من العملاء وطبقا للقوانين والتعليمات المنظمة لذلك، نظير عمولة يتم الاتفاق عليها².

و يمكن ذكر وظائف السمسار في سوق الأوراق المالية كما يلي:³

- تقاسم النصح و المشورة للعملاء في نشاط سوق الأوراق المالية.
- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات التسجيل اسم الشريك الجديد.
- الاكتتاب في الشركات الجديدة نيابة عن العملاء.
- الحفاظ على أسرار العملاء.
- إتمام الصفقة بشكل قانوني و مرض للعميل.
- كذلك يمكن أن تقدم بيوت السمسرة الخدمات التالية:
- حفظ و حماية الأوراق المالية للعميل.
- تحصيل العوائد المالية في تاريخ استحقاقها.
- توفير المعلومات اللازمة عن أسعار الأوراق المالية في السوق للعميل.

¹ شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص ص:34-35 .

² حسين شحاته، مرجع سابق ذكره، ص:8.

³ محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999، ص ص:55-57.

2- الحكم الفقهي لسمسار سوق الأوراق المالية:

السمسرة هي كما قلنا عمل يقوم به محترفها خدمة لغيره بأجر معلوم لقاء هذه الخدمة، وعلى ذلك فهي عمل مباح طالما أن أصل السلعة المبيعة أو المشتريات صالحة للتعامل فيها شرعا، وقد كان السماسرة في عهد الرسول صلى الله عليه وسلم فلم ينكر عليهم عملهم¹.

وأجمع الفقهاء على مشروعية السمسرة وعمل السمسار، حيث تعتبر أعمال السمسرة من الأعمال المباحة شرعا وفقا للقاعدة الشرعية (الأصل في العقود الإباحة فلا يحرم منها إلا ما حرمه الله ورسوله، ولم يحرم الله عقدا فيه مصلحة للمسلمين بلا مفسدة)، وتأسيسا على ذلك أن أي عقد مستجد في الحياة المعاصرة يكون مقبولا شرعا إذا لم يتصادم مع دليل شرعي يشتمل على مفسدة راجحة. ويعتبر عمل السمسار أحد صيغ التعاون في تنفيذ عمليات البيع والشراء وما في حكمها في إطار أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. قال الله تعالى: {وتعاونوا على البر والتقوى ولا تعاونوا على الإثم والعدوان وانقوا الله إن الله شديد العقاب (2)}.²

ومما يدل على جواز عمل السمسرة ما يلي:

1- شيوع التعامل بها وانتشارها في عهد النبي عليه الصلاة والسلام، من غير أن ينهي عنها مما يدل على جوازها³.

2- عن ابن طاووس عن أبيه عن ابن عباس: نهى رسول الله عليه الصلاة والسلام أن يتلق الركبان، ولا يبيع حاضر لباد، قال فقلت لابن عباس: لا يبيع حاضر لباد، قال: "أن لا يكون لها سمسارا"، ومفهومه أنه يجوز أن يكون له سمسارا في بيع الحاضر للحاضر⁴.

ثانيا: تجار الأوراق المالية

1-تعريف تاجر الأوراق المالية:

يعرف تاجر الأوراق المالية على أنه: "تاجر يعمل على شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة في

السوق، ليحقق دخلا من فرق السعر، بين سعر شراء الأوراق وبيعها"⁵.

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق ذكره، 2008، ص:78.

² الآية 2، سورة المائدة.

³ مبارك بن سليمان آل سليمان، مرجع سابق ذكره، ص:441.

⁴ صحيح البخاري، كتاب الإجازات، باب أجر السمسرة، الحديث رقم: 2274، تاريخ الاطلاع 2021/04/12 على الساعة 20:15، عن الموقع:

<https://bukhari.lna.io/4625>

⁵ مبارك بن سليمان ال سليمان، مرجع سابق، ص:508.

2 - الحكم الفقهي للمتاجرة بالأوراق المالية :

عن حكم المتاجرة بالأوراق المالية يتوقف على حكم بيعها، من الأوراق المالية الجائز بيعها والأوراق المالية غير الجائز بيعها، ومن أدلة جواز المتاجرة بالأوراق المالية الجائز بيعها:

- جواز عمل التجارة قال الله تعالى: { يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم ولا تقتلوا أنفسكم إن الله كان بكم رحيما (٢٩) }¹، وهذا يدل على جواز التجارة ومنها تجارة الأوراق المالية.

- أن تعامل الناس بالأوراق المالية الجائزة شرعا، بيعا وشراء، بقصد تحقيق الربح من فروق الأسعار أمر جرى به العرف، فكان ذلك جائزا، إذ العرف أصل شرعي معتبره.²

ثالثا: المتخصصون

1-تعريف المتخصصون:

ويقصد بالمتخصصين أعضاء السوق الذين يتخصصون في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محدودة من الأوراق المالية، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، فهو الذي يطالع لوحده على دفتر الأوامر المحددة للأوراق التي يتعامل فيها، ويدفع المتخصص رسوم العضوية من أمواله الخاصة ويحدد للمتخصص مكان محدد والمخصص الذي يعمل فيه، ويجمع المتخصص بين عمل السمسار والتاجر فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسة آخرين مقابل عمولة وذلك بناء على طلبهم نتيجة تعذر الأمر على السمسار، كما أنه يشبه التاجر من حيث أنه ينجز عمليات البيع والشراء لحسابه الخاص بهدف تحقيق الربح.³

¹ الآية: 29، سورة النساء.

² مبارك بن سليمان ال سليمان، المرجع نفسه، ص 513.

³ محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الاسكندرية، 2002، ص58.

2-حكم عمل المتخصص في الأوراق المالية:

المتخصص حين يتخصص في نوع واحد أو أكثر من الأوراق المالية فإنه يقوم بوظيفتين كما سبق:¹

أ-الوظيفة الأولى: المتاجرة في الأوراق المالية التي تخصص في التعامل بها.

ب-الوظيفة الثانية: الوساطة في بيع وشراء هذه الأوراق التي تخصص فيها.

المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية وفق منظور اسلامي

يتم إعداد وإصدار طلبات البيع والشراء التي يرغب فيها الوسيط أو الوسيط وفق أوامر محددة تتخذ عدة أشكال، وكلها تهدف إلى تحقيق أفضل سعر ممكن. وتنفذ هذه الأوامر وفقا لآليات حسب ما تقتضيه الأوضاع الاقتصادية، وكذا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

أولاً: أوامر سوق الأوراق المالية من منظور شرعي

قبل قيام السمسار أو الوسيط بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء، ينبغي أن يتلقى تعليمات أو أوامر من قبل العميل لإتمام الصفقات على أحسن وجه.

- تعريف أوامر سوق الأوراق المالية:

الأمر عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط بعقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية ويحرر بشكل مكتوب أو شفاهي أو عن طريق وسائل الاتصال تكون واضحة ومتضمنة للشروط التالية²:

- تحديد نوع الورقة المالية و الجهة المصدرة.

- تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة.

- في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة والأجل وفئة السند).

- في حالة الأسهم، تحديد فيما كان ممتازا أو عاديا.

¹ مبارك بن سليمان ال سليمان، مرجع سابق ذكره، ص : 519.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي اسلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص:172.

ثانياً: أنواع أوامر سوق الأوراق المالية

تتخذ الأوامر عدة أشكال، تتمثل أهمها فيما يلي:

1 - الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

أ- أوامر السوق:

يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر ممكن أن يجري التعامل به، ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً، فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمن التنفيذ، أما عن عيوبه فإن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به، وفي الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية قد لا يكون لتلك العيوب تأثير كبير لدى المستثمر، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة¹.

ب- الأمر المحدد لسعر:

وفيه يحدد العميل للسمسار سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه²، أما إذا كان الأمر المحدد خاص بالشراء فإن السمسار سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، أي أن العميل يحدد السعر الأدنى في حالة البيع، والسعر الأعلى في حالة الشراء.

ج- الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال:

من المعلوم أنه يوجد ما يسمى بسعر الفتح وهو السعر المعروض في أول الجلسة أما سعر الإقفال فهو السعر الذي يتحدد لنفس الورقة المالية آخر الجلسة، وفي هذه الحالة قد يصدر العميل أوامر بالبيع أو الشراء على أساس أول سعر أو آخر سعر.

د- الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي:

وذلك بأن يحدد المتعامل للسمسار سعراً معيناً، مع تفويضه في البيع أو الشراء بسعر مقارب لذلك السعر حيث يمكنه البيع بسعر أدنى من ذلك السعر بقليل، أو الشراء بسعر أعلى منه بقليل.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق ذكره، ص:52.

² محمد صالح الحناوي، وآخرون، الأستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص:29.

ه- أمر الإيقاف:

وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه صعودا أو هبوطا مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، وبذلك فإن على السمسار أن ينفذ الأمر إذا بلغت الأسعار الأمر المحدد، وبأفضل سعر ممكن حتى إذا نزلت الأسعار عن السعر المحدد، في حالة الأمر بالبيع، أو زادت عليه في حالة الأمر بالشراء.

2 - الأوامر من حيث توقيت الأمر

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وتتمثل أساسا في:

أ- أوامر محددة بيوم:

يقصد بالأمر المحدد بيوم، فإذا ما تم تسلم السمسار الأمر، فإنه ساري المفعول إلى حين إغلاق سوق البورصة في ذلك اليوم، وغالبا ما يكون الأمر مبنيا على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية، وهذا الأمر يشبه أمر السوق¹.

ب- أوامر محددة بأسبوع أو شهر:

بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع، فإنه ينتهي حالما ينهي الأسبوع الذي صدر فيه، كذلك إذا كان الأمر مدته شهر، فينتهي سريانه مع نهاية الشهر الذي صدر فيه، أي يبقى الأمر ساريا طيلة الفترة المحددة من قبل العميل.²

ج- الأمر مفتوح المدة:

هو الأمر الذي يبقى ساري المفعول العميل حتى يتم تنفيذه، أو الغائه من قبل العميل.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق، عمان، 2007. ص: 249.

² نفس المرجع السابق، ص: 249.

3- الأوامر الخاصة

يندرج تحت هذا النوع من الأوامر، الأنواع التالية:

3-1 أوامر الإيقاف:

يقصد بأوامر الإيقاف، تلك الأوامر التي لا تنتفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة مستوى معيناً أو تعدها، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف:¹

أ- أوامر الإيقاف المتعلقة بالبيع: بحيث يصبح التزاماً على السمسار بمقتضى هذه الأوامر أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر الورقة إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، فإذا كان المستثمر يتوقع حدوث هبوط شديد في الأسعار، عندئذ قد يصدر أمراً للسمسار بالبيع إما عند السعر المحدد أو أقل منه، لأن إذا لم يتمكن السمسار من إبرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض، يظل ملزماً بتنفيذها عند أي سعر يمكنه اللحاق به.

ب- أوامر الإيقاف المتعلقة بالشراء: يقضي هذا الأمر بأن يقوم السمسار بشراء الورقة المالية إذا ما بلغ سعرها مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير إلى أن الأسعار سوف تصل إلى سعر محدد ولن تنخفض أكثر بعد ذلك السعر، فهنا يصدر المستثمر للسمسار أمر إيقاف ليقوم على أساسه بشراء الورقة المالية عند ذلك السعر، وإذا لم يستطع، فيظل ملزماً بتنفيذها عند أي سعر يمكنه اللحاق به قبل أن ترتفع الأسعار أكثر.

3-2 أوامر الإيقاف المحددة:

إذا كانت أوامر الإيقاف تتعمم بعدم التأكد بشأن السعر الذي تتسم به الصفقة، فإن أوامر الإيقاف المحددة يقوم فيها المستثمر بوضع حد أدنى لسعر البيع، وحد أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه، ويمكن للسمسار هذا أن يلجأ إلى المتخصص الذي يتعامل في هذا النوع من الأسهم ويطلب منه التنفيذ حالما يرى ذلك مناسباً ومتوافقاً مع الأمر، أي طالما أن السعر لم يهبط أو يرتفع عن السعر الذي حدده العميل في الأمر.²

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 527-528.

² محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ذكره، ص: 32.

3-3 أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

يقصد بالأمر حسب مقتضى الأحوال، أن يترك العميل للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر المطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراء أو بيع، وكذا توقيت التنفيذ، أما الأوامر المفيدة فتقتصر فيها حرية السمسار فقط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة، وبالطبع يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوفر لديهم ثقة كاملة من كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على التحكم.¹

ومن مزايا أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال، هو إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار، ما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص المواتية دون الانتظار لأوامر محددة من العميل، ومن ناحية أخرى لا يرحب الكثير من السماسرة بهذا النوع من الأوامر، إذ يزيد من حب العمل الواقع عليهم، إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.²

المطلب الثالث: تسعير الأوراق المالية

عملية تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية لا تختلف كثيراً عما يحدث في الأسواق العادية حيث إن التنافس الحاصل بين عارضي الأصول المالية وطالبيه يحدث تفاعلاً بين قوى العرض وقوى الطلب، وبذلك تحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية.³

وسنتطرق فيما يلي إلى مفهوم التسعير، وطرقه في سوق الأوراق المالية، وأحكامه الفقهية:

أولاً: مفهوم التسعير

- التسعير في اللغة: التسعير لغة، وسعروا تسعيراً، أي اتفقوا على السعر.

- التسعير في الاصطلاح: وهي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما، أثناء إحدى جلسات السوق والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعيرة، وللوصول إلى سعر معين في سوق الأوراق المالية لا بد من توافر بائعين ومشتريين الأوراق معينة، وتجنباً من فروق كبيرة في الأسعار تتضمن أنظمة أسواق الأوراق المالية المختلفة

¹ محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2003، ص: 52.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 530-531.

³ سعيدة حرفوش، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة ماليزيا"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة يحي فارس المدية، 2009، ص: 40.

عادة أحكاما خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار، بعد السعر الأول المعروض بشكل لا تتجاوز فيه نسبة معينة تنص عليها لوائح تلك الأسواق¹.

2- الحكم الفقهي للتسعير

الأصل في الأسعار أن تحدد في السوق بتفاعل قوى الطلب مع قوى العرض، وهذا رأي جمهور العلماء الذين يستدلون بالحديث الذي رواه أنس قال: (غلا السعر على عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم فقالوا يا رسول الله لو سعرت لنا، فقال إنا الله هو القابض، الباسط، الرازق المسعر وإني لأرجو أن ألقى الله عز وجل ولا يطلبني أحد بمظلمة ظلمتها إياه في دم ولا مال) ، وهذا ما يحدث في سوق الأوراق المالية إذ أن الأسعار تتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب وبذلك فإن التسعير بالطرق الثلاث جائز شرعا.

ثانيا: طرق التداول وتكييفها فقها

1- طرق التداول

يتم تداول الأوراق المالية في الأسواق المنظمة وفق طريقتين:

أ- طريقة التداول المباشر، ويتم العمل فيها بطريقتين:

- **طريقة المناذاة:** وفيها يقوم السمسار بالمناذاة بصوت مرتفع لطلب أو عرض أوراق مالية معينة حتى يجد مناديا آخر ينادي على نفس النوع من الأوراق المالية، فإذا تراضيا على السعر انعقدت الصفقة، والابقيا في المناذاة.
- **طريقة الكتابة على لوحة الطلب والعرض:** وهي لوحة يكتب فيها طلبات وعروض السماسرة إلى أن يجدوا مجيبا، وتكون هذه العملية بتقديم بطاقات خاصة بطلبات أو عروض السماسرة إلى الكاتب الموجود في القاعة، وذلك قبل بدأ الجلسة بمدة زمنية قصيرة، ويلغى السعر الأول إذا تم تقديم سعر أقل في حالة البيع، وسعر أعلى في حالة الشراء.

ب- الطريقة الالكترونية: وهو نظام اتصالات بين أطراف التعامل، يبدأ بقبول رسائل المتعاملين في شكل أوامر بيع وشراء، ويبثها في صورة عروض وطلبات، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة، وجوهر هذا النظام تنفيذ أوامر البيع والشراء التي يتم إدخالها من قبل السماسرة حيث يتم تنفيذ هذه الأوامر آليا عندما تتوفق الأسعار المعروضة للشراء مع الأسعار المعروضة للبيع لورقة مالية معينة.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 40.

2- الحكم الفقهي لطرق التداول:

كل من الطريقتين السابقتين في بيع وشراء الأوراق المالية تقوم على المزايدة أو المناقصة:

- **بيع المزايدة** : عقد المزايدة من العقود الشائعة في الوقت الحاضر، وهو عقد معارضة يعتمد دعوة الراغبين نداء أو كتابة للمشاركة في المزاد ويتم عقد رضا البائع، وهذا ما يحدث عادة في سوق الأوراق المالية، والمزايدة هي جائزة شرعا، ذلك لأن الأصل في العقود الإباحة، بل أن الأحاديث الدالة على النهي عن النجش دليل على جواز بيع المزايدة، لأن النجش: هو زيادة سعر السلعة دون رغبة في شرائها، وهذا يدل على جواز الزيادة في الثمن لمن يريد الشراء.

- **بيع المناقصة**: المناقصة من المعاملات الحديثة، وتعرف على أنها: طلب أقل عوضا في عمل مخصوص يلتزم صاحبه الوفاء بشروطه، وهي تشبه المزايدة، حيث أن هذه الأخيرة تكون في البيع وهي طلب سعر أعلى، أما المناقصة فتكون في الشراء وهي طلب سعر أدنى، وعقد المناقصة يعني أن يطلب المشتري شراء سلعة معينة فيتنافس الباعة على عرض أقل الأسعار رغبة في البيع، وهذا ما يحدث في سوق الأوراق المالية عندما يطلب مشتر شراء ورقة مالية.

خلاصة الفصل

إن التطور الذي يشهده العالم اليوم خاصة في ظل عولمة الأسواق المالية والانفتاح العالمي زاد من أهمية الأوراق المالية لتصبح ذات أهمية كبيرة للحياة الاقتصادية، ليؤدي تطور هذه الأوراق المالية والطلب عليها لتداولها إلى ازدهار وتطور البورصة وزيادة تدفقات رأس المال.

ونظراً لتزايد وعي الدول الإسلامية بهذه الأهمية فقد تقدمت بخطى و إن كانت بطيئة مقارنة بالدول المتقدمة لكنها خطوة جادة لتنمية أسواق الأوراق المالية الإسلامية، ورغم أن الهيكل العام لنشاط الأسواق الإسلامية مشتق من الأسواق التقليدية، إلى أن محتوى العمليات تحكمه ضوابط معينة مشتقة من أحكام الشريعة الإسلامية تحدد مسار القائمين عن هذه الأسواق والمستثمرين فيها، لأن تطبيقها يؤدي إلى الحفاظ على المال وتحقيق الكفاءة لهذه الأسواق، فضوابط المعاملات تؤدي إلى الوعي والاستخدام الأمثل للموارد المالية مما يحفز التنمية مع الحفاظ على الحقوق ودون الإضرار بغيره.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية

تمهيد

المبحث الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية النشأة و الخصائص

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية و مخاطرها

المبحث الثالث: آليات اصدار الصكوك الإسلامية وضوابطها

خلاصة الفصل

تمهيد

تعتبر الصكوك الإسلامية من أكثر الأدوات المالية الإسلامية الواعدة، والتي شهدت انتشاراً ونموً هائلين في السنوات الأخيرة، حيث أصبحت الشريحة الأسرع نموًا في سوق التمويل الإسلامي بفضل قدرتها لجذب وتعبئة الموارد المالية لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية وفق أحكام الشريعة الإسلامية بالإضافة إلى ذلك، تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مناسبة لتلبية احتياجات المشاريع الخاصة والعامة و التكامل بين الأعمال المصرفية الإسلامية والأسواق المالية، والاندماج مع السوق العالمية.

وفي هذا الفصل سوف نتطرق إلى المفاهيم المرتبطة بالصكوك الإسلامية، والأطراف المتعاملة في

الصكوك، الأهمية من إصدارها، المزايا وأهم المخاطر المترتبة على الصكوك الإسلامية.

المبحث الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية النشأة و الخصائص

تعد الصكوك الإسلامية من أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية، وتعد من المواضيع الجديدة التي ظهرت حديثاً في الاقتصاد الإسلامي، والتي يجب تسليط الضوء عليها، وقد أصبحت صناعة الصكوك الإسلامية واقعا فرض نفسه في الساحة المالية العالمية، وأصبحت العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية تعتمد عليها لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات، فضلا عن الملاءمة بين المعضلات الثلاث: الربحية والسيولة والأمان.¹

المطلب الأول : نشأة الصكوك الإسلامية و تطورها

يرجع سبب ظهور ونشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي لمصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية كبديل عن السندات التقليدية المقترنة بمعدل الفائدة، ومن هذا المنطلق ظهرت وتشكلت فكرة الصكوك الإسلامية عبر مراحل تاريخية اختلف فيها الباحثين والمختصين في تحديد تاريخ دقيق لنشأة الصكوك، لذلك حاولنا من خلال دراستنا إبراز المراحل المتفق عليها من طرف الباحثين في هذا المجال، و مسح كل ما كتب في هذا الموضوع والتي يمكن تقديمها إلى مرحلتين:

أولاً: المرحلة الأولى

امتدت هذه المرحلة الى سبعة قرون و التي سبق فيها الفقه الإسلامي الاقتصاد التقليدي إلى تحديد مصطلح الصكوك، حيث ورد عن الإمام النووي المتوفى سنة 676هـ الموافق ل 1277م في تعريفه للصكوك بأنها: « الصكاك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين، ويجمع أيضا على صكوك والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها الانسان كذا وكذا من طعام أو غيره، فيبيع صاحبها ذلك الإنسان قبل أن يقبضه² ». .

وقد ذكر أحد المستشرقين بعد أن أطلع على هذه الممارسات في العالم الإسلامي أنه من الثابت انتشار أنواع بالغة التعقيد من الائتمان والصيرفة في العالم الإسلامي من قبل حدوث الائتمان الأوروبي نحو ثلاثة قرون على الأقل³، و يفهم من كلام النووي أن الصكوك تطلق على أحد النوعين من الوثائق:

¹ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009، ص:9.

² النووي، يحيى بن شرف، صحيح مسلم بشرح النووي، الطبعة الثانية، الجزء 10، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1992، ص: 171.

³ فؤاد محمد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد1، الأردن، 2013، ص: 26.

النوع الأول:

الوثائق التي تثبت الدين، ويستخدم لضبط الدين ولا علاقة بين صك الدين في كلام النووي وصك التوريق، فالنوي يقصد إثبات الدين لا يبعد، لأن هذا مما هو محرم شرعا، لعله الربا الصريح فيه.

النوع الثاني:

تلك الوثائق تشبه الصكوك خصوصا عند إرادته خلاف الفقهاء في جواز بيعه وهو التداول، ومن أمثلة هذه الصكوك والمعاملات ما ورد عن الزبير بن العوام رضي الله عنه أنه كان يستخدم هذه الصكوك في تجارته الخارجية فقد كان لا يقبل الودائع، ولكنه يطلب إلى المودع أن يجعلها قرضا عنده، ويكتب له بذلك صكا، فكان حامل الصك يعود إليه بعد فترة ليأخذ نقوده.¹

كما شاع استخدام الصكوك للأغراض التجارية واستخدامها لتسديد المدفوعات بدلا من الدفع نقدا ومن أمثلة ذلك ما ورد أن سيف الدولة الحمداني جاء بغداد زائرا متخفيا، فخدمه بعض الناس من غير أن يعرفوه فلما هم بالانصراف كتب لهم صكا إلى أحد الصيارفة ببغداد بألف درهم، فلما أعطوا الصيرفي الرقعة أعطاهم ما فيها في الحال.²

كما شاع أيضا استخدام الصكوك لأغراض التجارة في مدينة البصرة، وصار لها قواعد وأصول معروفة من حيث طريقة الختم و الشهود، وأصبح وجود الصراف ضروري في سوق البصرة في حوالي عام 400 هـ الموافق ل 1010م.

ثانيا: المرحلة الثانية

في هذه المرحلة أي نهاية السبعينات من القرن الماضي بدأ يتشكل ويتبلور المفهوم الحديث للصكوك الإسلامية من طرف خبراء و علماء الشريعة كبديل مناسب للسندات الربوية التقليدية، وكان ذلك من خلال المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام 1976م، ثم تلتها محاولة سامي حمود في بحثه (سندات المقارضة) الذي قدمه ضمن مشروع البنك الإسلامي بالأردن عام 1977 والذي تم ترميمه بعد سنة، وفي ماليزيا ظهرت بوادر فكرة الصكوك سنة 1983 بعزوف ورفض بنك إسلام ماليزيا التعامل بالسندات و أدونات الخزينة، لذلك أصدرت الحكومة شهادات استثمار بدون فوائد.

¹ إبراهيم بن صالح العمر، النقود الائتمانية دورها وأثارها في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار العاصمة للنشر والتوزيع، الرياض، 1993، ص:73.

² عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية: دراسة مقارنة، دار التعليم العالي، الإسكندرية، 2003، ص: 14.

وفي سنة 1988م أصدر مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة قرار رقم 05 بشأن سندات المقارضة، وتم إصدار أول للصكوك من قبل مؤسسة نقد البحرين لصالح حكومة البحرين وذلك في سنة 2001م، بعد ذلك تم تعزيز الصكوك الإسلامية بإطار قانوني و تشريعي ضمن معيار رقم 17 سنة 2003م من قبل هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وهو ما سمح بعدها للهيئات والمؤسسات المالية الإسلامية على غرار مجمع الفقه الإسلامي ومجلس الخدمات المالية الإسلامية ومؤسسات أخرى، بوضع الأسس و القواعد التي تنظم إجراءات عمل الصكوك الإسلامية بوصف لهياكلها وضبط القواعد الشرعية لها وتقنين إجراءات إصدارها وتداولها، و الجدول التالي يوضح تطور مراحل إنشاء الصكوك الإسلامية منذ سنة 1978 إلى غاية 2017م.

جدول رقم (2-1) : مراحل تطور و إنشاء الصكوك الإسلامية (1987-2017)

السنة	الهيئة	تفاصيل المرحلة
1978	البنك الاسلامي الأردني	أول من قدم مفهوم سندات المقارضة في مشروع مؤقت لقانون البنك الاسلامي الأردني
1981	الحكومة الأردنية	قامت الحكومة الأردنية بإصدار قانون مستندات المقارضة رقم 10 لسنة 1981م، ولكنه لم يفعل نهائيا
1988	مجمع الفقه الإسلامي	إصدار الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة

صدر قرار مجمع الفقه الاسلامي رقم 30(4/3) بتاريخ 11/2/1988 الخاص بسندات المقارضة مع اصدار البنك الاسلامي للتنمية شهادات استثمار تمثل ملكية المستثمرين	مجمع الفقه الإسلامي	1988
اصدار فتوى تحريم السندات و اقتراح بديل لها و هو الصكوك أو السندات القائمة على المضاربة	مجمع الفقه الإسلامي	1990
اصدار شهادات مشاركة (شمم) و شهادات المشاركة الحكومة (شهادة) من طرف المصرف المركزي السوداني	المصرف المركزي السوداني	1999
اصدار فتوى بتحريم السندات	رابطة العالم الاسلامي(الجهة الذاتية المعتمدة بعد مجمع الفقه الاسلامي)	2002
اصدار المعيار 17 حول صكوك الاستثمار مع تحديد أنواعها و خصائصها و الأحكام و الضوابط التي تحكمها	هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية	2002
توضيح الأحكام و الضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الاجارة	مجمع الفقه الاسلامي	2004
قانون صكوك التمويل	السودان	2005
أكد على تطور و ازدهار معاملات التوريق الاسلامي (التصكيك) نتيجة تضاعف اصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف كما بين الصندوق تحديات الصكوك و دورها في تغيير المميزات الهيكلية للأوراق المالية التقليدية	صندوق النقد الدولي	2007
توضيح و شرح للمعيار 17 حول صكوك الاستثمار	هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية	2008

أكد على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية كما أكد على التحديات التي تواجه الصكوك مثل القوانين و الخلافات الفقهية	صندوق النقد الدولي	2008
متطلبات كفاية رأس مال الصكوك ووصف الصكوك و التعريف بها و توضيح المخاطر المختلفة و المتطلبات التشغيلية المتعلقة بالصكوك	مجلس الخدمات المالية الإسلامية	2009
قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بموجب قراره رقم 178(4/19) في دورته الثانية عشرة المنعقدة في الإمارات بمراقبة موضوع التوريق و التصكيك، وأحكامها، والتطبيقات المعاصرة لهما كما أصدر المجمع في ذات الدورة قراره رقم 181(19/7) حول وقف الصكوك وضوابطه وأحكامه الشرعية	مجمع الفقه الإسلامي	2009
قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم 30	الأردن	2012
أول إصدار صكوك لاستخدام وحدات النطاق العريض كأصل أساسي	الحكومة الماليزية	2013
الإصدار الأول من صكوك الفئة 2 المتوافقة مع بازل 3	مجمع الفقه الإسلامي	2014
أول إصدار للصكوك الخضراء	الحكومة الماليزية	2017

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على عدة مراجع منها مقال علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، نورها في التنمية، حجم إصدارها، بحث مقدم لورشة عمل أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية، تحديات تنمية ممارسات دولية) 18-19 جويلية 2010، عمان، الأردن، ص:12.

المطلب الثاني: مفهوم الصكوك الإسلامية و خصائصها

أولاً: مفهوم الصكوك الإسلامية

1- تعريف الصكوك لغة

الصكوك جمع صك، كفلس أو فلوس وتجمع أيضا على صكاك وأصك مثل بحر، وبحور وأبحر وبحار¹، وقد ورد المصطلح بكافة مشتقاته في قواميس ومعاجم اللغة.

والصك: عن كتاب وهو فارسي معرب، ومن معانيه، وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو وثيقة تتضمن إثبات حق سواء أكان مالا أو غيره²، وقد عرف المسلمون قديما الصكوك على صفة الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه، بأن يكتب فيها الانسان كذا وكذا من الطعام وغيره.

2- مفهوم الصكوك اصطلاحا

الصك في الاصطلاح هو ورقة مالية، والورقة المالية تطلق على الأسهم والسندات، وكل صك مستند له قيمة مالية³.

وتعرف الورقة المالية أيضا بأنها في الظاهر ورقة مطبوعة عليها بيانات منها اسم مصدرها وقيمتها الإسمية، ولكنها في الجوهر عبارة عن حق والتزام، لصاحبها الحق في الحصول على ما تغله من دخل وعلى ما لها من قيمة في نهاية مدتها، وعلى مصدرها الالتزام بدفع ذلك الدخل وتلك القيمة.

وقد جرى في اصطلاح الفكر المالي التقليدي إطلاق لفظ صك على الأوراق المالية عموما بما في ذلك الأسهم والسندات، كما جاء في المادة (9) من لائحة قانون سوق المال المصري رقم (95) لسنة 1992، لفظ "صكوك الأسهم وصكوك السندات" أي أن الصك يشمل السهم والسند وكل مستند له قيمة، لكن ليس ذلك شائعا، بل الشائع المشهور أن لكل منهما معنى يخصه، والفقهاء المعاصرون فضلوا استعمال لفظ الصكوك كبديل عن لفظ السندات .

¹ محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات 26-30 أبريل 2009، ص:1.

² أشرف محمد دوابه، مرجع سابق ذكره، ص:13.

³ محمد علي القرني بن عيد، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 27-28 ماي 2008، ص: 1.

وقد تعددت عبارات الباحثين والهيئات والمجالس في الاقتصاد المالي الإسلامي من حيث تحديد مفهوم الصكوك الإسلامية :

- فقد عرفها كل من مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره الخامس بشأن سندات المقارضة بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه .

- وعرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأن الصكوك جمع صك ويشار لها عادة (السندات الإسلامية) يمثل الصك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري.¹

- وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها اسم (صكوك الاستثمار)، تميزاً لها عن الأسهم والسندات بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

ويمكن توضيحها فمالي:

1- صكوك الاستثمار لها قيمة اسمية محددة: يقوم بتحديد القانون أو نشرة الإصدار²، أو مكتوبة في الصك عينه، مع تحديد العائد بنسبة شائعة من الربح يتم اتفاق الأطراف عليها.

2- تمثل وثائق متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة محددة ومسجلة عليها³، لأنها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك.

¹ متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، كوالالمبور، ماليزيا، يناير 2009، ص:3.

² على محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار: تأصيلها وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1 و2 مارس 2010، ص:11.

³ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص: 10.

3- تمثل ملكية حصة شائعة في الأصول: تمثل ملكية حاملها أو مالكيها حصصاً شائعة في أصولها لها دخل سواء كانت أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات.

4- صكوك الاستثمار قابلة للتداول من حيث المبدأ: حيث توجد أنواع من الصكوك قابلة للتداول، مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة، وأنواع غير قابلة للتداول، مثل صكوك البيوع والسلم، ويتم تداول الصكوك بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً وقانوناً، ويكون لمالك الصك الحق نقل ملكيته أو رهنه أو هبته أو نحو ذلك من التصرفات المالية من خلال شركات الوساطة المالية، من خلال الأسواق المالية أو ما في حكمها¹.

5- الصكوك تصدر وفق عقد شرعي: تصدر الصكوك الإسلامية وفق عقد شرعي حسب صيغ التمويل الإسلامي، فكل صيغة يقابلها نوع من الصكوك، وتختلف أنواع الصكوك باختلاف العقد أو الصيغة التمويلية وتحكمها أحكام وضوابط متعلقة بتلك الصيغة أو العقد كالمضاربة والمشاركة والسلم والاستصناع ويقاس على ذلك ما سواهم من العقود.

6- تحمل الأعباء وتبعات المترتبة على ملكية الأصول الممثلة في الصك: ويقصد بذلك، مجموع التكاليف والمصاريف المترتبة على ملكية الأصول المصككة، من أعيان ومنافع والتبعات المترتبة عنها، فهي تقع على حامل الصك وليس على المستفيد².

7- إتفاق الصكوك الاستثمارية مع أحكام الشريعة الإسلامية: ونعني بذلك خلو تعاملاتها من الربا، أي نشاطها حلال من الناحية الشرعية، أي لا تتعامل وفق عوائد مبنية على معدل الفائدة، وإلزامية استثمار رؤوس الأموال المجمعة من حصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك في إنشاء المشاريع استثمارية متوافقة مع مبادئ الشريعة السمحاء، وإن لم يتحقق ذلك فلا يجوز إصدارها ولا تداولها ولا الأرباح المحققة منها³.

8- صكوك الاستثمار تصدر من جهة مالكة: للأصول أو المنافع أو الحقوق، ترغب في تسهيلها أو تجميع حصيلتها للاستثمار، وليست للاقتراض.

¹ حناش إلياس وآخرون، الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية-عرض التجربة الماليزية، مجلة نماء للاقتصاد و التجارة، عدد خاص المجلد رقم1، الجزائر، أبريل 2018، ص:285.

² قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي قرار رقم 178(19/4) بشأن الصكوك الإسلامية(التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، 2009.

³ فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولية الشارقة، 2009، ص:20.

9- صكوك الاستثمار بديلة للسندات: حيث زاد اهتمام المتعاملين بالصكوك من شركات وحكومات، فهي بذلك تحل مكان السندات وتشكل البديل لها، ومع مرونتها وصلاحيتها للوساطة المالية، وتلبية الحاجات التمويلية المتزايدة، جعل منها تلعب أدواراً منها¹:

أ - أداة للتحكم في السياسة النقدية.

ب- أداة فعالة لتعامل البنوك الإسلامية مع البنوك المركزية.

ج- أداة فعالة لسد الحاجات التمويلية للحكومات وشركات بناء المشاريع بكافة أنواعها، كما تعتبر أداة استثمارية لاستقطاب فائض الأموال.

المطلب الثالث: المقارنة بين الصكوك الإسلامية و الأوراق المالية التقليدية

أصبحت الصكوك الإسلامية واقعا اقتصاديا حتما، فهي الجزء المكمل للأسهم والجنح الثاني للبورصة، تتفق مع الأوراق المالية التقليدية في بعض الأمور، وتختلف عنها في أمور أخرى، ونقصد بالأوراق المالية هذا الأسهم والسندات، وقد تم في اصطلاح الفكر المالي التقليدي إطلاق لفظ صك على الأوراق المالية عموما، إلا أن لكل منها معنى يخصه، وللوصول إلى مقارنة واضحة المعالم بين الصكوك الإسلامية، وغيرها من الأوراق المالية التقليدية لا بد من التعرف على ماهية كل من الأسهم والسندات.

أولاً: المقارنة بين الصكوك و الأسهم

تعتبر الأسهم الأداة الأساسية لتمويل و تكوين رأس مال شركات المساهمة، حيث يتم طرحها للاكتتاب العام ضمن اطار زمني محدد يعلن عنه مع الإصدار، وتمثل الأسهم وثائق ملكية الشركة، فحملة الأسهم هم ملاك الشركة المصدرة لتلك الأسهم والمحل المتعاقد عليه في بيع الأسهم، كما ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السابعة (1412هـ-1992م)، والذي عرف السهم على أنه الحصة الشائعة في أصول الشركة، وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة.

و تعرف الأسهم كذلك على أنها: "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في الأسواق المالية المنظمة والتي تمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتحول له بصفته حاملا للسهم، ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح"²

¹ حامد بن علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26ماي 2010، ص ص: 5-6.

² ربيعة بن زيد، الصكوك المالية الإسلامية ومخاطرها، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012 ص:16.

وتحدد قوى الطلب و العرض السعر المحدد في السوق ، المتأثر بالمعلومات عن الشركة، أما الأرباح الدورية المتحققة لحملة الأسهم تعتمد على معطيات نشاط الشركة، والمستثمرون يشترون الاسهم للحصول على ذلك الربح، وكذلك من خلال الاستفادة من تغيرات أسعار الأسهم بالزيادة، وكليهما يصعب توقعه بصورة دقيقة، مما يجعل أسعار الأسهم عرضة للتقلبات، ولهذا يعتبر الاستثمار في الأسهم عالي المخاطر.

و من خلال هذا العرض الموجز لمفهوم الأسهم ومقارنتها بخصائص الصكوك التي تطرقنا إليها في المطلب السابق، ترى بأن الصكوك والأسهم يتفقان في بعض الخصائص ويختلفان في خصائص أخرى يمكن إيجازها فيما يلي:

1-أوجه الشبه بين الصكوك الإسلامية و الأسهم

- أ- كلا من الصكوك والأسهم يمثلان ملكية الأصل حقيقي موجود مدر لعائد، صادر للمساهمة في مشروع مربح، حسب عدد الأسهم والصكوك المستثمرة.
- ب- يمثل كل منهما وثيقة إثبات لحصة مشتركة في أصول الشركة المصدرة للصكوك¹.
- ت- يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة المملوكة في صافي أصول الشركة أو المشروع الاستثماري وذلك في التسليم والقبض و الحيابة²، البيع، الشراء والتداول، أي الحرية الكاملة في التصرف.

2- أوجه الاختلاف

- أ- الصكوك ورقة مالية قليلة المخاطر تصدر مقابل أصل معين مقارنة بالأسهم ذات المخاطر العالية وما تعرفه من تقلبات في اليوم الواحد في الأسواق المالية نتيجة لأداء الشركة ككل.
- ب- تعتبر الصكوك أداة تمويل خارج الميزانية من جهة الشركة المصدرة لها، فحامل الصك ممول لهذه الشركة بحسب الأصل المصكك، بينما تمثل الأسهم لحصة ملكية شريك معلومة من رأس مال الشركة³.
- ج- لا تقتصر أسهم الشركات على مدة محددة حتى تبقى صالحة، بحيث حامل السهم يستوفي تنصبيه إلا بعد التصفية الكاملة للشركة، أما الصكوك فتقتصر على أجال معينة تسترجع في نهايتها بإطفاؤها⁴، واسترداد رأس مالها بحسب الصيغة المستعملة.

¹ عبد الله بن منيع، الصكوك الإسلامية: تجاوزا وتصحيحا، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقوم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص:6.

² فؤاد محمد أحمد محسين، مرجع سابق ذكره، ص: 17.

³ صافية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص:15.

⁴ عبد الله بن منيع، المرجع السابق، ص:7.

د- كما تختلف الصكوك عن الأسهم أن مالكو هذه الأخيرة، لهم القدرة التصويتية لانتخاب مجلس الإدارة الذي يهتم بمصالحهم ويقوم بالمشاركة في إدارة الشركة، أما حملة الصكوك فتتعدم هذه الميزة، فلا المشاركة ولا انتخاب، وإنما تلتزم الشركة المصدرة للصكوك بضمان حسن سير الإدارة وفق أحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية¹، وإن كان لحملة الصكوك الحق في بيعها إلى الغير تماما كما يحق لحامل السهم بيعه وتداوله في أسواق الأوراق المالية.

ثانيا : المقارنة بين الصكوك و السندات

1-تعريف السندات

يمكن تعريف السند أنه ورقة مالية قابلة للتداول، تمثل قرضا يدين بها حامل السند للشركة المصدر له، يعقد عن طريق الاكتتاب العام، تصدره الشركات، أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل السند دائنا للشركة، وليس شريكا فيها، ويعطى حملة السندات فائدة محددة يتقاضاها في مواعيد محددة².

2-أوجه الشبه بين الصكوك و السندات

تتشارك الصكوك والسندات في كون كل منهما أداة تمويلية، يمكن استخدام عند الحاجة إلى التمويل في جوانب متعددة، وقد تفيد التحكم في حجم السيولة النقدية بغية تحقيق استقرار اقتصادي³.

وفيما يلي نستعرض بإيجاز أهم نقاط الاتفاق بين الصكوك والسندات على النحو التالي:

- كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضها الأساسي هو التمويل.

- وجود قيمة اسمية لكل منهما هي قيمته الأصلية عند إصداره أول مرة، وقيمة سوقية تتحدد على أساس

العرض و الطلب.

- من خلالهما يمكن أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة¹.

¹ فؤاد محمد أحمد محسين، مرجع سابق ذكره، ص:17.

² أشرف محمد دوابه، مرجع سابق ذكره، 2009، ص:13.

³ حمزة الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية - عرض وتقويم- المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز

بجدة، 24-25 ماي 2010، ص: 04.

- تصنف الصكوك و السندات بشكل عام على أنها ضمن مجموعة الأوراق المالية ذات الاستقرار الكبير والمخاطر المتدنية.

3- أوجه الاختلاف بين الصكوك و السندات

و التي تتمثل في²:

1. السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المدين مصدر الصك لصالح حامل الصك فالعلاقة بينهما علاقة مدينية، وأما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة المشاركة وليست علاقة المدينية.

2. السندات تحدد لها فائدة ثابتة أو متغيرة من زمن إلى آخر، ولذلك صدرت قرارات المجامع الفقهية بحرمة السندات، لأن تلك الفائدة هي الربا المحرم، وأما صكوك الاستثمار فليست لها فائدة ثابتة أو متغيرة وإنما الأمر فيها إذا تحقق لها الربح فهي تأخذ نصيبها منه، وإذا خسرت الشركة فإن الموجودات التي يمثلها الصك الاستثماري قد قلت، أي أن الصك الاستثماري خاسر بنسبة نصيبه من الخسارة.

3. في تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الاستثماري فليس له الأولوية، وإنما تصرف له نسبه مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.

و الخلاصة أن الصك الاستثماري يتأثر بموجودات المشروع سلبي وإيجاباً، ربحاً وخسارة، في حين أن السند لا يتأثر بأي شيء، وإنما يأخذ صاحبه أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها. ولكن الصكوك اليوم من خلال مجموعة من العقود والإجراءات، ولا سيما الصكوك القائمة على الإجارة المنتهية بالتملك استطاعت أن تعطي مؤشراً لأرباح مناسبة.

ويمكن إيجاز الفرق بين الصكوك وكلا من الأسهم والسندات بالجدول التالي:

¹ صافية أحمد بوبكر، مرجع سابق ذكره، ص: 14.

² علي في الدين القرعة داغي، بيع الصكوك لحاملها - دراسة فقهية اقتصادية، ورقة مقدمة إلى ندوة مستقبل العمل المصري الإسلامي الرابعة المنعقدة، بفندق بارك حياة، جدة، يومي 13 و 14 ديسمبر 2014، ص ص: 40-64.

جدول رقم (2-2) : الفرق بين الصكوك و الأسهم والسندات

الأسهم	السندات	الصكوك	
حصة ملكية في الشركة	دين على المصدر	ليس ديناً على المصدر و إنما حصة ملكية غير مجزئة في الملكيات المحددة المدعومة بالموجودات أو القائمة بها أو المشاريع التجارية	الطبيعة
غير مطلوب	غير مطلوب	حد أدنى لنسبة معينة من الموجودات العينية	الموجودات
ملكية المطالبات على الشركة	مطالبة الدائنين على كيان الاقتراض و الامتيازات في بعض الحالات على الموجودات	ملكية المطالبات على الموجودات المحددة أو المشاريع التجارية	المطالبات
غير مضمونة	عموما السندات غير مضمونة الا في حالات مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن ضمان التزامات الديون و شهادات صندوق الأمانة	ضمان حقوق الملكية في الموجودات المعنية أو المشاريع بالاضافة الى أي هيكل لتعزيز الضمانات الاضافية	الأوراق المالية
غير مضمونين	مضمون من قبل المصدر	غير مضمون من قبل المصدر	المبلغ الأصلي و العائد
العائد على استثمار الأصول	سعر الفائدة	العائد من استثمار الأصول	مصدر العائد

الغرض	يجب اصدارها لأغراض التمويل المتفقة مع أحكام الشريعة	يمكن اصدارها لأي غرض	يمكن اصدارها لأي غرض
التداول في الأوراق المالية	للبيع في الملكية الخاصة في الموجودات و المشاريع	أداة بيع الدين	بيع الأسهم في الشركات
مسؤولية المالكين	المسؤولية عن واجبات محددة تتعلق بالموجودات المشروع يقتصر على مدى مشاركته في هذه المسألة	مالكو السندات لا توجد لديهم أي مسؤوليات بالنسبة لظروف المصدر	المسؤولية على شؤون الشركة تقتصر على مدى حصتها في الشركة
قابلية التداول	يعتمد على طبيعة الأصول	قابلية للتداول	قابلية للتداول
درجة المخاطرة	يعتمد على طبيعة الأصول	منخفضة	مرتفعة
المدة	مؤقتة	مؤقتة	غير مؤقتة

المصدر :

- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق ذكره، ص: 16.
- متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك و الإستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، ماليزيا يناير 2009، ص: 31.
- وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15 - 17 ماي 2005، ص: 921.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية و مخاطرها

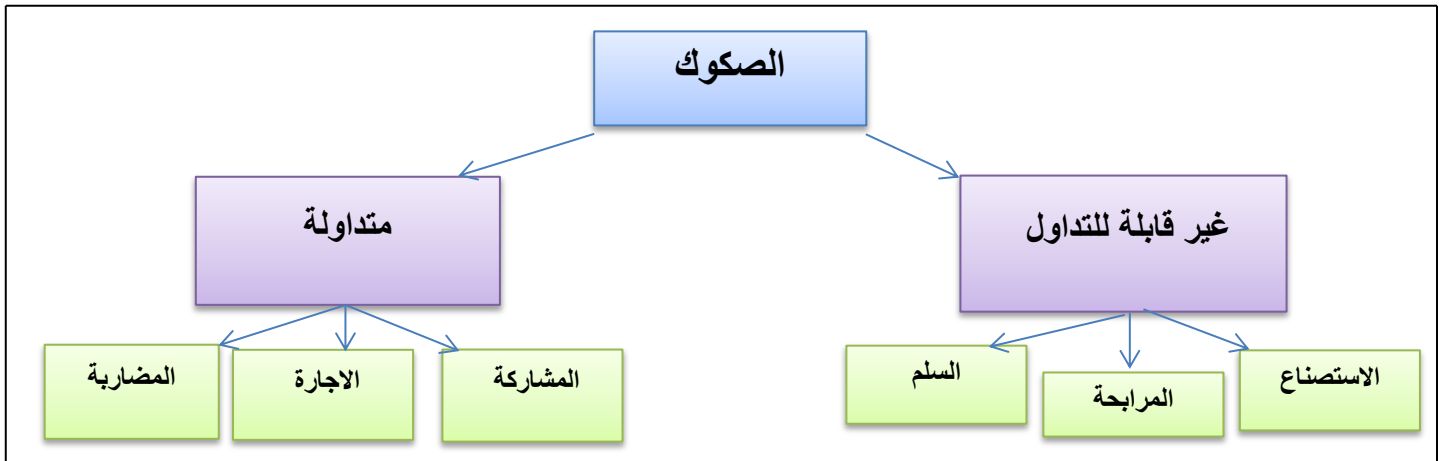
تزخر صناعة التمويل الإسلامي بتشكيلة متنوعة من الأدوات و المنتجات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي تؤدي دورا بارزا في توفير التمويل وإدارة السيولة، وتعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التمويلية الإسلامية التي تحقق هذا الغرض بفضل تنوع صدورها وأشكالها وفقا لكل غرض و غاية أصدر من أجلها، وبالرغم من أهمية هذه الأدوات الإسلامية على مستوى التمويل وتعبئة المدخرات إلا أن صناعة الصكوك تواجه العديد من المخاطر الائتمانية و التسويقية و التشغيلية، قد تؤثر عليها مستقبلا ما لم تراعى هذه المخاطر ضمن هيكلية الصكوك المصدرة.

المطلب الأول: أنواع الصكوك الإسلامية

أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعا من الصكوك الإسلامية¹، غير أن الصكوك الأكثر انتشارا وتطبيقا تتمثل في الأصناف التالية:

- الصكوك المتمثلة في موجودات الأعيان مثل صكوك المضاربة و المشاركة.
- الصكوك المتمثلة في المنافع مثل صكوك الإجارة.
- الصكوك المتمثلة في موجودات الديون مثل صكوك المرابحة و السلم والاستصناع.

الشكل رقم (2-1) : أنواع الصكوك المالية



المصدر: سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، حماه سوريا، مارس 2015 ص: 439.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم : 17 - صكوك الإستثمار -، مرجع سابق، ص: 240.

أولاً: صكوك المضاربة

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

كما تعرف بأنها الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المقررة بها وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المتحققة من المشروع المستمر فيه وحسب النسب المعلنة على الشيوخ المتبقية من الأرباح الصافية.

وهي تشبه صكوك المشاركة ولكن الاختلاف فيها إن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح والمضارب يحصل على الجزء الآخر، أما الخسارة التي لم تنجم عن تقصير أو تعد من المضارب فيتحملها حملة الصكوك فقط.²

ومن مميزات صكوك المضاربة كما نص عليها المجمع الفقهي في قراره رقم 30(5/4):

- قابليتها للتداول في سوق الأوراق المالية.

- يسترد صاحب السند قيمته تدريجياً من صافي أرباح الجهة المصدرة بحيث تخصص نسبة منها لإطفاء قيمة السند الأصلية، ولكن يجب أن يتم ذلك شرعاً حسب القيمة السوقية للسندات وليس القيمة الاسمية.

- يضمن طرف ثالث كالدولة رأس مال المكتتبين بحيث لا يتعرضون للخسارة، ويحصلون على أموالهم كاملة سواء ربح المشروع أو خسر في هذه السندات.

2- أنواع صكوك المضاربة

ويمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون التالي:³

1- صكوك المضاربة المطلقة، حيث إنها لا تكون مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب الحق في

استثمارها في أي مشروع.

2- صكوك المضاربة المقيدة: وتفيد هنا بمشروع معين كالاستثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع

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

² حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان - الأردن، 2011، ص: 127.

³ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق ذكره، ص: 131-132.

السيارات أو غيرها.

3- صكوك المضاربة المستمرة: وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله.

4- صكوك المضاربة المحدودة أو (المستردة بالتدرج): وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخا حيث يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

و تنطوي تحت هذا النوع كل أنواع الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف اسمها من سندات أو صكوك أو شهادات.

ثانياً: صكوك المشاركة

1- تعريفها: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة 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 المشاركة الشرعية أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنه، ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع في هذه الصكوك باعتبارهم مشاركين فيه، وتعد حصيلة الصكوك وحدها أو مع موجودات مالك المشروع القائم رأس مال المشروع، وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة رأس مال المشاركة ونوع النشاط وطبيعة المشروع موضوع المشاركة، وطريقة إدارة المشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيع هذه الأرباح، أما الخسارة في المشاركة فهي على قدر حصص الشركاء.¹

2- أنواع صكوك المشاركة

- **الأسهم التقليدية:** صكوك تثبت حقا في حصة شائعة لشخص في ملكية صافي أصول الشركة تعمل في إطار المباح شرعا، والحق في الحصول على حصة من الربح المتحقق مع مسؤولية محددة بمقدار السهم، ويشترط المساهمون في اتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية وبالتالي تشمل جميع أنواع الأسهم المباحة شرعا².

- **صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها:** ويكون ذلك بأن تطرح جهة الإصدار سواء كانت فردا أو مؤسسة أو شركة صكوكا بحصص متساوية تخصص لمشروع معين، وتشارك جهة الإصدار بنسبة معينة من رأس مال المشروع (كالنصف أو الربع مثلا) وبالتالي يكون الجميع شركاء بما فيهم مصدر الصكوك، على أن تتم إدارة المشروع من الجهة المصدرة للصكوك لقاء نسبة من الأرباح، وهذه الصكوك

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 240.

² أحمد اسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، رسالة ماجستير في الاقتصاد و المصارف الإسلامية، جامعة اليرموك الأردن، 2005، ص: 44.

بهذه الصورة تختلف عن الأسهم في عدة صور، من أهمها أن أصحابها لا يشتركون في إدارة المشروع بخلاف حملة الأسهم الذين يكونون مسيرين للمشروع هذا من جهة، ومن جهة أخرى هذه الصكوك عادة ما تكون محددة بمدة معينة وعليه لا تنطبق عليها مواصفات شركة المساهمة غير محددة بمدة معينة.

- **صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة جهة أخرى:** وهذا النوع مثل النوع السابق لكن إدارة المشروع المشتركة بين جهة الإصدار وحملة الصكوك تكون لجهة أخرى بنسبة من الأرباح.

- **صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع:** الأصل في إصدار أي نوع من الصكوك أن تكون لمدة محددة فإذا انتهت وجب استردادها، وهذا الاسترداد يتم إما من خلال توزيع ما في المشروع على أصحاب الصكوك بالتدرج أو خلال مدة زمنية محددة، أو من خلال تصفية المشروع وتنظيمه (أي بيعه وتحويله إلى نقد وسيولة)، حيث يأخذ كل صاحب حق حقه، أو من خلال تملك بعض الشركاء للمشروع وخروج البعض فيما يعرف بالصكوك المنتهية بالتمليك وعلى هذا الأساس يتم تصنيف صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع¹ وهي أنواع تتمثل فيما يلي:

- صكوك المشاركة الدائمة أو المستمرة.

- صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة.

ثالثاً: صكوك الإيجار

1- تعريفها: تعددت تعريف صكوك الإيجار فهي تلك "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"²، كما جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 137(3/15) بشأن صكوك الإجارة³، أن فكرة صكوك الإجارة تقوم على مبدأ تصكيك الأصول أو المنافع أو الخدمات، الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري قائم أو سيتم إنجازه يدر دخلاً، بتحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بما عقد الإجارة إلى أوراق مالية يمكن أن تحري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية، وعلى ذلك عرفت بأنها "صكوك ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل.

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق، 2009، ص: 98.

² سامر مظهر قنطججي، مرجع سابق ذكره، ص: 360.

³ قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، القرار رقم: 137 (15/3) بشأن صكوك الإجارة.

2- أنواع صكوك الإيجار

تتنوع صكوك الإيجار الى عدة أنواع نذكر منها¹:

- **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** هي "وثائق متساوية القيمة، يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي يتوب عن المالك، بغرض بيعها واستفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها"، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

- **صكوك ملكية المنافع:** وهي بدورها تنقسم إلى نوعين:

1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: "وثائق متساوية القيمة يصدرها المالك لعين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستفاء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها"، وتصبح منفعة الأصل مملوكة لحملة الصكوك.

2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها بغرض إحارة أعيان موصوفة في الذمة واستفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها"، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك .

- **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** هي "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم جامعة مسماة) واستفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها"، وتصبح الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

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

رابعاً: صكوك المرابحة

تعريفها: يقصد من إصدار صكوك المرابحة هو "تمويل عقد بيع سلعة مرابحة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مرابحة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم حصيلة الصكوك في تملك البضاعة مرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة"، وتصدر عادة من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية الضخمة أو شراء سلعة التي

¹ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الدولية، سطيف، 2013، ص:90.

لا تطبق موارد الشركة العادية تمويلها¹، وبذلك جني عائد من وراء حملة الصكوك المتمثل في الفرق بين سعر الشراء والبيع.

فصكوك المربحة كما جاء تعريفها من قبل هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة، وتصبح سلعة المربحة مملوكة لحملة الصكوك"².

وقد طرحت فكرة صكوك المربحة من طرف الدكتور سامي حمود، لأول مرة في ندوة البركة الثانية بتونس سنة 1984 حيث قال: "بيع المربحة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية، باعتبار أن بيع المربحة بعد أن يتم يمكن فيه تماما معرفة الربح، وموعد تحقيقه، ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى من الأيام. وان كانت ديون بحد ذاتها لا تباع إلا مثلا بمثل، فان هذه الديون إذا كانت جزء من الموجودات مختلطة مع النقود والأعيان، فإنها تصبح قابلة للبيع"³.

و من أهم مميزات صكوك المربحة ما يلي:

- إشباع حاجات الأفراد من السلع و غيرها من الحاجيات.
- فتح أبواب ملائمة للاستثمار وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين.
- تنشيط التجارة الداخلية على أساس شرعي.
- دعم الصناعة الوطنية والقطاعات الاقتصادية المختلفة من زراعة و خدمات... إلخ.

خامسا: صكوك السلم

تعريفها: تعرف صكوك السلم على أنها أداة مالية تمثل أصولا متساوية القيمة، يصدرها البنك ويدعو المستثمرين للاكتتاب بها، حيث يقوم البنك بشراء سلع سيتم استلامها في المستقبل وذلك باستخدام حصيلة الاكتتاب ويقوم بالدفع عاجلا والاستلام أجلا، حيث أنه عند استلام السلع المشتراة يقوم بإعادة بيعها

¹ فؤاد محمد أحمد حسين، مرجع سابق ذكره، ص:28.

² المعايير الشرعية هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010 ، ص:239.

³ أحمد اسحاق الأمين حامد، مرجع سابق ذكره، ص:46.

والأرباح المتحققة من ذلك يتم اقتسامها بين المكتبين والمصرف وفقا للأسس المثبتة في نشرة الإصدار الخاصة بذلك.¹

لصكوك السلم العديد من المزايا نذكر منها ما يلي:²

- توفير موارد مالية عاجلة لاشتراط تعجيل قبض رأس المال في مجلس العقد مع جواز التأجير اليسير.
- صكوك الدلم لا تتداول لأنه لا يجوز بيع المسلم فيه قبل قبضه.
- يحمي المشتري من ارتفاع أسعار السلع.
- يوفر للبائع فرصة مبكرة لتسويق السلعة.
- يجري في المواد أو المزروعات أو المصنوعات، وكل ما يجوز بيعه، ويمكن ضبط صفاته.
- لا مانع شرعا من جواز الكفيل أو الرهن للمشتري.
- من التيسير فيه جواز مبادلة المسلم فيه بشيء آخر غير النقود، يعد حلول الأجل بشرط أن يكون البديل صالح لأن يجعل مسلم فيه برأس مال السلم.
- يصلح لتمويل الحرفيين وصغار المنتجين بإمدادهم بمستلزمات الإنتاج (آلات ومعدات ومواد أولية) مقابل الحصول على بعض منتجاتهم وإعادة تسويقها.
- توفر التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال بما يتلاءم مع الأحكام الشرعية.
- تعتبر أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات و الشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري فمن خلال ثمن بيع البضاعة الآجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج.

سادسا: صكوك الاستصناع

تعريفها: وهي صكوك منبثقة عن عملية قائمة على عقد الإستصناع، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال العملية، إذ يكون هنا رأس مال الإستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك، ويتم

¹ أحمد سفر، المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005، ص: 144.

² عبد الحميد محمود البعلي، دور المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في الإصلاح الاقتصادي، بدون دار نشر، الكويت، 2010م، ص: 22.

إصدار هذه الصكوك وفق آلية معينة¹، ويمكن استخدام إمكانيات هذا العقد في إنشاء صكوك أو أوراق مالية ترتبط بعقد الاستصناع وفقاً للضوابط التالية²:

- المصدر لصكوك الاستصناع هو الصانع (البائع) و المكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المشروع، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد.

- و تتحدد أجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة للتصنيع و قبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

- يستحق حملة الصكوك ثمن العين المصنعة، ويتمثل الريح بالنسبة لهم في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن الاستصناع الموازي، و ثمن الاستصناع .

- يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع وحتى يستلم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع على أساس أن هذه الصكوك تمثل موجودات مملوكة لحملة الصكوك أثناء فترة تصنيع الأصل، أما بعد تسليم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع في مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط، فإن تداول هذه الصكوك يخضع للضوابط التصرف في الديون.

المطلب الثاني: أهمية و أهداف الصكوك الإسلامية

أولاً: أهمية الصكوك الإسلامية

إن صكوك الاستثمار الشرعية بأشكالها المختلفة تقدم مساهمات إيجابية من شأنها تعزيز التنمية الاقتصادية، والدفع بعملية الاقتصاد إلى الأمام، لذلك نجد أن الاهتمام بتطوير وتسويق الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى فوائد اقتصادية عديدة منها على سبيل المثال³:

¹ عبد الحميد بوشرمة و آخرون، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية، مجلة نماء للاقتصاد و التجارة، عدد خاص، المجلد 01، افريل 2018 ص:93.

² المعايير الشرعية، مرجع سابق ذكره، ص: 320.

³ العديد من المراجع و أهمها:

- وليد خالد الشايجي، مرجع سابق ذكره ، ص ص: 926-927.

-عبد علي الجارحي و عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقويم، جامعة الملك

عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص ص: 8-9.

-عبد الملك منصور، مرجع سبق ذكره، ص ص: 29-30.

- الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب لشركات المساهمة بصورة تجذب العديد من فئات المجتمع المعزولة عن التنمية والبناء خوفا من الوقوع في الحرام للمشاركة المشروعة.
- إمكانية التوسع الأفقي في استخدام صكوك الاستثمار الشرعية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية وذلك بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الأعمار والتقدم المنشود.
- إيجاد الإطار الملائم لإدارة السيولة الفائضة لدى البنوك الإسلامية.
- تهيئة المناخ لقيام سوق أوراق مالية إسلامية وما سيتبع ذلك من اجتذاب للأموال الباحثة عن الاستثمار الحلال ولاسيما أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة إلى خارج البلاد الإسلامية.
- إمكانية الوصول بفكرة الاستثمار الشرعي إلى مستوى التداول العالمي، حيث يصبح العالم الكبير البلد الواحد في الانتقال وترابط المصالح.
- تعتبر الصكوك الاستثمار الشرعية إحدى أدوات معالجة الموازنة العامة الفعالة والتي يمكن أن تعتبر بديلا شرعيا ناجحا في تمويل عجز الموازنة في كثير من الدول الإسلامية التي تلجأ إلى الاقتراض بالربا من خلال طرح السندات الحكومية (سندات الخزينة).
- للصكوك أهمية بالغة في توزيع الدخل والثروة لصالح الفئات الفقيرة وبالتالي تحقيق العدل والمساواة.
- تدفق التوازن مصالح أصحاب الأموال ومصالح المستثمرين، بحيث لا تتيح لإحدى الفئتين استغلال الأخرى.
- تساعد الصكوك الإسلامية على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظريا وعمليا، أما نظريا فهي استكمال الحلقات الاقتصادية بجانب البنوك وشركات التأمين الإسلامية، أما عمليا فإن وجود هذه الأدوات تساعد على رفع الحرج الديني عن المستثمرين.

ثانيا: أهداف الصكوك الإسلامية

تتمثل الأهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:

- المساهمة في جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.¹

- تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية الحكومية والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل.²

- تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك حيث أنها تتطلب تصنيف ائتماني مرتفع.

كما أن هنالك دوافع وراء عملية التصكيك تعود على المؤسسات المصدرة للصكوك بالعديد من المزايا أهمها³:

- زيادة السيولة: إذ توفر السيولة لمالكي الأصول خاصة التي لا توجد لها سوق نشطة لبيعها أو لأن أجل استحقاقها طويلة.

- تنويع مصادر التمويل: أي توسيع قاعدة المستثمرين، بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط لغرض الحصول على أصول جديدة، وتعمل على المواجهة بين أجال الأصول والالتزامات للحد من المخاطر.

- تقليل مخاطر الائتمان: فمن المعلوم أن الشركة التي تريد تصكيك بعض أصولها لا تكون مسؤولة عن الوفاء لحملة الصكوك، لأن التصكيك عملية بيع حقيقي للأصول إلى الشركة المخصصة لها، وبذلك نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير.

- الدمج بين أسواق الائتمان و أسواق رأس المال: إن عملية التصكيك تؤدي إلى تنشيط سوق الائتمان وسوق رأس المال، وذلك من خلال تناول الصكوك التي تصدر عن الأصول المراد تبديلها في الأسواق المالية.

- يعد مصدرا تمويليا من خارج الميزانية: أن عملية تصكيك أصول الشركة المنشئ يخفي رصيد الأصول من الميزانية العمومية، لأنه تم بيع الأصول إلى الشركة المتخصصة، ومن ثم يحل محلها ثمنها الذي تدفعه

¹ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية للبحرين، مجلة الباحث، العدد 09، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2011، ص: 255.

² أشرف دوابة، مرجع سابق ذكره، ص: 27.

³ زياد جلال الدماغ، مرجع سابق ذكره، ص: 64.

إليها الشركة المتخصصة، وفي نفس الوقت يخفض قيمة مجمع الاستهلاك، وهذا يؤدي إلى ارتفاع قيمة الأصول في ميزانية الشركة المنشئة ويزيد من قيمة معدل كفاية رأس المال هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى إن أي شركة لديها دين على الغير تستقطع من إيراداتها قيمة معينة لتكوين ما يسمى مخصص الديون المشكوك في تحصيلها وهذا بدوره يقلل من صافي أرباح الشركة، ولكن عند استخدام عملية التصكيك سوف يلغي رصيد مخصص الديون المشكوك في تحصيلها، وترد إلى أرباح الشركة، ومن ثم زيادة أرباحها.

المطلب الثالث: مخاطر الصكوك و اليات معالجتها

بعد الحديث عن كل الجوانب المتعلقة بالصكوك من تعاريف، أنواع، خصائص وغيرها، يمكن استنتاج أهم المخاطر واليات معالجتها.

أولاً: مخاطر الصكوك

تتعرض الصكوك الإسلامية بالرغم من توافرها مع أحكام الشريعة الإسلامية إلى العديد من المخاطر والعقبات التي تعمل الهيئات الشرعية جاهدة على مواجهتها وإدارتها للحد من تأثيراتها السلبية على مستوى الوحدات الاقتصادية المحلية.

1- تعريف المخاطر:

تعرف المخاطر على أنها إمكانية الحصول على عائد مختلف عن العائد المتوقع، والتي تعني ببساطة بأن هناك تقلباً في عوائد الاستثمار، وكذلك هي درجة تقلب العوائد في المستقبل.¹

2- أنواع المخاطر:

- المخاطر الغير منتظمة (المخاطر الخاصة):

وهي المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل عام، وإنما يتأثر بها بعض الأوراق المالية بسبب عوامل معينة، ونستطيع تجنبها عكس المخاطر المنتظمة التي يصعب تجنبها وصعوبة إدارتها، كما يطلق عليها المخاطر الخاصة.²

¹ فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن، إدارة البنوك: مدخل كمي و استراتيجي معاصر، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص ص: 166-165.

² زياد جلال الدماغ، مرجع سابق ذكره، ص: 4.

- المخاطر المنتظمة (العامة):

هي المخاطر المتعلقة بالنظام ككل، فتأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في سوق الأوراق المالية.

وتتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

أ- مخاطر السوق:

تعتبر الأدوات المالية والأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الاقتصادية كلية أو نتيجة لأحوال المنشآت الاقتصادية¹، وهي تؤثر على الصكوك الإسلامية لأنها تتداول في السوق وتتأثر به وسعرها يحدد في السوق، وكذلك الأمر بالنسبة الموجودات والأصول المتمثلة في الأعيان والمنافع التي تكون مرتبطة بالصكوك فهي كذلك تتأثر بالسوق وعوامل العرض والطلب فيه... الخ.

ب- مخاطر سعر الصرف:

تنشأ مخاطر سعر الصرف نتيجة تقلبات أسعار صرف العملات وذلك نتيجة التبادلات بين الوحدات الاقتصادية المحلية والأجنبية، كما أن مخاطر سعر الصرف قد تظهر أيضا عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت الشركة المصدرة للصكوك لديها التزامات بعملات أخرى.²

ج- مخاطر سعر الفائدة:

تنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فإنه كلما ارتفعت مستويات الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة.

وبالرغم من أن الصكوك الإسلامية لا تتعامل بالفائدة إلا أنها بطريقة غير مباشرة تتأثر بمخاطر أسعار الفائدة، باعتبار أن هذا الأخير يقوم عليه النظام المصرفي في غالبية الدول الإسلامية فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية خاصة إذا لم يكن للوازع الديني دور في توجيه المستثمرين¹.

¹ لحو بخاري ووليد العايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011 ص:9.

² نفس المرجع السابق، ص:10.

د- مخاطر أسعار الأوراق المالية:

تنشأ هذه المخاطر نتيجة التقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية، سواء كانت نتيجة عوامل حقيقية، أو نتيجة للأعمال الغير أخلاقية، كالإشاعات، الاحتيال والمقامرة، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية².

بالإضافة إلى هذه المخاطر توجد أخرى خاصة بالصكوك الإسلامية تتمثل في :

➤ **مخاطر مصدري الصكوك:** كما تعلم أن مصدر الصك قد يكون فردا، شركة أو حكومة، وهو المتصرف الوحيد في المشروع والموجودات المتعلقة بالصكوك، حيث أن حملة هذه الأخيرة لا يتدخلون في القرارات المتعلقة بمصدري الصكوك والمشروع، ولا شيء يقيدهم إلا الأحكام المتعلقة بالعقود التمويلية التي أصدرت على أساسها الصكوك، إضافة إلى شروط نشرة الإصدار لذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب، ولتجنب هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك حسن اختيار مصدري الصكوك من ذوي الخبرة الاستثمارية³.

➤ **مخاطر تصكيك الذمم المقبولة شرعا يواجه المستثمرون خطرين هما⁴:**

1- خطر التأخر في العقد: هذا الخطر يحدث إذا توقع حملة الصكوك أن العوائد التي توزع عليهم ستتأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فتقل ثقتهم في صفقات التصكيك بكاملها.

2- خطر العجز عن الوفاء: وهذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز هذا الأخير عن السداد بسبب تعثره المالي أو إفلاسه.

➤ **مخاطر تصكيك الأصول العينية:** هناك مخاطر في تصكيك الأصول العينية، تكمن في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، التي تم تحديدها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين في أن الصكوك ولتجنب هذه المخاطر يجب التدقيق والمحاسبة بشكل كبير⁵.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 9.

² أشرف محمد دوابه، مرجع سابق ذكره، ص: 14.

³ زياد جلال الدماغ، مرجع سابق ذكره، ص: 5-6.

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 6.

⁵ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق ذكره، ص: 20.

➤ **المخاطر التشغيلية:** من المعلوم أن الصكوك قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الصكوك، لذا فإن المخاطر التشغيلية المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة، لذلك يجب أن تدرس بعناية.¹

➤ **المخاطر القانونية:** هناك الكثير من المخاطر التي تحيط بالصكوك الإسلامية، نظرا لأن النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في كثير من الدول هي أنظمة وضعية وتقليدية، مما يجعل الكثير من موادها لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، لذلك لا بد من مراعاة البيئة التشريعية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.²

➤ **مخاطر مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية:** هذه المخاطر متعلقة بالصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية التي تحكم التعامل بها، وإذا تم استعمال أحوال الصكوك في المحرمات سواء أكانت لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها كالزبان | القمار، الغش والغرر... الخ³ وهذه المخالفات الشرعية تحدث أضرار جسيمة، لذلك يتعين على المؤسسات المالية الإسلامية تعيين هيئات رقابة شرعية للإشراف على جميع خطوات التعامل بالصكوك.

➤ **مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:** هناك مخاطر خاصة بصيغ التمويل الإسلامي، المتمثلة فيما يلي⁴:

1- **مخاطر صكوك المضاربة:** تتمثل مثلا في سوء الأمانة وكفاءة الشريك المضارب، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وكذا صعوبة التدقيق والتصفية.

2- **مخاطر صكوك المشاركة:** مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة وكذلك صعوبة التدقيق والمراجعة عند التصفية.

3- **مخاطر صكوك الإجارة:** تتمثل هذه المخاطر في ارتفاع نسبة التضخم مقرونة بطول فترة السداد، وكذلك مشاكل الصيانة للعين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها... الخ.

¹ العجيلي سامي زميم، إستراتيجيات الهندسة المالية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية الإسلامية)، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 4، العدد 1، يونيو 2016، ص: 17.

² أبو بكر، صفية أحمد، مرجع سابق ذكره، ص: 17.

³ أشرف محمد دوابه، مرجع سابق ذكره، ص: 15.

⁴ زياد جلال الدماغ، مرجع سابق ذكره، ص: 7-8.

4- مخاطر صكوك الاستصناع: مثلا مخاطر التخزين ويطلق عليها المخاطر الزمنية، أو عدم سداد الأقساط واختلاف مواصفات الأصل المصنع بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد التصنيع.

5- مخاطر صكوك البيوع: تتمثل في تأخير دفع الأقساط، أو هلاك السلعة قبل التسليم، لأن المتابعة هنا تخضع على عاتق البنك.

ثانيا: آليات ادارة المخاطر و طرق معالجتها

توجد طرق وآليات تقليدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وأخرى شرعية للتعامل مع المخاطر التي قد تتعرض لها الصكوك الإسلامية، وسنحاول من خلال ما يلي استعراض بعض هذه الآليات التي قد تكون فعالة في عملية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

1- تكوين هيئة حملة الصكوك:

تتفق النظم القانونية على تكوين هيئة من مجموع حملة الصكوك المكتتب به في كل إصدار، لغرض الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، واتخاذ التدابير والإجراءات اللازمة لصيانة وحماية تلك الحقوق وكذلك يمكن تسجيل هذه الهيئة كشركة غير ربحية أو كجمعية مستقلة، وهذا لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية¹.

2- دراسة الجدوى:

تعد دراسة الجدوى أهم عامل في تقليل وخفض المخاطر التي يتعرض لها المشروع، وتكون من خلال الدراسات التي تسبق المشروع الاستثماري من جميع أبعاده الشرعية، الاقتصادية، والاجتماعية التقييم العوائد المتوقعة والتقليل من المخاطر الاقتصادية من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات ذات الربحية، علاوة على الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد.²

3- الضمانات:

تتعدد أنواع الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أهم هذه الضمانات ما يلي :

¹ المرجع السابق، ص:9.

² محمد نور الدين سيد، دور التمويل الإسلامي في تمويل البنية التحتية في مصر (دراسة ميدانية مقارنة)، رسالة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين الشمال، جمهورية مصر، 2015م، ص:46.

أ- الكفالة:

هي أداة من أدوات تقليل المخاطر، وفيها يلتزم طرف، بتحمل عبء من طرف آخر معلوم لديه وتهم الكفالة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية، ومخاطر الأصول وعوائدها.

ب- الرهن :

يعد الرهن آلية من آليات الحماية ضد المخاطر، خاصة المخاطر الائتمانية وفيها يكون من حق الدائن أن يشترط على المدين تقويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء¹

ج- ضمان طرف ثالث:

يقصد به وجود طرف ثالث غير طرفي العقد، يضمن ما يحصل من نقص أو خسارة في مشروع معين تم تمويله بحصيلة الصكوك، وهذا الضمان هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الإسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان دينه فإذا كان من المتفق عليه شرعا أنه لا يجوز للجهة المصدرة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة أن تضمن القيمة الاسمية لحاملها لأن هذا من قبيل ضمان رأس المال لذلك فالشريعة الإسلامية لا تمنع أن يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الإسمية لصكوك المضاربة، وحتى لو كان ناشئا عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي، أما التعهد فهو التزام عقدي مشروع أيضا.²

4- التأمين الإسلامي :

يعتبر التأمين الإسلامي من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلاع الأصول.

لذلك يعتبر عقد التأمين من العقود المستحدثة التي لم يكن لها وجود في الفقه الإسلامي، ولا يجوز الاعتماد على التأمين التجاري في التأمين ضد المخاطر، وإنما الاستفادة من شركات التأمين التعاوني والتي

¹ هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 5 -الضمانات-، البحرين، 2007م، ص:57.

² أبو غدة عبد الستار، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 25-27 سبتمبر 2004م، ص:15.

تقوم بشكل عام على فكرة مفادها أن توزع المخاطر على مجموعة من الأفراد بدلا من ترك المخاطر يتحملها فرد وحده، وفي ظل تواجد شركات التأمين التعاوني، على الجهات المصدرة للصكوك أن تشترك في هذا النوع من المؤسسات، ولا يختلف الأمر بالنسبة للصكوك الحكومية.¹

5- الاحتياطات:

تعتبر آلية تكوين الاحتياطات من الآليات التي تصلح للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية وتكوين تلك الاحتياطات مرتبط بتحقيق الأرباح، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك.²

6- التحوط:

ويقصد بالتحوط هو "الإجراءات التي تتخذ لحماية المال من التقلب الغير متوقع والغير مرغوب".³

7- التنويع:

وتقوم فكرة التنويع على توزيع و تنويع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر، دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد، والهدف الرئيسي للتنويع في الاستثمار هو التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد المتوقع، وتوجد أشكال مختلفة للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق، والتنويع القطاعي، والتنويع الدولي.⁴

المبحث الثالث: آليات اصدار الصكوك الاسلامية وضوابطها

تتضمن عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية إجراءات فنية وضوابط شرعية تبدأ منذ الإعلان عن الاكتتاب فيه، ثم ترافق عمليات التداول من البيع والشراء، وتستمر حتى إطفاء الصكوك وانتهاء أجلها، وهذه

¹ أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، العدد 153، القاهرة، 2014م، ص: 13، تاريخ الاطلاع 2021/05/18 على الساعة 40: 18، متاحة على الرابط: <https://almuslimuaser.org/author/ahmed-gaber-badran>

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 11: الاحتياطات، البحرين، 2007م، ص: 396.

³ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المشتقات المالية الإسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد 11، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1999، ص: 57.

⁴ محمد نور الدين سيد، مرجع سابق ذكره، ص: 47.

الضوابط والإجراءات لابد من القيام بها لضمان عدم انحراف الصكوك في أي مرحلة من مراحلها عن الهدف التي وجدت من أجله، وهو تحقيق الجدوى الاقتصادية المرجوة منها.

المطلب الأول: مراحل إصدار الصكوك الإسلامية (التصكيك)

قبل التطرق لمراحل إصدار الصكوك لابد من التعرف على مصطلح ما يسمى بالتصكيك والذي يطلق عليه البعض مصطلح التوريق الإسلامي.

أولاً: مفهوم التصكيك

- اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بعمليات التصكيك، وذلك لسببين رئيسين هما¹:
- كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات ، وهي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المداينة والفائدة المحرمة.
 - كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون، وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل.

تأسيساً على ما سبق يمكن تعريف التصكيك كالاتي:

"هو تحويل أموال منقولة أو غير منقولة محددة إلى أداة مالية محددة مفصولة الذمة، ومحددة المدة، ذات عائد معين ولها وصف محدد"².

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي من خلال قراره (3/15)137 التصكيك بأنه³:

" يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً".

وإجمالاً يمكن تعريف التصكيك على أنه: " هو عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى

¹ فتح الرحمن على محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة المنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008، ص: 2.

² الخياط، عبد العزيز، نظرية العقد والخيارات في الفقه الإسلامي، عمان، الأردن: المعهد العربي للدراسات الإسلامية، 1998م، ص: 243.

³ على محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق وتطبيقاتها المعاصرة)، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009، ص: 2.

صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المشتقة لها وقابلة للتداول في سوق الأوراق المالية شريطة أن يكون محلها غالباً أعياناً، وذات أجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر¹.

ثانياً: أطراف عملية التصكيك

و يشترط في آلية إصدار (التصكيك) الأطراف التالية²:

- 1- منشئ الإصدار: وهو الجهة المتمولة (فرد، مصرف، حكومة) التي تتعهد باستخدام حصيلة الاكتتاب في مشروع استثماري معين، وقد يقوم المنشئ بإدارة مشروعه بنفسه أو يعهد بالإدارة إلى مدير الاستثمار.
- 2- مدير الاستثمار: الجهة المعنية بتنفيذ الاستثمار بحسب مقتضى نشرة الإصدار بتكليف من المنشئ إن لم يكن مستعداً لتنفيذ الاستثمار بنفسه.
- 3- وكيل الإصدار: شركة ذات الغرض الخاص Special Purpose Vehicle، تتوكل عن المنشئ في عملية الإصدار وإدارتها مقابل أجر، ولا يسوغ تصورهما على غير هذا النحو كما ورد في بعض تطبيقات التصكيك وتجاربه في العالم الإسلامي.
- 4- مدير الإصدار: مؤسسة وسيطة تتوكل عن حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار ومراقبته مقابل أجر.
- 5- أمين الاستثمار: مؤسسة مالية وسيطة تتوكل عن حملة الصكوك في حفظ وثائقهم وضماناتهم ورقابة عملية إدارة الاستثمار مقابل أجر.

ثالثاً: إجراءات إصدار الصكوك

أولاً - مرحلة إصدار الصكوك: وتتم هذه المرحلة عبر الخطوات التالية:

- الخطوة الأولى:

تعين الشركة المنشئة للأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى شركة ذات الغرض الخاص SPV حيث تعتبر

¹ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010، ص: 2.

² عبد الجبار السبهاني، التصكيك و الصكوك الإسلامية، تاريخ الاطلاع 2021/04/10 على الساعة 20: 19، على الرابط :

كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقا للشروط والإجراءات الخاصة، كما يتعين في هذه المرحلة بالذات، مراعاة و معرفة نوع الصكوك من حيث ارتباطها بأصول حقيقية أم لا، ومن جهة أخرى معرفة انفصال هذه الأصول عن المنشئ.

- الخطوة الثانية:

وذلك بتصكيك الأصول ثم بيعها، حيث تتكفل شركة ذات الغرض الخاص SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تقارب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

ثانيا - مرحلة إدارة محفظة الصكوك:

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة ذات الغرض الخاص SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والمداخيل الدورية الناتجة عن الأصول المصككة وتوزيعها على المستثمرين (حملة الصكوك)، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة¹.

ثالثا- مرحلة إطفاء الصكوك:

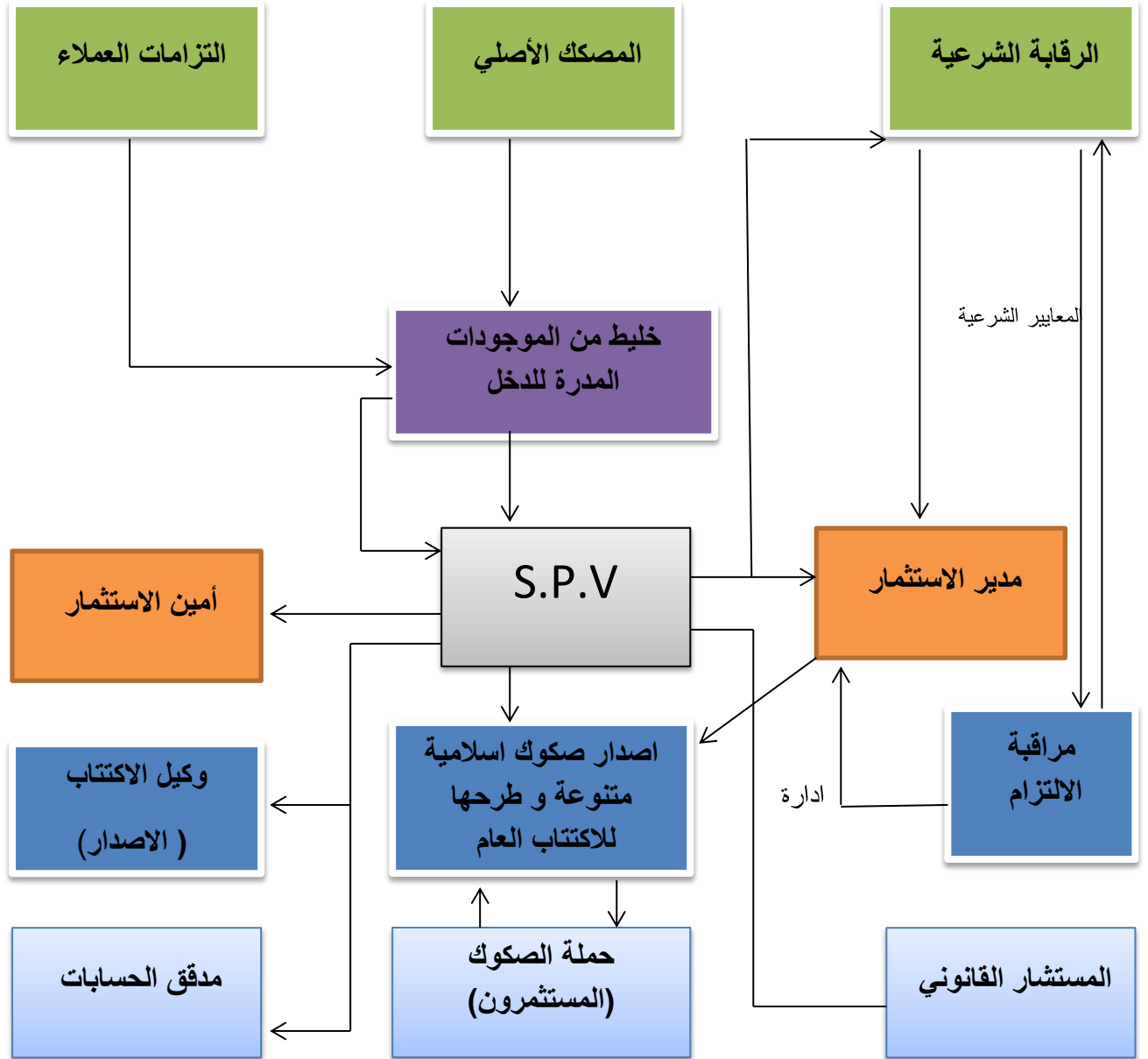
يتم ذلك بدفع قيمة الصكوك الاسمية المتفق عليها في التواريخ المحددة في نشرة الإصدار².

و الشكل الموالي يمثل شرح مفصل لإجراءات عملية التصكيك و الأطراف المشكلة له :

¹ علاء الدين زعتري، مرجع سابق ذكره، ص: 27.

² Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, **An introduction to Islamic finance, theory and practice-** John Wiley & Sons, Singapore, 2007, p:178-180.

الشكل (2-2): نموذج تنظيم عملية التصكيك



المصدر: فؤاد محمد أحمد محمدين، الصكوك الإسلامية (التوريق وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها)، بحث مقدم إلى الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي المنعقد في إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 26-30 أبريل 2009، ص:44.

المطلب الثاني: أسس ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية و تداولها

أولاً : أسس إصدار الصكوك الإسلامية

يمكن تلخيص أهم أسس وقواعد عملية إصدار الصكوك في:

1-تداول الأموال مقصد شرعي:

والمعني هنا هو دوران المال من يد إلى يد بين الناس بوجه حق، من خلال قنوات مقبولة شرعا وتتجسد في عملية إصدار الصكوك بما يوافق العقود المشروعة مثل صكوك المساقاة، المزارعة والمضاربة... الخ وما شرعت هذه العقود إلا لمصالح العباد، ودفع حوائجهم¹.

2-العقود الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية:

إن المبادئ والعقود الشرعية في المعاملات توفر إمكانية كبيرة لإنتاج وخلق أدوات مالية إسلامية متنوعة وهذا بدوره يؤدي إلى التوسع في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، والقاعدة الشرعية التي بنيت عليها هذه العقود بأن الأصل في المعاملات هو الإباحة، وتوسع الشريعة في سبل النقاء وتزواج عنصرَي المال والعمل، ورغم تعدد الهيكل التمويلي الإسلامي على أدوات تمويل كبيرة، إلا أنه لا ينقص من أهمية أي من تلك الأدوات فكل منها أهميتها ومكانتها، وهذا بعكس نظام التمويل بالفائدة المتمحور حول أداة مالية واحدة.²

3- تحريم الربا والغرر والمقامرة:

تحرم الشريعة في المعاملات الربا والغرر والمقامرة والضرر، والمقصد هنا أن الصكوك المالية الإسلامية تخلو من الربا لأنها وثائق ملكية في موجودات، أعيان أو منافع وديون مختلطة، والغالب فيها الأعيان، بخلاف السندات بالفائدة، فهي من الربا المحرم.³

4- منع الاحتكار والمضاربات:

تحرم الشريعة الضرر بالغير، سواء كان هذا الضرر في المال أو في النفس، لذلك فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية يستبعد الاتجاهات الاحتكارية والمضاربات والممارسات غير المشروعة.⁴

¹ عبد الملك منصور المصعبي، "الصكوك"، ص: 21-22 تاريخ الاطلاع 2021/04/10 عل الساعة 17: 15 متوفر على الموقع:

<http://www.abhatoo.net.ma>

² عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مرجع سابق ذكره، ص: 21.

³ نفس المرجع السابق، ص: 22.

⁴ عبد الملك منصور، "الصكوك"، مرجع سابق ذكره، ص: 27-28.

5- الإفصاح عن قواعد توزيع العوائد:

يعتبر الإفصاح عن قواعد توزيع الربح أو العائد على حملة الصكوك، من شروط صحة التعامل بالصكوك، ويشمل ذلك أهمية موافاة حملة الصكوك بمعلومات كافية عن الأداء المالي وربحيته، وتفسير مدلولاته، وهذا الإفصاح هو طريق كسب ثقة المدخرين وهو مبدأ إسلامي أصيل¹.

ثانياً: ضوابط اصدار الصكوك الاسلامية

1- الضوابط العامة المشتركة

من بين أهم الضوابط العامة التي تشترك فيها معظم الصكوك²:

أ - تصدر الصكوك الإسلامية وفق ما يقابلها من عقود الاستثمارات الشرعية الإسلامية، كالمشاركة، السلم والإستصناع، الإجارة، وغيرها من العقود التي تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ب- يضبط الصكوك أحكام المشاركة ومنها خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة.

ج- الشركة المصدرة للصكوك تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن حملة الصكوك، وهي المسؤولة إدارياً اتجاههم.

د- للشركة المصدرة للصكوك عائد بنسبة معروفة ومتفق عليها مسبقاً، مقابل قيامها بمهام الإدارة والتسيير، وذلك حسب مفهوم الحضارية، أو الوكالة التي تجمعها مع ملاك الصكوك.

هـ- يصرح في نشرة الاكتتاب مسبقاً وصراحة عن كيفية ونسب توزيع العائد بين مالكي الصكوك والشركة المصدرة لها.

و- وفقاً لعقد المضاربة الذي يجمع الشركة المصدرة ومالك الصكوك، إذا كانت خسارة، فيتحملها هذا الأخير إلا إذا تبين تقصير من طرف الشركة المصدرة فتكون هي من تتحمل هذه الخسارة.

2- الضوابط العامة حسب مجمع الفقه الإسلامي الدولي:

كما أوضح مجمع الفقه الإسلامي الدولي لأهم الضوابط العامة الأساسية التي تحكم عمليات إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية حسب القرار رقم 30(4/3)¹، نذكر منها لأهميتها:

¹ نفس المرجع السابق، ص: 28.

² عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الاسلامية عرض و تقويم جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26ماي 2010 ص: 15.

1 - الضابط الأول: يمثل الصك ملكية معلومة ومعروفة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنجازه وتمويله، وملكية حامل الصك ملكية شائعة محددة، وتستمر هذه الملكية مدة تواجد المشروع، من بدايته إلى غايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والواجبات المقررة شرعا للمالك من بيع وهبة ورهن وإرث ووقف وغيرها من الأمور المشروعة.

2 - الضابط الثاني: أن يكون إصدار الصكوك الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية ما ينتج عنه تحمل الصكوك المصدرة كافة الآثار المترتبة عن الصيغة الاستثمارية التي صدرت على أساسها الصكوك، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب²، وبداية العمل في المشروع.

3 - الضابط الثالث: يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب، فتكون حينئذ إيجاب ويكون الاكتتاب قبولا.

4- الضابط الرابع: يجوز للمؤسسة المالية ممثلة عادة بالبنوك الإسلامية والتقليدية (المتعهد بالاكتتاب) أن يتعهد بشراء ما بقي من الصكوك التي لم يكتب فيها، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنيا على أساس الوعد الملازم، ولا يجوز أن يتحصل المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.

5 - الضابط الخامس: يمكن إصدار الصكوك لآجال قصيرة، متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية، أو بدون تحديد الآجال، وذلك بحسب طبيعة الصيغة التي تصدر الصكوك وفقها وطبيعة المشروع الممول بحصيلة الصكوك³، فلا مانع شرعا على النص في نشرة الإكتتاب على اقتطاع نسبة معينة من العائد المحقق عند نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح المحققة، أو من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة، ووضعها في حساب احتياطي خاص، لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال أو التقلبات في العوائد الموزعة مستقبلا، على اعتبار أن هذا الشرط برضى الطرفين.

¹ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي البيق من منظمة المؤتمر الإسلامي : قرار رقم 30 (3/4) حول سندات الفارض وسندات الاستثمار، 1988.

² المعايير الشرعية، مرجع سابق ذكره، ص: 240.

³ حسين حامد حسان، **صكوك الاستثمار الإسلامي**، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، تاريخ الاطلاع 2021/04/11 على الساعة 12:15، متوفر على الرابط :

6 - الضابط السادس: بالإضافة للضوابط السالفة الذكر، يجب مراعاة الضوابط التالية في نشرة الإصدار¹:

أ- أن يعلن في نشرة الإصدار تحديد مجال الاستثمار، وتحديد صيغ التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها، كالإجارة، أو المرابحة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو السلم، أو الإستصناع .

ب- أن تجتمع جميع أركان الصيغة التي أصدر الصك على أساسها، وأن لا تحتوي على شروط تنافي مقتضاها، أو يخالف أحكامها.

ج - أن ينص في النشرة صراحة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى توفر هيئة رقابة شرعية تعتمد وتوافق على آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال الوقت من الإصدار إلى الإطفاء،

د- أن يصرح في نشرة الإصدار على مشاركة مالك كل صك في الغنم (الربح المحقق) وأن يتحمل من الغرم (الخسارة المحتملة) بنسبة ما يملكه من صكوك.

هـ - أن تتضمن النشرة شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في عملية الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار ومدير الإصدار ووكيل الدفع وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

و- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على نص يؤدي إلى احتمال عدم دفع الشركة للأرباح، فإن وقع كان الشرط باطلا، ويفسخ العقد، وتوزع الأرباح بحسب نسبة التملك في رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم الاتفاق على نسب التوزيع.

ز- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أي نص أو بند صراحة أو ضمنا، يلتزم فيه المصدر على ضمان القيمة الاسمية اتجاه حملة الصكوك في غير حالات التعدي والتقصير من طرفه، غير أنه لا يوجد ما يمنع شرعا من وجود نص على وعد من غير طرف ثالث منفصل في شخصيته، ودمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بدفع مبلغ مخصص غير محدد لجبران الخسائر المحتملة للمشروع، وعلى أن يكون التزاما مستقلا عن العقد، أي قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطا في تحقق العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، في حين لمصدر الصك امكانية تقديم ضمانات عينية أو شخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره لحملة الصكوك.²

¹ أحمد اسحاق الأمين حامد، مرجع سابق ذكره، ص:54.

² المعايير الشرعية، مرجع سابق ذكره، ص: 243.

المطلب الثالث: الرقابة الشرعية عن الصكوك الإسلامية

تلعب هيئات الرقابة الشرعية دوراً هاماً في مراقبة مدى التزام المؤسسات المالية الإسلامية وأدائها المالية كالصكوك وغيرها، بأحكام الشريعة الإسلامية، ويعتبر وجود هذه الهيئة أساسية لمراقبة الصكوك للتأكد من التزامها بالضوابط الشرعية، وهو العامل الأهم في مدى مصداقية تلك الصكوك من الناحية الشرعية لدى جمهور المتعاملين.

يرتبط صلاح الصكوك من الناحية الشرعية ارتباطاً وثيقاً بصلاح نظام الرقابة الشرعية التي يجب أن تتجاوز نطاق الشكليات وتركز على الجوهر والمضمون، لتكون رقابة فعلية متكاملة، تمتد إلى الفترة السابقة لإصدار هذه الصكوك وفي مقدمة ذلك المشاركة في إعداد وصياغة الاكتتاب، فضلاً عن الرقابة الملازمة للإصدار وتداول الصكوك، للتأكد من الشرعية المنظمة لذلك، إضافة إلى الرقابة اللاحقة من خلال تقويم الناحية الشرعية لصكوك بصفة دورية، والكشف عن مواطن القوة وتدعيمها، ومواطن الخلل الأثري ومعالجتها.¹

وفي هذا السياق حرص المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، على التأكيد في توصياته على ما يلي: " يتعين على الهيئات الشرعية أن لا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكله الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة، وتراقب طريقة تطبيقها وتتأكد من أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية، وفقاً للمعايير الشرعية وأن يتم استثمار حصيلة الصكوك، وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات، بإحدى صيغ الاستثمار الشرعية".²

أولاً: تعريف هيئة الرقابة الشرعية

تتكون هيئة الرقابة الشرعية من قادمين هما: هيئة الفتوى، والرقابة الشرعية الداخلية، ويمكن تعريف هيئة الفتوى بأنها: « مجموعة من الفقهاء المتخصصين في الاقتصاد الإسلامي وفروعه المختلفة لاسيما المعاملات المالية، تقوم بإصدار الفتاوى المتعلقة بالأعمال المصرفية والأنشطة الاقتصادية والاجتماعية التي تمارسها المؤسسات المالية الإسلامية، ومراقبة هذه المؤسسات التأكد من تطبيقها لأحكام الشريعة الإسلامية»³.

¹ عادل عبد الفضيل عيد، مرجع سابق ذكره، ص: 336.

² توصيات المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 22-23 جمادى الأولى 1929هـ، الموافق ل 27-28 ماي 2008.

³ صالح حميد العلي، المؤسسات المالية الإسلامية، منشورات جامعة دمشق، كلية الشريعة سوريا، 2014م، ص: 71.

يمكن تعريف هيئة الرقابة الشرعية (المكون من هيئة الفتوى والرقابة الشرعية الداخلية) بأنها: هي الهيئة التي تتولى الإشراف الكامل على جميع النواحي الشرعية (المصرف) بهدف توجيه المؤسسة ومساعدتها على تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها وأنشطتها، ومن ثم مراقبتها والتأكد من مدى مطابقتها أعمالها لأحكام الشريعة الإسلامية، حذب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى¹.

وهناك من يعرف هيئة الرقابة الشرعية بأنها: « جهاز متكون من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي وله إمام بفقهِ المعاملات، يعهد له توجيه نشاطات المؤسسة المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقراراتها ملزمة للمؤسسة»².

كما تجدر الإشارة إلى أنه يمكن لهيئة الرقابة الاستعانة بأعضاء من غير الفقهاء عند الحاجة ويستحسن أن يكون من بين أعضائها مختصين في العلوم الاقتصادية والمالية والمحاسبة، لأن للهيئة وظيفة رقابية سواء أكانت في المجال الشرعي أم المالي.

من خلال هذه التعاريف، يتضح لنا بأن جهاز الرقابة الشرعية في الصناعة المالية الإسلامية يهتم أساساً بالحفاظ على التزام المؤسسات المالية الإسلامية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في جميع مجالات ونشاطات تلك المؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية الصادرة عنها.

ثانياً: مهام هيئة الرقابة الشرعية

هناك مهام أساسية عدة لهيئة الرقابة الشرعية، يمكن ذكر أهمها في ما يأتي:

1- الفتوى:

وتعني اجتهاد المفتي في الحكم الشرعي، ويعد الإفتاء المهمة الأساسية لهيئة الرقابة الشرعية حيث تقوم الهيئة بالفتاوى الخطية أو الشفوية لما يتعلق بالعقود والمعاملات والاتفاقيات والعمليات المصرفية التي يحتاجها العمل المصرفي الإسلامي.

¹ أحمد علي عبد الله، العلاقة بين الهيئات الشرعية والبنوك المركزية، بحث مقدم إلى المؤتمر الأول للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 09-10 أكتوبر 2001م، ص7.

² محمد علي سويلم، الصكوك المالية - دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 2014م، ص:427.

2- الرقابة الشرعية:

تشرف هيئة الرقابة الشرعية بالرقابة على المؤسسة المالية الإسلامية بهدف التأكد من التزام الإدارة والعاملين فيها بتطبيق الشريعة الإسلامية، والامتثال للفتاوى الشرعية.¹

وهناك ثلاثة أنواع من الرقابة يمكن أن تمارسها هيئة الرقابة الشرعية، نذكرها باختصار:

أ- **الرقابة السابقة للتنفيذ:** وتسبق هذه الرقابة العمليات المصرفية، بحيث تطلع هيئة الرقابة الشرعية على العقود جميعها وتتأكد من استيفائها للضوابط الشرعية قبل البدء في تنفيذها، بالإضافة إلى اطلاعها على عقد التأسيس واللوائح والنظام الأساسي (بما يتضمنه من صيغ العقود، وقواعد التعامل مع المصارف التقليدية والمركزية...) للمؤسسة المالية الإسلامية وبيان مدى التزامه بأحكام الشريعة الإسلامية.²

ب- **الرقابة أثناء التنفيذ:** تتابع الهيئة الشرعية مراحل إنجاز المعاملات المصرفية على ضوء الخطة المعدة سابقاً (أثناء مرحلة الرقابة السابقة)، وتقوم بإبداء النصح والتوجيهات وإزالة الأخطاء، وذلك بالتعاون مع الرقابة الشرعية الداخلية.

ج- **الرقابة بعد التنفيذ:** وتتمثل في المراجعة الشاملة لجميع أعمال البنك و تقييم نشاطه من الناحية الشرعية ويجب أن تشمل عملية المراجعة جميع العاملين والعقود واللوائح والسجلات، كما تشمل تدقيق الميزانية ومراجعة الحسابات و الفتاوى السابقة، كل ذلك من أجل التحقق من شرعية الأعمال المصرفية والمالية التي تم تنفيذها في المؤسسات المالية الإسلامية.³

ثالثاً: أهداف الرقابة الشرعية على الصكوك

تتلخص أهداف الرقابة على الصكوك عبر جميع مراحل عملية التصكيك (الإصدار، التداول، الإطفاء) في ما يلي:

أولاً: الحرص على خاصية التوافق مع الشريعة وبالتالي التأكد من أن الصكوك تتصف بخصائص لا تتعارض مع الشريعة، وتستهدف السلطات الرقابية من ذلك أنه إذا لم تتوافر الشروط الشرعية في الصكوك فإنها تهدد الأدوات المالية وكذلك المؤسسات المالية التي كانت فاعلة في إصدارها وفقدان الثقة فيها، وقد

¹ صالح حميد العلي، مرجع سابق ذكره، ص: 77.

² عبد الستار أبو غدة، الهيئات الشرعية تأسيسها وأهدافها، بحث مقدم للمؤتمر الأول للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 10-09 أكتوبر 2001م ص: 19.

³ محمد أمين على القطان، الرقابة الشرعية في مؤسسات صناعة الخدمات المالية الإسلامية، دراسة شرعية تطبيقية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، القاهرة، 2004م، ص: 79.

يتطرق فقدان الثقة إلى النظام النقدي والمالي بأسره مما يهز أركان النظام الاقتصادي ويضر بالمصالح الاقتصادية لعدد كبير من الأفراد والمؤسسات¹.

ثانياً: التأكد من امتلاك حملة الصكوك حصصاً على المشاريع في موجودات حقيقية، لأن هذا شرط من شروط التوافق مع الشريعة، ينعكس عدم توفره سلباً على الثقة بالصكوك ومصدرها كما أنه ضمان لحقوق حملة الصكوك.

ثالثاً: الحرص في كل الأحوال على سوء استخدام حصيلة الصكوك، بمعنى أن بائع الصكوك سوف يستخدم الحصيلة فيما خصصت له، وهذا يضمن أن بائع الصكوك قادر على خدمة موجودات الصكوك من حيث الصيانة والحفاظ على منافعها وكذلك دفع أقساط الإيجار وغيرها من مستحقات حملة الصكوك.

رابعاً: الحرص على اتخاذ جميع الاحتياطات حتى لا يكون لدى حملة الصكوك حاجة إلى التصرف في موجوداتها بتأجيرها إلى جهة أخرى أو بيعها، لأن حدوث مثل ذلك سوف ينزع من الصكوك عنصر الاستقرار، ويهدد السوق المالية كلها بالانهيار، وهذا بصرف النظر عن تحمل حملة الصكوك لخسائر أوحثى تحقيقهم مكاسب من جراء التصرف في موجودات الصكوك، لأنه ذلك قد يكون عاملاً من عوامل الاضطراب في أسواق المال، يمكن أن يضر بالاقتصاد ككل².

¹ أحمد شعبان، محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2006م، ص: 141.

² معبد على الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقويم- المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24-25 ماي 2010، ص: 39.

خلاصة الفصل

من بين أهم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل أن الصكوك الإسلامية أداة تمويلية جديدة تعمل في إطار فكر الاقتصاد الإسلامي، تتميز عن سائر الأوراق المالية الأخرى بخصائص عديدة، كونها تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية من بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها، هذا الالتزام يعطيها درجة أكبر من الأمان ويجنبها الوقوع في المخاطر التي سببتها بعض الأوراق المالية التقليدية، وبذلك تعتبر الصكوك الإسلامية البديل المالي الأمثل للسندات التقليدية، بتوفيرها تمويلا مستقرا وحقيقيا من موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية، بالإضافة إلى العديد من المميزات الأخرى.

كما تؤدي الصكوك دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالي، حيث إن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية، وتتنوع هذه الصكوك من حيث النوع والعدد، فمن حيث النوع نجد الصكوك الإسلامية القابلة للتداول و الصكوك الغير قابلة للتداول، أما من حيث العدد فهي تتعدد حسن نوع الأنشطة الاقتصادية والمالية المراد القيام بها من صكوك مضاربة، وصكوك إجارة، وصكوك مشاركة، وصكوك المرابحة والسلم، والاستصناع، و يواجه تطبيق الصكوك الإسلامية في العالم تحديات ومخاطر حقيقية شرعية وقانونية وتشغيلية إضافة إلى مخاطر أخرى ولهذا تحتاج الدول الإسلامية إلى الإدارة الكفاء حتى تنجح الصكوك في تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية وخصوصا أن مجالات الاستثمار المتاحة بدولنا الإسلامية واعدة.

الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

تمهيد

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال

المبحث الثاني: واقع سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2010-2019)

المبحث الثالث: تطور الصكوك وتأثيره على سوق الأوراق المالية الماليزية

خلاصة الفصل

تمهيد

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال الفترة (2010-2019)، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي ليصل إلى مرتبة اقتصاديات الدول المتقدمة، وتعد التجربة الاقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد لتجربة تستحق الدراسة، واعتمادها على مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وعملها على تطوير وسائله وأدواته، الأمر الذي كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور.

و تعتبر ماليزيا من أهم الدول في العالم التي تملك نظاما ماليا إسلاميا متميزا، وسوقا لرأس المال متطورا، وهذا التطور هو في الحقيقة جزءا من الدورة التنموية التي قامت بها ماليزيا في شتى المجالات، و يلعب سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا دورا كبيرا في تشجيع هذا التطور الحاصل، ولذلك زاد الاهتمام به من قبل الحكومة الماليزية فحاولت تطويره وتنشيطه بمختلف الوسائل، فتم اللجوء إلى ما يعرف بالتصكيك الإسلامي في هذا المجال، وأصبحت ماليزيا بلدا رائدا في سوق الصكوك العالمية حيث أنها تستحوذ على أكبر حصة من السوق العالمي للصكوك بأنواعها المختلفة (الدولية، المحلية)، طيلة العقدين الأخيرين، وهذا ما جعلها من أكثر دول العالم تقدما في مجال الصناعة المالية الإسلامية.

و سيتم التطرق في هذا الفصل الى وضع الاقتصاد الماليزي تطور حجم اصدار الصكوك وأثره على سوق الأوراق المالية الماليزية.

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال

لا يختلف مفهوم سوق الأوراق المالية في ماليزيا عن المفهوم الشائع لسوق الأوراق المالية بشكل عام حيث يتكون سوق الأوراق المالية في ماليزيا من سوق أوراق مالية تقليدية وسوق أوراق مالية إسلامية تحكمه هيئة الأوراق المالية الماليزية بتنظيم وتوجيه كل المعاملات التي تتم به.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها و أقسامها

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي عام 1930م تم تأسيس جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، مع انشاء البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959م.¹

لكن الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية الماليزي كان بتاريخ 9 ماي 1960م وتشكلت سوق منظمة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور أين تم إدخال نظم الغرف التجارية، حيث يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة والأسعار نفسها ويتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، وفي عام 1964م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا وأسست هذه الأخيرة بورصة مستقلة.

كما أسست سنغافورة أيضا بورصة مستقلة ولكن الارتباط بين البورصتين ظل قائما، وفي تاريخ 14 ديسمبر 1976م تم تأسيس بورصة كوالالمبور لتداول الأسهم تحت اسم كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة وفي عام 1990م ألغي الارتباط القائم بين بورصة سنغافورة وبورصة كوالالمبور.²

وشهدت سوق الأوراق المالية الماليزية تطورا ملحوظا بعد عام 1993م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات، كما التزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية السوق الأوراق المالية الماليزية التي افتتحها وزير المالية الماليزية بتاريخ 22 فيفري 2001م بغرض تدعيم السوق وتضمنت الخطة ستة أهداف جوهرية:

- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات الماليزية.

- إيجاد بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق ذكره، 2008 ص: 173.

² سعيدة حرشوف، مرجع سابق ذكره، 2009 ص: 154.

- خلق موقع تنافسي وكفاء لمؤسسات السوق.
- تطوير خدمات الوساطة بخلق بيئة تنافسية جيدة.
- تقوية وتنظيم أنظمة الرقابة.
- اعتبار ماليزيا مركز دولي لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية

تم تعريف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه: ذلك السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والتي تتوافق تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخلوها من الأنشطة المحرمة شرعاً كالمعاملات القائمة على الربا والمقامرة والغرر وغيرها فهو سوق مالي تتوفر فيه فرص التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية، وكذا تجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.¹

كما يلعب هذا السوق دوراً أساسياً في تعبئة وتحصيل الموارد المالية وتوجيهها لتمويل المشروعات التنموية وفقاً للنظم التعامل في الشريعة الإسلامية، وبهدف ضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشرع الإسلامي، يتم إخضاع نشاطات السوق الرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين، والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، خاصة إذا تعلق الأمر بالمعاملات المالية، وهذا من شأنه تعزيز ونشر الثقة بين السوق والمستثمرين.²

وبعبارة أخرى هي السوق التي تتم الأنشطة فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام، وهذا ما يمثل تأكيد العزم والنية على استسقاء صفات سوق الأوراق المالية من الشريعة الإسلامية، أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة مثل الربا والميسر والغرر.³

¹ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير في إدارة

الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص: 99.

² نفس المرجع السابق، ص: 99.

³ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق ذكره، ص: 179.

ثالثاً: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، إلى سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك وسوق المشتقات:¹

1 - سوق السلع: ويتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، وذلك من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الاستثمار.

2 - سوق الأسهم الإسلامية: يتم تداول فيه جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتوفر فيها للمعايير والخصائص المحدودة من قبلها.

3- في سوق الصكوك: وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملية المحلية -رينغيت Ringgit - أو بالعملات الأجنبية، مصدرها من قبل هيئات محلية أو دولية، مقيدة أو غير مقيدة، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية.

المطلب الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بمجموعة من الأدوات المالية الإسلامية التي تخضع للرقابة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي:²

أولاً : الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة

إن المنتجات الأكثر شعبية في ماليزيا، هي الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والمتمثلة في الأسهم العادية التي تم إصدارها من قبل الشركات التي تمثل المعايير الإسلامية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission).

¹ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق ذكره، ص: 102.

² العديد من المراجع من بينها:

-محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية -التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد

للمؤتمرات، السعودية، 2008 ص: 17.

- Wan razazila wan abduallah and others, the evolution of the islamic capital market in malaysia, Lincoln University, NEW ZEALAND, in 2021/05/14 ,at 12:15 ,available:

https://www.academia.edu/6760715/THE_EVOLUTION_OF_THE_ISLAMIC_CAPITAL_MARKET_IN_MALAYSIA ,p 18-22.

وهناك عدد كبير من الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية، والتي تمكن المستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية.

ثانياً: صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتمد صناديق الاستثمار الإسلامية على تجميع أموال المستثمرين لتتيح لهم فرصة الاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتدار من قبل المديرين الفنيين وذوي الخبرة وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، على سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم الإسلامية، وصناديق الصكوك الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية.

ثالثاً: صناديق الاستثمار الإسلامية العقارية

يتم تعريف صندوق الاستثمار الإسلامي العقاري بأنه أداة استثمار جماعي يتم من خلالها جمع الأموال من المستثمرين من أجل شراء، إدارة وبيع العقارات من خلال الصكوك المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والأدوات الأخرى لسوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا، وقد خلقت هذه الأداة سهولة تملك العقارات من طرف المستثمرين الدوليين من دون أية صعوبات مرتبطة بملكية تلك العقارات، تم إطلاق صندوق استثمار عقاري لأول مرة من قبل قطاع الرعاية الصحية.

رابعاً: الصكوك الإسلامية

في التجربة الماليزية، يتم إصدار الصكوك وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المصرح بها من الهيئة الرقابية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، تصدر من قبل الشركات الخاصة أو من طرف الحكومة، سواء بالرينغيت الماليزي أو بالعملة الأجنبية الأخرى، ولذلك فإن هذا يقدم مجموعة متنوعة من الفرص الاستثمارية لجميع المستثمرين، محليين أو أجانب، وتصدر الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية على أساس عقود شرعية، وضوابط تنظم إصدارها، ويخضع صكوك الشركات الرقابة هيئة الرقابة الشرعية بينما الصكوك الحكومة لرقابة البنك المركزي الماليزي.

المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية

من أجل تلبية الاهتمام المتزايد في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، تم إنشاء معايير تستهدف الاستثمارات القائمة على أساس إسلامي المتمثلة فيما يلي :

أولاً: المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين داو جونز

تم طرح المؤشر الشرعي لرشيد حسين في 1996م وأصبح خاضعاً لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وللجنة الشرعية الرشيد حسين المحدودة في 1998م، وفي 23 جوان 2005م تم إطلاق مؤشر داو جونز الإسلامي لرشيد حسين المحدودة وهو يقيس حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وهو يخضع لمعايير مؤشر داو جونز الإسلامية العالمية، وتوجد حالياً 45 شركة مدرجة تحت مؤشر داو جونز الشرعي في ماليزيا¹.

ثانياً: المؤشر الشرعي كولالمبور

تم طرح مؤشر كولالمبور في 1999م لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد قررت بجواز تداول هذه المؤشرات لأن الأسهم المدرجة فيه ممثلة الشركات نشاطها حائز، وأيضاً لاعتبار أن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد، و بذلك بنفي عنصر الغرر والمقامرة، وأيضاً ترى اللجنة الشرعية بأن تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا و أيضاً نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبلات للمؤشرات.

ولكن كان قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي مخالف لما سبق ذكره لاعتبار أن تداول المؤشرات نوع من المقامرة البحتة².

المبحث الثاني: واقع سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2010-2019)

لقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية باعتبارها واحدة من المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي وتنامي دورها لتصبح على نحو متزايد أحد المنتجات المستخدمة على نطاق دولي واسع، مما أدى إلى نمو وتطور سوق الصكوك الإسلامية بشكل كبير وملحوظ في السنوات الأخيرة، ولذلك سيتم التركيز في هذا الفصل على سوق الصكوك خلال الفترة 2010-2019.

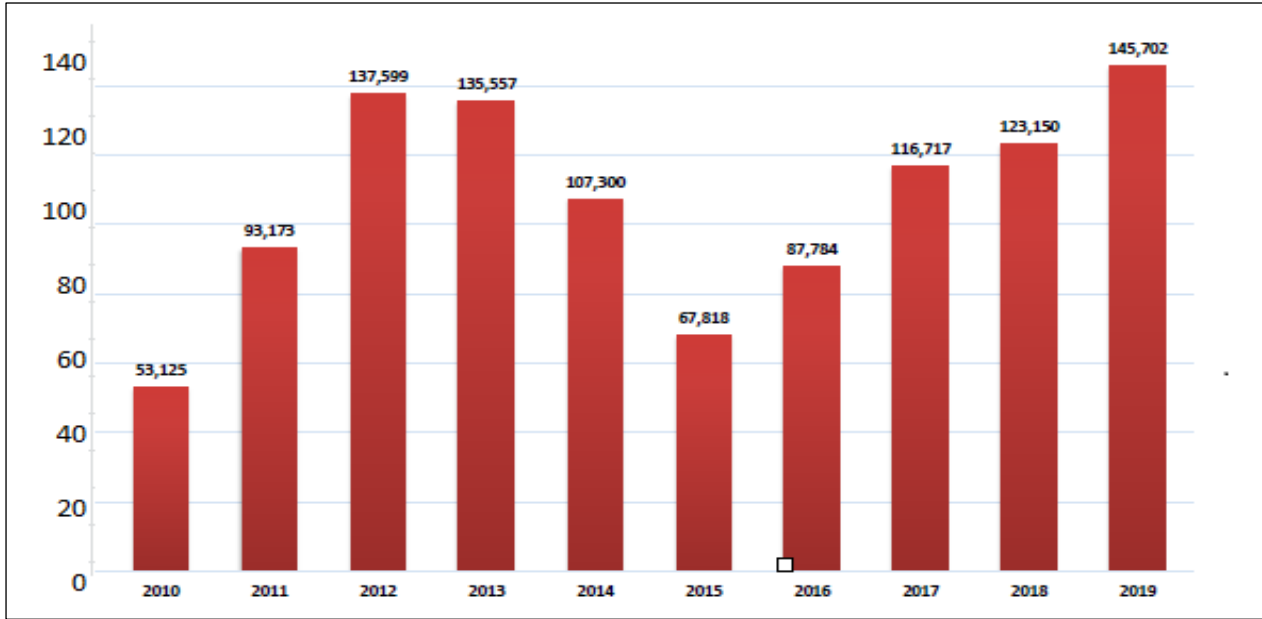
¹ سعيدة حرشوف، مرجع سابق ذكره، ص:198.

² بوعبد الله علي، تطور اصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، العدد 14، جامعة المسيلة، 2015، ص:21.

المطلب الأول: تطور اصدار الصكوك الاسلامية عالميا

لقد شهد سوق الصكوك الإسلامية نمواً سريعاً وتطوراً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، لاسيما في السنة الأخيرة 2019 والشكل التالي يوضح إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً من سنة 2010 إلى سنة 2019 كما يلي:

الشكل رقم (3-1) : إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً (2010-2019)



Source: Sukuk Report, International Islamic Financial Market, 9 th edition, July 2020, p: 28

لوحظ أن سوق الصكوك تسارع نموها وتحولت نحو هياكل أكثر تنافسية وابتكاراً، كما يوضح الشكل أعلاه حيث بلغ إجمالي إصدار الصكوك في عام 2010 ما قيمته 53.1 مليار دولار أمريكي، بعدها لوحظ وجود اتجاه إيجابي في السوق حتى عام 2012 حيث وصل مبلغ إصدار الصكوك إلى 137.6 مليار دولار أمريكي، أي بزيادة قدرها 39% تقريباً مقارنة بعام 2010 وهذا راجع إلى تحفيز العديد من مصدري الصكوك خلال عام 2012، ومن بينها تلك الخاصة بالطرق الماليزية Plus Expressways بقيمة 30.6 مليار رينغيت ماليزي، وكذلك إصدار المملكة العربية السعودية الصادر عن الهيئة العامة للطيران المدني السعودي بمبلغ 15 مليار ريال سعودي، ما يعادل 4 مليارات دولار أمريكي ويتبعه كثيرون آخرون.

بعدها شهد عام 2013 انخفاضاً طفيفاً مقارنة بعام 2012، مسجلاً ما مجموعه 135.5 مليار دولار أمريكي كان هذا الانخفاض أيضاً بسبب حالة عدم اليقين الناتجة عن التقلبات في أسعار الفائدة بعد إعلان مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بشأن تخفيض برنامج شراء السندات، ومع ذلك في عام 2014 انخفض

حجم إصدارات الصكوك بشكل أكبر قليلاً مقارنة بعام 2013 بمقدار 28.2 مليار دولار أمريكي، بقيمة إجمالية قدرها 107.9 مليار دولار أمريكي.¹

في عام 2015 شهد سوق الصكوك انخفاضاً كبيراً مسجلاً مبلغاً إجمالياً قدره 67.8 مليار دولار أمريكي، وهو انخفاض بنسبة 39.5% تقريباً بسبب قرار البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا ماليزيا" بتعليق إصدار الصكوك الاستثمارية قصيرة الأجل.

في عام 2016، شهد سوق الصكوك زيادة معتدلة، حيث أغلق العام بإجمالي 87.8 مليار دولار أمريكي، لكن الأخير لم يستعد ديناميكيته الملحوظة في السنوات السابقة، ومع ذلك، فقد ظهر انتعاش في عام 2017 ليصل إجمالي إصدارات الصكوك إلى 116.7 مليار دولار أمريكي بعد الانخفاض المسجل بين عامي 2014 و2015، وكما في السنوات السابقة، تم إصدار غالبية إصدارات الصكوك في عام 2017 من قبل شركات سيادية وشبه سيادية مما أدى إلى الاحتفاظ بالصكوك في السوق على مسار نمو مستدام، بالإضافة إلى المصدرين الجدد خلال عام 2017، مثل المملكة العربية السعودية التي أصدرت أول صكوك دولية لها (أضخم برنامج على الإطلاق) وفقاً لوكالة فيتش، نيجيريا أيضاً... إلخ، والتي أصدرت صكوكاً سيادية ساعدت جميعها للحفاظ على معدل نمو إصدار هذه السندات الإسلامية كما هو، أما في سنة 2018 ارتفعت إصدارات الصكوك العالمية 123.2 مليار دولار أمريكي (512.51 مليار رينجيت ماليزي) بزيادة قدرها 5.5% عن إصدارات صكوك السوق في عام 2017، حسبما أفاد السوق المالي الإسلامي الدولي (IIFM) في تقرير الصكوك السنوي لعام 2019 و هذه الزيادة ترجع بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا وبعض الولايات القضائية الأخرى مع استمرار سيطرة ماليزيا على سوق الصكوك على الرغم من أسهم دول مثل إندونيسيا والإمارات العربية المتحدة (الإمارات العربية المتحدة) والمملكة العربية السعودية وتركيا إلى حد ما.²

في عام 2019، بلغ إجمالي الإصدارات العالمية 145.70 مليار دولار أمريكي، وهي أعلى قيمة لإصدار الصكوك سنوياً منذ إطلاقها، كما هو موضح في الرسم البياني أظهر الإصدار العالمي للصكوك زيادة بنحو 18.32% سنوياً أو بالدولار الأمريكي من 123.15 مليار دولار في عام 2018 إلى 145.70 مليار دولار أمريكي في عام 2019، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا وبعض الولايات القضائية الأخرى و تداعيات فيروس كورونا

¹ Fatima El Morabit et d'autres , les sukus : première emission de l'état marocain innovation et challenges Journal de l'économie islamique mondiale num 86 2019 p :73 .

² IBID , p :74.

COVID-19، بينما تستمر ماليزيا في الهيمنة على سوق الصكوك من خلال حصة دول مثل إندونيسيا والإمارات العربية المتحدة وزادت السعودية وتركيا بحجم جيد¹.

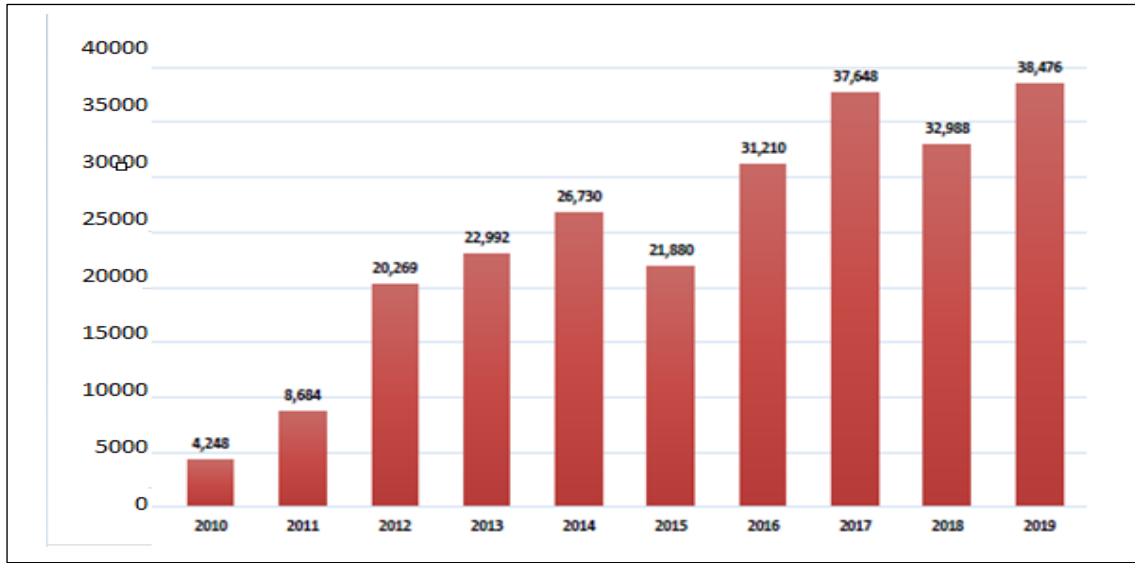
ونظرا للظروف الاقتصادية الصعبة الحالية التي يسببها وباء COVID-19 عالميا، من المرجح أن يتم إعادة تمويل الصكوك مستحقة الأداء خاصة من جهات إصدار السندات بإصدارات صكوك جديدة، في حين أن الشركات والمؤسسات المالية قد تؤخر إصدار صكوك جديدة.

المطلب الثاني : تطور اصدار الصكوك الدولية و المحلية

أولا: تطور اصدار الصكوك الدولية في الفترة (2010-2019)

تعتبر الصكوك الدولية من أبرز أنواع الصكوك الإسلامية باعتبارها أداة مالية موجهة لمعاملين أجنبى والهدف من إصدارها يتمثل في جلب العملات الأجنبية بشكل أساسي، وفيما يلي توضيح تطور هذا النوع من الصكوك وفق الشكل التالي:

الشكل (3-2): حجم اصدار الصكوك الاسلامية الدولية في الفترة (2010-2019)



Source: Sukuk Report, International Islamic Financial Market, 9 th edition, July 2020, p: 31

يوضح الشكل أعلاه أن سنة 2019 حققت أعلى حجم اصدار لها بقيمة 38.4 مليار دولار أمريكي، و قد بلغ حجم إصدارات الصكوك الدولية قصيرة الأجل في 2019 و 2018 إلى 9.03 مليار دولار أمريكي و 8.10 مليار دولار أمريكي على التوالي، مما يعني أن إصدارات الصكوك الطويلة الأجل بلغت 29.50 مليار دولار أمريكي و 24.90 مليار دولار أمريكي على التوالي.

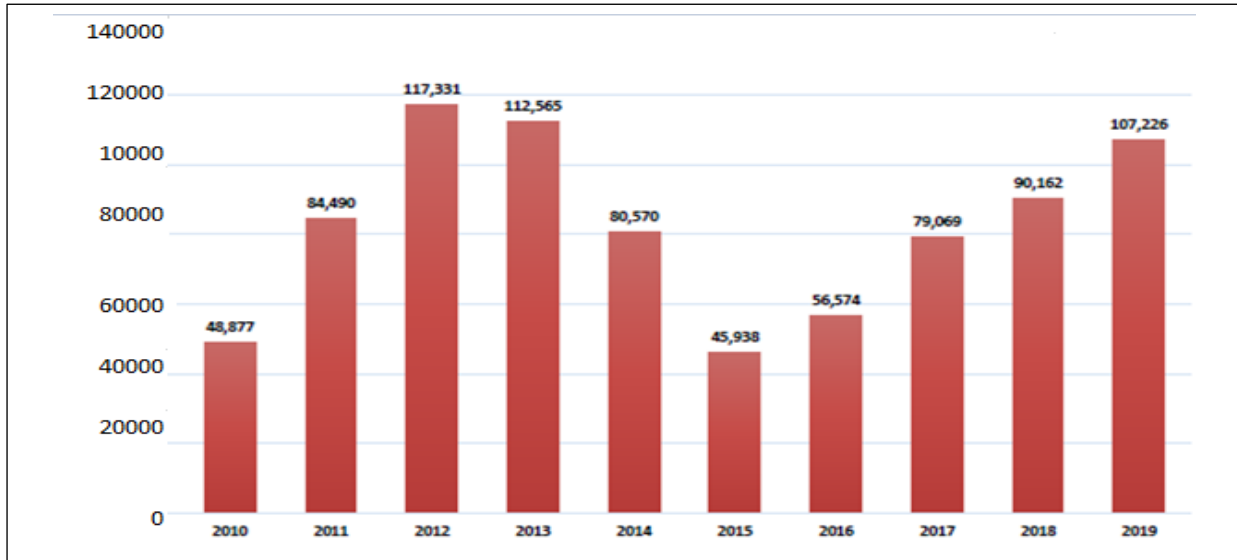
¹ The Star Online. (2019). SUKUK issuance in 10 largest markets fell in 2018, says Fitch.Economy-Markets, in 21/05/2021 at 15:50 available: <https://www.thestar.com.my/business/business-news/2019/01/30/SUKUK-issuance-in-10-largest-markets-fell-in-2018-says-fitch/>

كما لاحظنا أن حجم الإصدار كان يرتفع بوتيرة بطيئة في السنتين 2010-2011 لأسباب لها علاقة بالأزمة المالية 2008، لكن في سنة 2012 بدأ سوق الإصدار الدولي للصكوك ينتعش مع تحسن نسبي في الاقتصاد العالمي وارتفاع تدريجي لأسعار النفط حيث تم تسجيل إصدار بحجم 20.2 مليار دولار في سنة 2012، ثم حقق 22.9 مليار دولار في سنة 2013 و 26.7 مليار دولار في سنة 2014، أما في سنة 2017 حققت قيمة مرتفعة بحوالي 37.6 مليار دولار أي بزيادة 6.4 مليار دولار عن سنة 2016، و يرجع ذلك إلى ارتفاع حجم إصدارات الصكوك السيادية السعودية.

ثانياً: تطور إصدار الصكوك المحلية (2010-2019)

الصكوك المحلية هي عبارة عن صكوك تصدر في بلد ما للمتعاملين المحليين وبالعملة المحلية الغرض تمويل مشروعات تنموية أو مشاريع حكومية، حيث تشير آخر الإحصائيات أن السوق العالمي للمنتجات الصكوك حقق في سنة 2019 حجم إصدار بلغ 107.7 مليار دولار، وفيما يلي الشكل البياني التالي يوضح تطور هذه الإصدارات من سنة 2010 إلى غاية 2019.

الشكل رقم (3-3): حجم إصدار الصكوك المحلية في الفترة (2010-2019)



Source: Sukuk Report, International Islamic Financial Market, 9 th edition, July 2020, p: 33

من خلال الشكل السابق نلاحظ تسجيل زيادة في إصدارات الصكوك المحلية في سنة 2019، حيث بلغت 107.2 مليار دولار بعدما سجلت في سنة 2018 ما قيمته 90.1 مليار دولار، بزيادة تقدر ب 17 مليار دولار، وهذا راجع الى النشاط المتزايد في السعودية وماليزيا مرتبطة بانخفاض أسعار النفط و جائحة كورونا Covid-19.

كما سجلنا من الشكل أعلاه أن سوق الصكوك المحلية حقق أرقام قياسية من حيث حجم إصدارتها سنتي 2012 و 2013، حيث سجلت 117.3 مليار دولار و 112.5 مليار دولار على التوالي وهذا راجع لارتفاع الإصدارات الخليجية بسبب الطفرة النفطية التي عرفت أسعار المحروقات في هاتين السنتين أيضا.

المبحث الثالث: تطور الصكوك وتأثيره على سوق الأوراق المالية الماليزية

عرفت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية نشاطا ملحوظا في السنوات الأخيرة، وهذا ما تم عن طريق عدت إصدارات مختلفة ومتنوعة للصكوك جعل منها رائدة في هذا الميدان، سواء للحكومة الماليزية أو للشركات الخاصة، وبالعملة المحلية أو الأجنبية، ودورها البارز في تمويل المشاريع الاقتصادية مما زاد في نشاط إصدارها وتداولها قيمة وحجما مقارنة بالسندات.

المطلب الأول: دراسة تطور سوق الصكوك الاسلامية الماليزية خلال الفترة 2010-2019

أولا: تطور حجم الصكوك الاسلامية في ماليزيا

واصلت ماليزيا الاحتفاظ بمركزها الأول في إصدارات الصكوك سواء كانت محلية أو دولية و الجدول التالي يوضح أهم الإصدارات الدولية لسنتي (2018-2019):

الجدول رقم (3-1): أهم أسواق الصكوك الإسلامية الدولية (2018-2019)

2019			2018			سوق الأوراق المالية
حجم الصكوك (ملايين الدولارات)	عدد الصكوك	الرتبة	حجم الصكوك (ملايين الدولارات)	عدد الصكوك	الرتبة	
9.530	31	1	9.181	17	1	ماليزيا
9.502	9	2	8.359	9	2	السعودية
9.310	16	3	8.260	15	3	الإمارات المتحدة العربية
2.100	3	5	3.100	3	4	اندونيسيا
			1.500	1	5	عمان
800	2	8				الكويت
1.000	1	7	1.000	1	6	البحرين
4.184	3	4	827	2	7	تركيا
2.050	4	6	414	4	8	قطر
			351	1	9	بريطانيا

من أعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق المالية الإسلامية الدولية، لسنتي 2019-2020 تاريخ الاطلاع 2021/06/04 ، على الساعة

16 :14 ، المتوفرة على الرابط : <https://www.iifm.net/sukuk-reports>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن ماليزيا حافظت على زيادتها في إصدار الصكوك الدولية على نظيراتها في آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي بقيمة 9.530 مليار دولار خلال السنة 2019 مقارنة عن السنة 2018 ب9.181 مليار دولار اضافة الى استحوادها على إصدار الصكوك المحلية أيضا، و يرجع هذا لعدة عوامل من بينها:

- تقديم البنك المركزي الماليزي المزيد من أدوات الخزينة الإسلامية قصيرة الأجل للمساعدة في إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية.

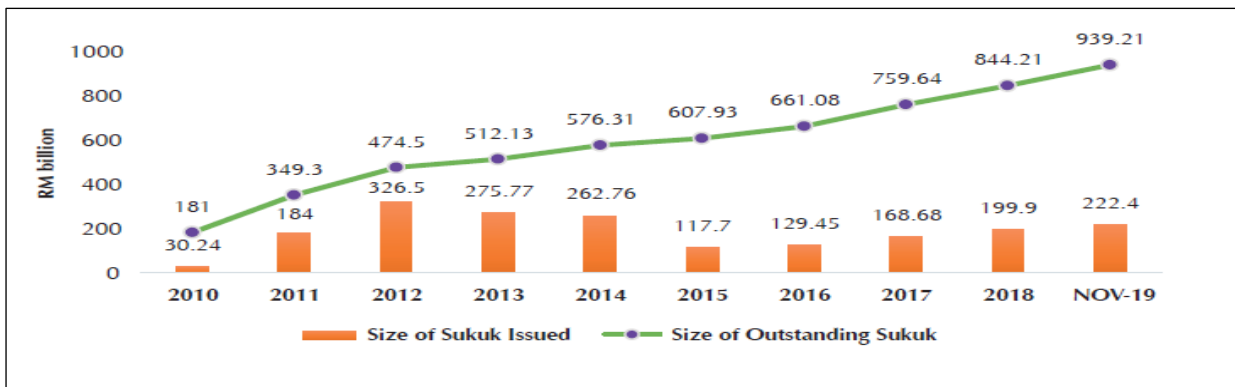
- نمو صكوك الشركات خاصة الصكوك الخضراء* في مشروع الاستثمار المستدام Sustainable and Responsible Investment، من 4.71 مليار رينجيت ماليزي الى 5.25 مليار رينجيت ماليزي في عام 2019.

- زيادة إصدار الشركات للصكوك بالعملة المحلية اضافة الى الصكوك الصادرة عن هيئات أجنبية.

- أدى الأداء الاقتصادي الثابت لماليزيا على مر السنين بشكل كبير في النمو القوي لسوق الصكوك الى اطلاق العديد من المشاريع الكبيرة ذات الحاجة إلى قدر كبير من التمويل وكانت الصكوك في المقام الأول.

و حسب التقارير و البيانات السنوية حققت الصكوك الإسلامية المرخصة من طرف هيئة الأوراق الماليزية تطورات من حيث العدد والقيمة خلال الفترة (2010-2019)، كما هو مبين في الشكل البياني الموالي:

الشكل رقم(3-4): إجمالي الصكوك المصدرة و الصكوك القائمة في ماليزيا(2010-2019)



Source: Sukuk Report, International Islamic Financial Market, 9 th edition, July 2020, p: 157.

*الصكوك الخضراء: نوع جديد من الصكوك أصدر أول صك منه في ماليزيا 2017 و له دور مهم في الحفاظ على البيئة.

من خلال الشكل السابق يتضح لنا أن إصدار الصكوك الإسلامية في تطور كبير ومستمر خلال الفترة (2010-2019)، حيث بلغ حجم الصكوك القائمة 939.21 مليار رينغيت ماليزي في نهاية 2019 أي بزيادة قدرها 11.25 % عن سنة 2018، وتطور كبير بنسبة 89.81% عن 2010، كذلك فيما يخص الصكوك المصدرة فقد بلغت 222.4 مليار رينغيت ماليزي في نهاية 2019 بزيادة قدرتها بـ 10.1% عن 2018 وبتطور كبير بنسبة 86.4% عن 2010.

ومن بين الأسباب التي ساعدت الصكوك لاحتلال هذه المكانة في ماليزيا:

- تشجيع السلطات الحكومية للاستثمار في الصكوك، باتخاذها إجراءات تحفيزية كقرار الإعفاء من الضريبة على الصكوك المصدرة من طرف الشركات، إضافة إلى إتاحة المستثمر الاختيار بين الصكوك المصدرة بالعملة المحلية والعملة الأجنبية، وكذا نوعها، ومدة استحقاقها وهيكلتها وطبيعة الأصول المدعومة بها، وكذا هوية المصدر وطبيعة الخطر المحتمل.

- الإصدارات المتزايدة من قبل الحكومة و الشركات إضافة إلى صكوك الاستثمار المستدام SRI حيث في 2019 أصدرت 4 جهات إصدار جديدة لصكوك SRI تركز على الطاقة المتجددة بلغت و بلغت قيمت الإصدارات 2.87 مليار رينغيت ماليزي مقابل 2.41 مليار رينغيت ماليزي في النصف الأول من 2018.

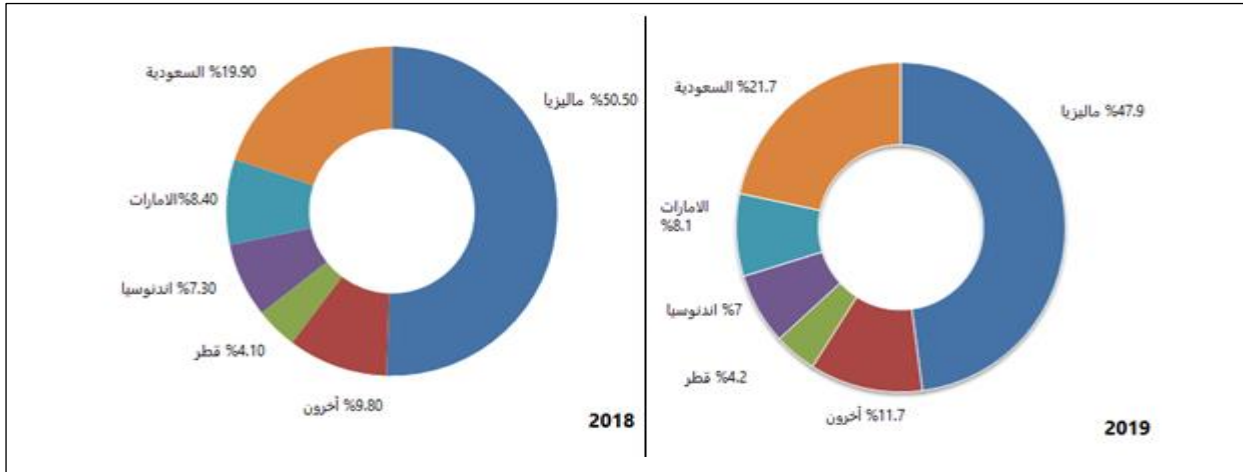
إضافة إلى نمو صكوك الشركات القائمة على الاستثمار الاجتماعي من 2.61 مليار رينجيت ماليزي في عام 2018 إلى 4.71 مليار رينجيت ماليزي في نهاية عام 2019 .

ثانيا: إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب البلد

نلاحظ من خلال الشكل أدناه أن سيطرت ماليزيا على نسبة 47.99% لسنة 2019، أي تقريبا نصف التداول العالمي للصكوك، تليه المملكة العربية السعودية بنسبة تداول 21.7%، وفي المرتبة الثالثة تأتي الإمارات بمعدل 8.1%، ثم إندونيسيا 8%، وحققت دولة قطر المرتبة الرابعة عالميا بنسبة 4.2%، ثم بقية الدول الأخرى التي سجلت نسبة 11.1%، وتبعاً لهذه البيانات نستنتج أن ماليزيا تعتبر من الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك وتداولها بفضل منظومة متكاملة من المؤسسات الداعمة لهذه الصناعة الحديثة و مؤطرة بتشريعات قانونية وشرعية ترافقها منذ الانطلاقة.

كما لاحظنا الزيادة في الإصدارات من كل من مملكة البحرين والمملكة العربية السعودية وإندونيسيا والإمارات العربية المتحدة وتركيا وغيرها أدت إلى تخفيض الحصة الماليزية في سوق الصكوك العالمية في السنوات الأخيرة، حيث نلاحظ من الشكل أن ماليزيا شكلت 50.50% من إجمالي الصكوك العالمية القائمة في 2018 و انخفضها بنسبة 2.6% في 2019.

الشكل رقم (3-5): إجمالي الصكوك المعقدة حسب البلد للسنتين (2018-2019)



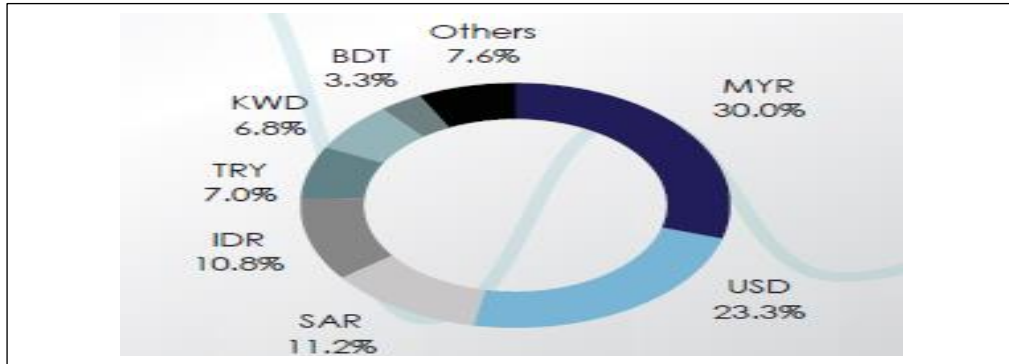
المصدر: من أعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لسوق المالية الإسلامية الدولية، لسنتي 2019-2020، تاريخ الاطلاع 2021/06/04 على الساعة 20:20، المتوفرة على الرابط : <https://www.iifm.net/sukuk-reports>

ثالثاً: إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب العملة

تمثل العملة التي أصدرت بها الصكوك الجهة أو بلد الأصدار بالأساس، وباعتبار ماليزيا البلد الرائد في السوق الأولي، سيطرت أيضا العملة الماليزية الرينغيت على مجمل الاصدارات العالمية، وبشكل عام شكلت الرينغيت الماليزي MYR ثلثي حجم الإصدارات تقريبا بنسبة 30 % من الحصة السوقية، تلاها الدولار الأمريكي بحصة قدرها 23.3% ثم يأتي الريال السعودي SAR في المرتبة الثالثة بنسبة 11.2% يليه الروبية الاندونيسية IDR نسبة 10.8 والليرة التركية TRY 7.0 % والدينار الكويتي KWD 6.8 % وتاكا بنغلاديشي BDT ب 3.3 و أخرون متبقون ب نسبة 7.6%.

والشكل الموالي يوضح إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب العملة لسنة 2019 :

الشكل رقم (3-6) : إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب العملة لسنة 2019



المصدر: احصائيات مركز ماليزيا المالي الإسلامي الدولي تاريخ الاطلاع 2021/06/15 على الساعة 10:09 متوفرة على الرابط :

<http://www.mifc.com/repository/0279sdec2019sukuk2019infographic.pdf>

ومن خلال ما سبق يمكن ذكر أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع في إصدار الصكوك على مر هذه السنين نجد:

- اعتماد ماليزيا على التطور و التنوع في الصكوك حيث تم إصدار مؤخرا أول صك أخضر في العالم بماليزيا في 2017.

- السياسة الحكومية المدعمة بتوفير الاطار التشريعي والقانوني الملائم لتطوير اصدار الصكوك كالحوافز الضريبية.

- جذب السيولة الفائضة التي تبحث عن توظيف في الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة.

- النمو المتزايد للثروة في العالم الإسلامي مما كان له الأثر في زيادة الطلب من طرف المستثمرين.

- انجاز المشاريع التي ساهمت في زيادة الطلب على أنواع الصكوك، وتعتبر هذه نتيجة مباشرة لدعم الحكومة لتصبح ماليزيا مركز للاقتصاد الإسلامي، وأول سوق المالية الاسلامية يقصدها المستثمرون في العالم.

رابعاً: تطور اصدار الصكوك الماليزية مقارنة بالسندات

حسب البيانات والمعلومات المستقاة من مختلف تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة ماليزيا حققت الصكوك الإسلامية المرخصة من طرف هذه الهيئة تطورات من حيث العدد والقيمة مقارنة مع السندات التقليدية الموافق إصدارها خلال الفترة 2010 – 2019 كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-3) : تطور اصدار الصكوك الاسلامية مقارنة بالسندات خلال الفترة (2010-2019)

السنوات	حجم اصدار الصكوك (مليار RM)	حجم اصدار السندات (مليار RM)	الحجم الاجمالي لاصدار الأوراق المالية (صكوك سندات)	نسبة اصدار الصكوك من اجمالي الاصدار الكلي للأوراق المالية (صكوك سندات)
2010	132.8	410.5	543.3	32%
2011	185.0	518.5	703.8	35%
2012	324.6	653.5	960.1	51%
2013	275.6	502.2	778	54%
2014	262.76	492.2	754.96	53%
2015	117.7	270.1	348.8	43%
2016	129.4	240.6	370	53%
2017	168.7	318.0	486.7	53%
2018	199.90	186.03	385.93	51%
2019	235.20	131.65	384.85	61%

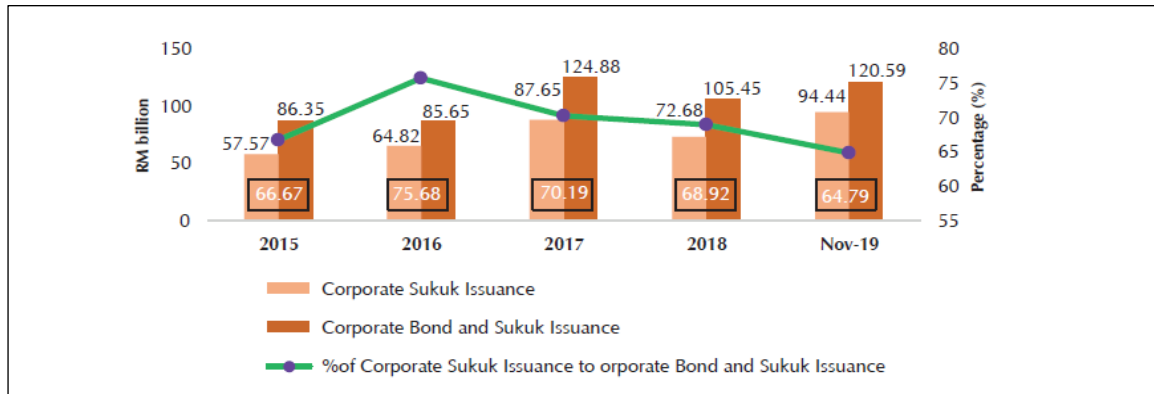
Source: Securities commission Malaysia ; Annual Report, 2016, 2018, 2020 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه إن إصدار الصكوك كان ضعيفا من بداية الفترة لأسباب مرتبطة بالأزمة العالمية الى غاية سنة 2012، حيث حققت حجم اصدار بحوالي 275.8 مليار رينغيت ماليزي ويرجع هذا الارتفاع إلى السياسة الحكومية التي تتبعها ماليزيا بمحاولتها لجذب الاستثمارات الأجنبية من أجل بناء سوق مالية إسلامية دولية، بالإضافة إلى تميز الصكوك الإسلامية بالقبول داخل وخارج ماليزيا نظرا لما تحققه من مزايا لمختلف المتعاملين وخاصة في مجال توفير السيولة حيث ساهم هذا في زيادة الطلب على الصكوك وانخفاض الطلب على السندات التقليدية، و ابتداء من سنة 2014 و 2015 سجلنا تراجع طفيف في حجم إصدار الصكوك، هذا التراجع بسبب مجموعة من العوامل من بينها التذبذب في أسعار النفط و انخفاض قيمة الرينغيت الماليزي، و صدور قرار من البنك المركزي الماليزي لتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة.

و لكن ابتداء من 2016 استرجع سوق الصكوك الماليزية عافيته و تم تسجيل لأول مرة في 2018 ارتفاع حجم اصدار الصكوك على حجم اصدار السندات حيث قدرت ب 199.9 مليار رينغيت ماليزي مقارنة ب 186.03 مليار رينغيت ماليزي للسندات و استمر هذا الارتفاع أيضا في سنة 2019.

ويرجع هذا الارتفاع الى تنوع إصدارات الصكوك حسب الصيغ أو حسب المصدر المتمثلة في الصكوك السيادية و صكوك الشركات خاصة، حيث قدرت ب 94.4 مليار رينغيت ماليزي لأول مرة كما هو موضح في الشكل:

الشكل رقم (3-7) : تطور اصدار صكوك الشركات (2015-2019)



source : Sukuk Report, International Islamic Financial Market, 9 th edition, July 2020, p: 157

المطلب الثاني: تأثير الصكوك على سوق الأوراق المالية الماليزية

عرفت ماليزيا في السنوات الأخيرة نشاط ملحوظ في اصدار أنواع مختلفة من الصكوك، وهذا في وجود هيئة للأوراق المالية التي يوكل لها الموافقة على الاصدارات الجديدة ومدى توافقها مع الضوابط الشرعية

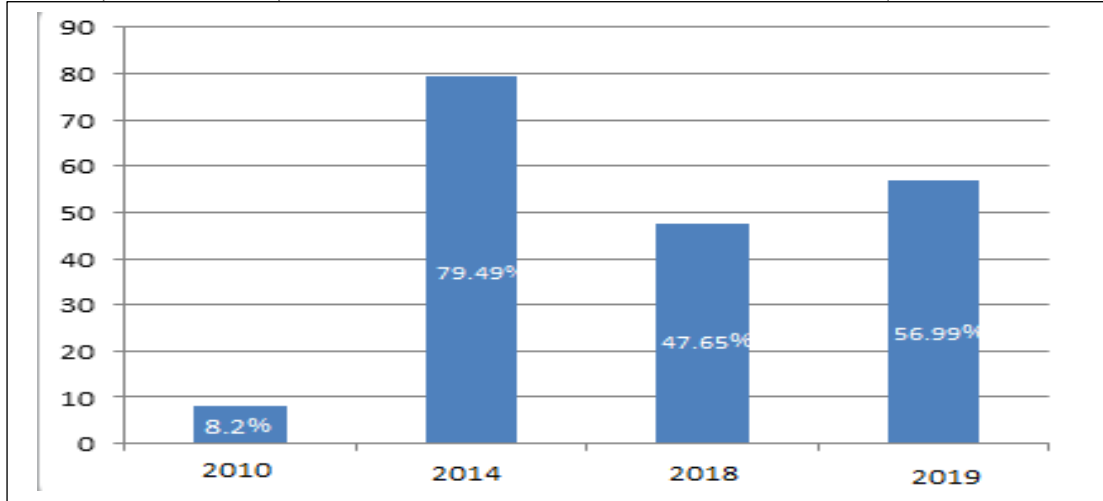
وهذا ما شجع القطاع الخاص من الشركات في زيادة اصداراتها بأحجام كبيرة من مختلف أنواعها وقامت بتوفير التمويل لمختلف القطاعات الإقتصادية بماليزيا.

أولاً: دور أنواع الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية

1- تطور اصدار صكوك المرابحة:

تم بدأ التعامل بصكوك المرابحة في السوق الماليزية في مارس 1994م، ثم تلاحت الإصدارات بشكل متزايد في السنوات الأخيرة، ويمكن توضيح هذه التطورات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-8) : تطور اصدار صكوك المرابحة ما بين (2010-2019)



المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية تاريخ الاطلاع 2021/06/16 على الساعة 15:19 متوفرة

على الموقع : <https://www.sc.com.my/development/icm/icm-publications/malaysian-icm>

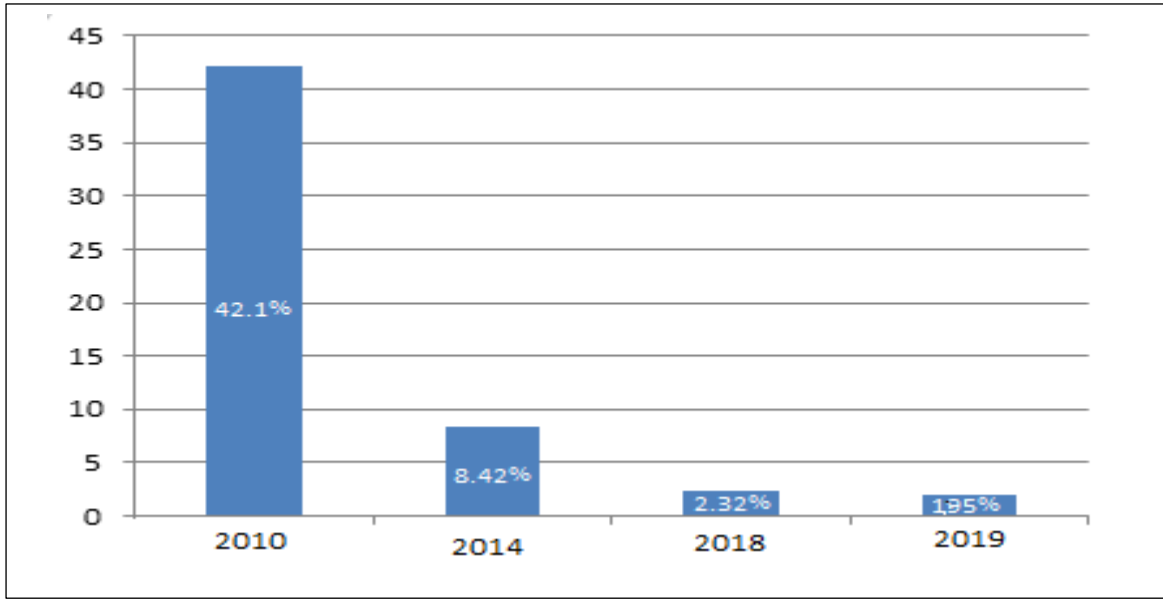
من خلال الشكل البياني يتضح استمرار استحواد صكوك المرابحة على الحصة الأعلى من إصدارات الصكوك في السنوات الأخيرة، حيث استحوذت على 134 مليار دولار في 2019 بنسبة 56.99% من الحجم الإجمالي للصكوك المصدرة، حيث كانت لا تتعدى نسبتها 8.2% في 2010 أي ما قيمته 10.8 مليار دولار فقط، وأصبحت بذلك المصدر الأساسي لتمويل الاقتصاد الماليزي.

و يرجع الاعتماد على هذا النوع من الصكوك لسهولة عملية تصكيك الأصول و اصدار الصكوك حيث انعكس إصدارها بالقبول العام لدى المستثمرين الماليزيين.

2- تطور اصدار صكوك المشاركة:

كان أول إصدار لصكوك المشاركة من طرف شركة في 2005، ثم تلاحت الإصدارات في السنوات الأخيرة، ويمكن توضيح هذه التطورات من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-9): تطور اصدار صكوك المشاركة ما بين (2010-2019)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية

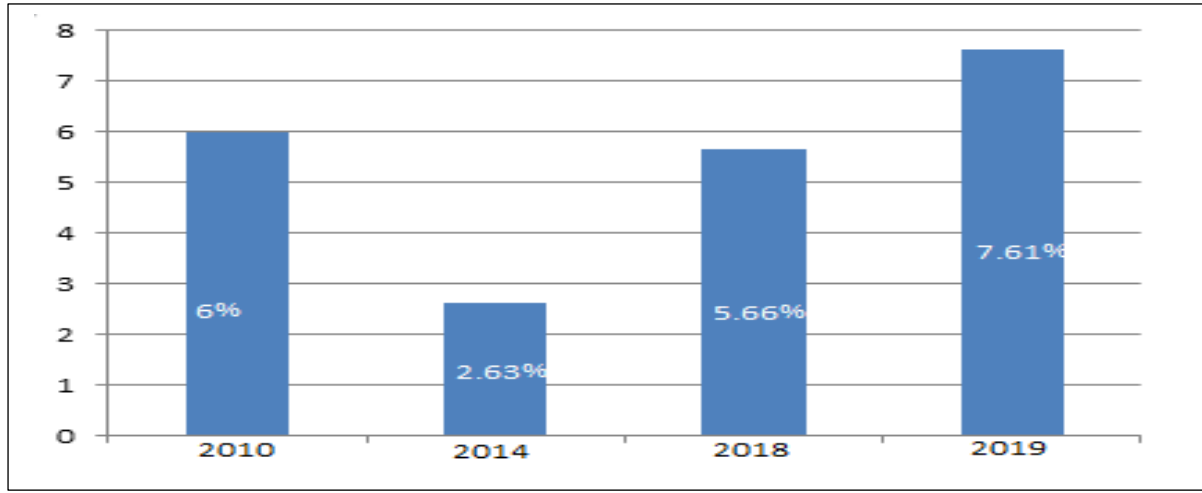
من خلال الشكل البياني يتضح أن سنة 2010 شكلت سنة استثنائية في إصدار هذا النوع من الصكوك، حيث وصلت نسبة الإصدار إلى 42.1% أي ما يعادل أكثر من 56 مليار دولار من مجمل الصكوك الموافق اصدارها في 2010، حيث كان الاعتماد على هذا النوع من الصكوك بشكل كبير، و ذلك لما تتميز به في مفهوم تقاسم الربح والخسارة، مما أدى إلى زيادة قناعة لدى المستثمرين الماليزيين في إصدار صكوك المشاركة مقابل التخلي على إصدار صكوك الأخرى، و لكنها انخفضت بشكل قياسي الى نسبة 8.42% في 2014، وتواصلت في الانخفاض حيث سجلت في نهاية السنة الماضية 2019 نسبة 1.95% ما يعادل 4.5 مليار دولار فقط، ويرجع سبب هذا الانخفاض الكبير إلى الإقبال على صكوك المرابحة بدلا من صكوك المشاركة.

3-تطور اصدار صكوك المضاربة :

كان أول إصدار لصكوك المضاربة في سنة 2005 من طرف PG MUNICIPAL ASSETS BHD بقيمة ثمانين مليون رينغيت، وتم الإصدار تماشياً مع تعليمات وإرشادات الأوراق المالية الإسلامية الصادر في جويلية 2004 من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية لإصدار صكوك تبنى على عقد المضاربة.

ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك المضاربة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-10): تطور اصدار صكوك المضاربة ما بين (2010-2019)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية

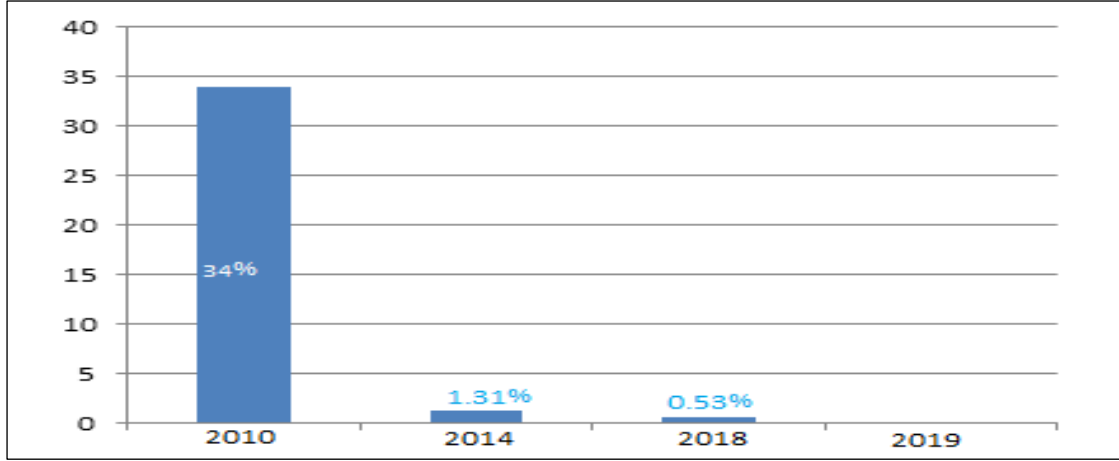
من خلال الشكل السابق يمكن ملاحظة أن حجم إصدار صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الماليزية يتميز بالضعف وقلة مساهمتها في الإصدار العام للصكوك حيث سجلت سنة 2014 نسبة 2.63% من إجمالي الصكوك، وبدأت بالارتفاع تدريجياً في السنوات الأخيرة لتصل في 2019 إلى ما يقارب 7.61% من إجمالي الصكوك المصدرة أي ما يعادل 17.8 مليار رينغيت ماليزي كأعلى قيمة منذ بداية اصدار هذا النوع من الصكوك.

4- صكوك الايجار:

أصدرت الحكومة الماليزية صكوك إجارة لأول مرة في سنة 2002، لتكون أول دولة في العالم تصدر صكوك إجارة سيادية دولية وبموعد استحقاق 5 سنوات، ولاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي.

و الشكل الموالي يوضح تطور اصدار صكوك الايجار:

الشكل رقم (3-11): تطور اصدار صكوك الإجارة ما بين (2010-2019)



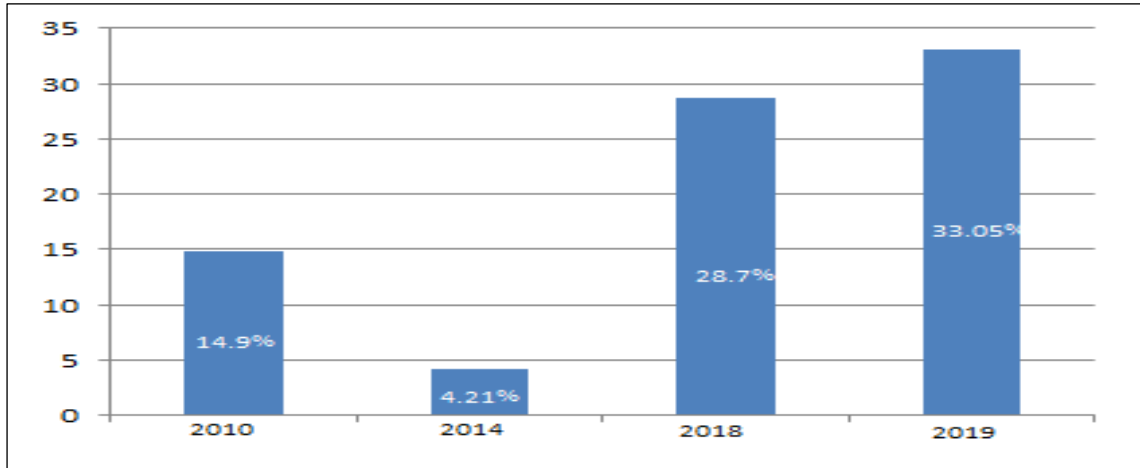
المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية

من خلال الشكل السابق يمكن ملاحظة أن أعلى إصدار سجل في سنة 2010 و حصولها على المرتبة الثالثة في عدد الإصدارات بنسبة 34% من إجمالي الصكوك المصدرة أي ما يعادل 45.1 مليار دولار، ثم بدأت بالانخفاض لتسجل قيمة متدنية في سنة 2014 بنسبة 1.31% من إجمالي الصكوك و وصلت في الانخفاض الى أن وصلت الى نسبة شبه منعدمة قدرت ب 0.07% من إجمالي الصكوك في 2019.

5- الصكوك الهجينة:

وهي الصكوك التي تقوم على الجمع بين نوعين أو أكثر من الصكوك، تزايدت نسبة الاعتماد على هذا النوع من الصكوك في السنوات الأخيرة، ويمكن توضيح هذه التطورات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-12): تطور اصدار الصكوك الهجينة ما بين 2010-2019



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية

نلاحظ من الشكل أعلاه تزايد نسبة اصدار الصكوك الهجينة في السنوات الأخيرة حيث أنها احتلت المرتبة الثانية بعد صكوك المرابحة بنسبة 33.05% في 2019، ويرجع سبب استخدام هذا النوع من الصكوك لسهولة عملية التصكيك وطبيعتها حيث تمزج لنوعين من الصكوك، مما يقلل من المخاطر و انعكس إصدارها بالقبول العام لدى المستثمرين الماليزيين.

ثانياً: مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات المختلفة بماليزيا

تلعب الصكوك دوراً هاماً في تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية سواء كانت حكومية أو خاصة، وذلك وفق ما يمثله الجدول التالي يوضحه الجدول التالي:

الجدول (3-3) توزيع الصكوك الماليزية حسب القطاعات الاقتصادية

النسبة	كمية الصكوك	عدد الصكوك	القطاع
63.63	287.02	787	المؤسسات الحكومية
11.46	51.71	446	الخدمات الحكومية
6.66	30.08	441	الطاقة و استخداماتها
6.22	28.06	352	المواصلات
3.91	17.68	489	المنشآت
2.09	9.43	108	الاتصالات
1.37	6.18	163	العقارات
0.87	3.94	41	التكتلات
0.81	3.67	99	الزراعة
0.80	3.62	88	النفط و الغاز
0.72	3.26	56	الخدمات
0.34	1.55	74	الرعاية الصحية
0.29	1.34	53	الصناعات التحويلية
0.22	1.03	11	التعليم
0.17	0.78	23	السلع الغذائية و المشروبات
0.15	0.72	31	السلع الاستهلاكية
0.07	0.32	02	الترفيه و السياحة
0.05	0.24	08	التعدين و المعادن
0.04	0.22	20	تكنولوجيا المعلومات
0.03	0.18	18	التجزئة
100	451.03	3.310	المبلغ الاجمالي

المرجع: طيبة عبد العزيز، عمر واي علي، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - التجربة الماليزية نموذجاً، الملتقى الوطني حول "الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي مناسب، عرض وتقييم تحارب دولية"، جامعة الجليلي بونعامه خميس مليانة، الجزائر، 12 ديسمبر 2017، ص: 11.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه مساهمة إصدار الصكوك الإسلامية في تعبئة الأموال اللازمة لتمويل الاقتصاد الماليزي، ومن حيث القطاعات يظهر أن القطاع الحكومي هو الأكثر إصداراً للصكوك بـ 787 إصدار، يليه قطاع البناء بـ 489 إصدار ثم قطاع الخدمات المالية بـ 446 إصدار في حين قطاع الطاقة حوالي 441 إصدار و قطاع المواصلات حوالي 352 إصدار، بينما باقي العدد يتوزع على مختلف القطاعات من اتصالات وعقارات وزراعة بنسب متفاوتة وهذا من حيث عدد الاصدارات و ليس القيمة المالية¹.

¹حناش إلياس وآخرون، مرجع سابق ذكره، ص: 290.

خلاصة الفصل

تناول هذا الفصل سوق الأوراق المالية الماليزية ودور الصكوك الإسلامية في تفعيلها، حيث تم عرض للتجربة الماليزية في سوق رأس المال الماليزي ومراحل تطوره حتى وصل تسميتها بالبورصة الماليزية وما تحتويه من أقسام كسوق الملكية وسوق السندات وسوق المشتقات وسوق الأوراق المالية الإسلامية.

في حين تم في هذا الفصل، تقديم وتحليل للمكانة الرائدة التي صارت تحتلها ماليزيا في إصدار الصكوك حيث أنها أكبر بلد من حيث قيمة الإصدارات والحجم والعدد والعملة مقارنة بباقي البلدان المصدرة للصكوك، كما أنها السبّاقة لاستحداث أهم أنواع الصكوك وتطوير إصدارها خلال العقد الأخير، وتحديد بنية كل نوع ومراحل إصداره وطرق تداوله، حيث سيطرت كل من صكوك المشاركة والبيع بثمن آجل في السنوات الأولى، لتراجع بشكل كبير لتترك مكانها لصكوك المرابحة والإجارة والمضاربة في السنوات الأخيرة، لتشكل مجمل الصكوك المصدرة أكبر نسبة مقارنة مع السندات الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية مؤخرًا، و الدور الكبير للشركات الخاصة الماليزية في تفعيل سوق الصكوك بتربعها في إصدار الصكوك من حيث القيمة أو نوعها على المستوى العالمي، مما يعطي سمة نجاح التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، وبالتالي انعكاسها الايجابي على سوق الأوراق المالية الماليزي.

خاتمة

لقد تناول هذا البحث موضوعاً يتمحور حول تنشيط سوق الأوراق المالية بأدوات تمويل تراعي أحكام الشريعة الإسلامية، حيث أردنا تسليط الضوء على دور الصكوك الإسلامية في التمويل، من خلال دراسة حالة دولة ماليزيا، حيث تضم هذه الدولة أنشط سوق إسلامي للصكوك في العالم.

إن وجود الصكوك كأداة استثمارية يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثلها لأسباب اقتصادية ودينية، كما أنها مهمة لكسب المستثمرين وتوزيع قاعدة الاستثمار الإسلامي وتساعد الدولة في تغطية عجز ميزانيتها، إضافة إلى إثرائها للسوق المالية الإسلامية "البورصة" باعتبارها الطرف المكمل للأسهم.

وبالنظر إلى واقع الصكوك نجد اهتمام كبير بها على المستوى العالمي. حيث نمت حجم الصكوك بشكل مستمر ومتواصل وتعد التجربة الماليزية أبرز مثال على مستوى التمويل الإسلامي، وأول سوق إسلامية للأوراق المالية نتيجة لرغبة الحكومة في توفير فرص تمويلية شرعية، بحيث نجد ازدهار هذه السوق الناتج عن تنوع منتجاتها ونشاط أسواقها الفرعية المتمثلة خاصة في سوق الصكوك الذي يؤدي دوراً مهماً على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي، فهي تساهم بشكل كبير في تنشيط وتعميق السوق من خلال تزايد حجم الإصدار للصكوك وتنوعها بالإضافة إلى ملائمة الصكوك في تمويل مختلف الأنشطة الاستثمارية وإقبال مختلف القطاعات الاقتصادية عليها الأمر الذي يؤدي إلى توظيف جيد للأموال وبالتالي الرفع من كفاءة السوق الإسلامي للأوراق المالية.

من خلال دراستنا الراهنة و في محاولة للإجابة عن تساؤلاتها و الإحاطة بجميع جوانبها يمكننا تقديم النتائج التالية :

أولاً: النتائج

1. سوق الأوراق المالية الإسلامية المالية هو ذلك السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، وهو المكان الذي تتعامل وتنشط فيه الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
2. تعتبر الصكوك الإسلامية أداة التمويل التنموية الاقتصادية و امتيازها بالتنوع الواسع المتمثل في صكوك المضاربة والمشاركة، والسلم، الاستصناع، والإجارة.

3. إن الصكوك الإسلامية أداة بديلة عن السندات التقليدية، حيث تقوم السندات على أساس الدين والربا بينما الصكوك تكون مصدرة وفقا لمشاريع واستثمارات حقيقية وتصدر على أساس حق الملكية وتكون مهيكلتة على عقود وضوابط شرعية.

4. توفر الصكوك الإسلامية منفذا جديدا للمستثمرين الذين يرغبون في الولوج الى سوق الأوراق المالية واستثمار مواردهم المالية وفق مبادئ الشريعة.

5. شهد إصدار الصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال العالمية تطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة حيث بلغ إجمالي الإصدارات العالمية لسنة 2019 ما يقارب 145.7 مليار دولار كأعلى قيمة له منذ بداية التعامل بالصكوك و بنسبة زيادة قدرها 63.54% عن سنة 2010، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

6. حقق سوق الصكوك الإسلامي الماليزي تطورا كبيرا نتيجة الارتفاع الكبير للصكوك المصدرة و الصكوك القائمة فقد سجل حجم إصدار الصكوك في السنوات الأخيرة نسب جيدة حيث سجلت سنة 2019 نسبة 61% من إجمالي الإصدار الكلي للأوراق المالية كأعلى نسبة مقارنة بالسنوات السابقة حيث كانت نسبة إصدار الصكوك 32% في 2010 و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

7. تعددت استخدامات الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي حيث نجد أن مساهمة المؤسسات الحكومية بنسبة 63% من إجمالي الإصدارات العالمية ذلك لاعتبارها مصدرا هاما للسيولة كما تستخدم في تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية. و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.

تعتبر التجربة الماليزية رائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية بدليل تصدرها للصكوك الإسلامية منذ فترة طويلة، مكنتها من تمويل مشاريعها التنموية باستقطاب المدخرات المحلية وتوجيهها نحو القطاعات المختلفة سواء كانت إنتاجية أو خدمية.

ثانيا: التوصيات و الاقتراحات

على ضوء النتائج المذكورة يمكننا تقديم جملة من الاقتراحات والتوصيات وهي كما يلي:

1. تشجيع البحث الاقتصادي الإسلامي والعمل أكثر من أجل جعل الصكوك الإسلامية أكثر توافق مع الفقه الإسلامي.

2. عدم المحاكاة لآبد من وجود منطلق جديد يميز الاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد الوضعي.
3. زيادة الامتيازات وتشجيع المستثمرين من أجل جذبهم للاستثمار في الصكوك الإسلامية.
4. يتعين على المصارف الإسلامية تنويع محفظتها الاستثمارية بأدوات مالية إسلامية كالصكوك ذات المرونة العالية، كبديلا عن الأدوات المالية التقليدية التي لا تتوافق مع طبيعة العمل المصرفي الإسلامي.
5. لآبد من استفادة الدول العربية من التجربة الماليزية، حيث يجب قيام الحكومات العربية بتشجيع جميع القطاعات الاقتصادية الخاصة والعامة على إصدار الصكوك الإسلامية من خلال تبني سياسة ضريبية تحفيزية للشركات المصدرة، مع توفير الغطاء القانوني المواكب للتطورات الحاصلة في هذا المجال.
6. ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب و عقد مؤتمرات وحلقات نقاش لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق الصكوك بشكل خاص والصناعة المالية الإسلامية بشكل عام.

ثالثا: أفاق الدراسة

في الأخير لا نزع أن بحثنا هذا قد استوفي جميع ما يتطلبه من تحليل ودراسة ولكن نأمل أننا قد وفقنا بالإلمام بأغلب جوانبه وأن تكون الدراسة الراهنة مدخلا لدراسات أكثر عمقا ودقة. وفي هذا الصدد نقترح المواضيع التالية:

1. دور صكوك المرابحة في تمويل المشاريع الاستثمارية.
2. تقييم تجارب إصدار الصكوك الإسلامية في الدول المختلفة.
3. إمكانيات وشروط إيجاد سوق رأس مال إسلامي جزائري بالاستفادة من التجربة الماليزية.

قائمة المراجع

• المراجع باللغة العربية

- القرآن الكريم

أولاً: الكتب

1. أحمد سعيد عبد الطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
2. إبراهيم بن صالح العمر، النقود الائتمانية دورها وآثارها في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار العاصمة للنشر والتوزيع، الرياض، 1993.
3. أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
4. أحمد سفر، "المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية" اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005.
5. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي اسلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار الميسرة للنشر و للتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
6. أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009.
7. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان -الأردن 2002.
8. حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان -الأردن، 2011.
9. حسين شحاته، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة التقوى، القاهرة، 2001.
10. زكريا سلامة عيسى شنطاوي، "الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

11. سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، سوريا، 2015.
12. سعيد توفيق عميد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
13. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
14. شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا 2002.
15. شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
16. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
17. عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية: دراسة مقارنة، دار التعليم العالي، الإسكندرية، 2003.
18. عبد الحميد محمود البعلي، دور المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في الإصلاح الاقتصادي، بدون دار نشر، الكويت، 2010.
19. فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن، إدارة البنوك: مدخل كمي و استراتيجي معاصر، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
20. مبارك بن سليمان ال سليمان ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة ، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع ،الرياض، 2005.
21. محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ط2، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999.
22. محمد أمين ولد عالي، التنظيم الفقهي و التنظيم القانوني السوق المالية الإسلامية ، دار ابن حزم، بيروت، 2011.
23. محمد صالح الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
24. محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
25. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2005.

26. محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
27. محمد مصري هارون، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات، الطبعة الثانية، دار النفائس، عمان 2009.
28. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق، عمان، 2007.
29. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
30. النووي، يحيى بن شرف، صحيح مسلم بشرح النووي، الطبعة الثانية، ج 10، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1992.
31. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002.

ثانياً: المقالات

1. أحمد الزعبي وعبد الله، ربابعة، أحكام المضاربة الفاسدة في الفقه الإسلامي والقانون المدني الأردني، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الرابع، العدد (1)، 2008.
2. بوعبد الله علي، تطور اصدار الصكوك المالية الاسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، العدد 14، جامعة المسيلة 2015.
3. حناش إلياس وآخرون، الصكوك الاسلامية كبديل لتمويل التنمية الاقتصادية-عرض التجربة الماليزية-، مجلة نماء للاقتصاد و التجارة، عدد خاص، المجلد رقم 1، الجزائر، أفريل 2018.
4. عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد القضائي، العدد 11، جامعة الوادي، الجزائر.
5. عبد الحميد بوشرمة و آخرون، دور الصكوك الاسلامية في تمويل التنمية، مجلة نماء للاقتصاد و التجارة عدد خاص المجلد 01، افريل 2018.
6. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المشتقات المالية الإسلامية لإدارة المخاطر التجارية مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد 11، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1999.
7. العجيلي سامي زميم، إستراتيجيات الهندسة المالية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية (دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية الإسلامية)، مجلة دراسات الاقتصاد و الأعمال، المجلد 4، العدد 1، يونيو 2016.

8. علي عبد الله، بلحمري خيرة، تأثير المتغيرات الكلية على أداء السوق المالي الأردني، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 6، العدد 1، جامعة لمدينة، 2014.
9. فؤاد محمد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 1، الأردن، 2013.
10. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية للبحرين، مجلة الباحث، العدد 09، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر 2011.

ثالثا: الرسائل الجامعية

1. أحمد اسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و علاج مخاطرها، رسالة ماجستير في الاقتصاد و المصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005.
2. أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار و دورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق، 2009.
3. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.
4. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2006.
5. حليمة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة 2008 إلى 2013، مذكرة مقدمة لمتطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2014/2015.
6. ربيعة بن زيد، الصكوك المالية الإسلامية و مخاطرها، رسالة ماجستير علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
7. زاهرة على محمد بني عامر، التصكيك و نيرة في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإنسانية، قسم الاقتصاد والمصارف السالمية كلية الشريعة والدراسات السامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.

8. سعيدة حرفوش، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة ماليزيا، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدينة ، 2009.
9. سليم جابو، تحليل حركة اسعار الأسهم في بورمية الأوراق المالية، دراسة حالة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2001-2010 ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012.
10. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال و التجارة الدولية، سطيف، 2013.
11. محمد نور الدين سيد، دور التمويل الإسلامي في تمويل البنية التحتية في مصر (دراسة ميدانية مقارنة)، رسالة دكتوراة فلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين الشمال، جمهورية مصر، 2015.
12. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

رابعاً: الملتقيات و المؤتمرات و الندوات

1. أحمد علي عبد الله، العلاقة بين الهيئات الشرعية والبنوك المركزية، بحث مقدم إلى المؤتمر الأول للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 09-10 أكتوبر 2001.
2. العيد علي الجارحي و عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010.
3. جاسم على سالم الشامسي، سوق الأوراق المالية الإسلامية في ضوء قرارات مجمع النفق الإسلامي بين الأمل و الواقع، المؤتمر الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية 2005.
4. جمال العمارة ورايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
5. حامد بن علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية، عرض و تقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010.

6. حمزة الفعر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية - عرض وتقييم - المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24-25 ماي 2010.
7. خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.
8. زايري بلقاسم ومهدي ميلود، موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
9. زياد جلال الدماغ، مخاطر الصكوك وطرق معالجتها، المؤتمر الدولي في المصرفية والمالية الإسلامية - الممارسات والتقاضي عبر الحدود الجامعة الإسلامية بماليزيا، 2010.
10. صالح صالح و عبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي، خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009.
11. صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009.
12. طويلي مصطفى و شرع يوسف، "صينغ التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي و ضوابطه، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع برهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23 - 24 فيفري 2011.
13. طية عبد العزيز، عمرواي علي، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، التجربة الماليزية نموذجاً، الملتقى الوطني حول الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي مناسب، عرض وتقييم تجارب دولية، جامعة الجيلالي بونعامة، خميس مليانة، الجزائر، 12 ديسمبر 2017.
14. عبد الستار أبو غدة، الهيئات الشرعية تأسيسها وأهدافها، بحث مقدم للمؤتمر الأول للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 10-09 أكتوبر 2001.
15. عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.

16. عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسية المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وامدادها بالأنوات المالية الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشرعية والقانون، جامعة الملك عبد العزيز، 2007.
17. عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض و تقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010.
18. عبد الله بن منيع، الصكوك الإسلامية: تجاوزا وتصحيحا، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقوم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010.
19. عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الإستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009.
20. علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار: تأصيلها وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى منتدى الإستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1-2 مارس 2010.
21. علي في الدين القره، داغي، بيع الصكوك لحاملها- دراسة فقهية اقتصادية، ورقة مقدمة إلى ندوة مستقبل العمل المصري الإسلامي الرابعة المنعقدة بفندق بارك حياة، جدة، يومي 13 و14 ديسمبر 2014.
22. عيسى مرزوقة و محمد الشريف شخشاخ، البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية الإسلامي، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي واقع...الرهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23 - 24 فيفري 2011.
23. فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة المنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008.
24. فؤاد محمد أحمد محمدين، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.
25. لعلو بوخاري ووليد العايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع..ورهنات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.

26. محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008.
27. محمد زياد سلامة البخيت، السوق المالي الإسلامي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، المؤتمر العلمي الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15، 16 ديسمبر 2010.
28. محمد علي القرني بن عيد، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 27-28 ماي 2008.
29. محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة التاسعة عشر، لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات، 26-30 أبريل 2009.
30. معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقويم - المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24-25 ماي 2010.
31. وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجري، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع و آفاق المستقبل ، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15 - 17 ماي 2005.

خامسا : معايير وقرارات و قوانين

1. قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الاسلامي قرار رقم 178(19/4) بشأن الصكوك الاسلامية(التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، 2009.
2. قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الاسلامي القرار رقم 137 (15/3) بشأن صكوك الاجارة.
3. قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي الدولي البثق من منظمة المؤتمر الإسلامي : قرار رقم 30 (3/4) حول سندات المقارضة وسندات الاستثمار، 1988.

4. هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعايير الشرعية المعيار رقم 5 -الضمانات- البحرين 2007.

5. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم : 17 صكوك الاستثمار.

6. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 11: الاحتياطات، البحرين 2007.

سادسا: المعاجم

1. ابن منظور، لسان العرب، الطبعة الثالثة، المجلد الرابع، دار صادر للطباعة والنشر، لبنان، 1994.

سابعا: التقارير

1. التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للفترة (2010-2019).

2. التقرير التاسع لسوق الأوراق المالية الدولية iifm.

• المراجع باللغة الأجنبية

أولا: الكتب

1. J.Pilverdier, laterey, Le marché boursier, Economica, 1998.

ثانيا: المقالات

1. Fatima El Morabit et d'autres , les sukus : première émission de l'état marocain innovation et challenges, Journal de l'économie islamique mondiale, num 86, 2019 .

2. Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, An introduction to Islamic finance, theory and practice-seconde edition, Singapore, 2007.

ثالثا: التقارير

1. Sukuk Report, International islamic Financial Market , 9 th edition, july 2021.
2. Securities commission Malaysia ; Annual Report, 2016, 2018, 2020.

رابعا: المواقع الالكترونية

1. <http://kerbalacss.uokerbala.edu.iq/wp>, 2021/01/10.
2. <https://iefpedia.com/arab>, 2021/03/14.
3. <https://ebook.univeyes.com>, 2021/03/15.
4. <https://iefpedia.com/arab>, 2021/03/15.
5. <http://conferences.ju.edu.jo/sites/Islamic>, 20192021/03/16.
6. <https://bukhari.lna.io/4625>, 2021/04/12.
7. <https://almuslimalmuaser.org/author/ahmed-gaber-badran>, 2021/05/18.
8. <https://al-sabhany.com/index.php/articles/islamic-checks-bonds>, 2021/04/10.
9. <http://www.abhatoo.net.ma>, 2021/04/10.
10. <https://www.hussein-hamed.com/w/eHotline#Research>, 2021/04/11.
11. <https://www.academia.edu>, 2021/05/14.
12. <https://www.thestar.com.my/business/business-news/2019/01/30/SUKUK-issuance-in-10-largest-markets-fell-in-2018-says-fitch>.
13. <https://www.iifm.net/sukuk-reports>, 2021/06/04.
14. <http://www.mifc.com>, 2021/06/15.
15. <https://www.sc.com.my/development/icm/icm-publications/malaysian-icm>, 2021/06/16.

المخلص

تقدم هذه الدراسة عرضاً للسوق المالية الماليزية، ودور الصكوك الإسلامية في تنشيطها، حيث تبين أن دولة ماليزيا أصبحت الأولى عالمياً من حيث إصدارات هذه الصكوك حيث تحوز على أكثر من 47% من إجمالي الإصدارات و ساهمت الصكوك الإسلامية في ماليزيا في جذب عدد من الشركات الإسلامية وغير الإسلامية، كما زادت من رسملة سوق رأس المال الإسلامي إضافة إلى قدرتها على توفير السيولة اللازمة للمتعاملين ومكنت من استقرار سوق رأس المال الإسلامي والاقتصاد ككل.

بينت الدراسة الراهنة أن الصكوك الإسلامية تلعب دوراً هاماً في تنشيط سوق الأوراق المالية وقد مكنت الصكوك الإسلامية الحكومة الماليزية من تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية والتنمية نظراً لتعددتها وتنوعها.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الصكوك الإسلامية، التصكيك، صكوك المضاربة صكوك المرابحة، صكوك المشاركة، صكوك السلم، صكوك الإستصناع.

Abstract

This study covered a presentation of the Malaysian financial market, and the role of Islamic sukuk in revitalizing it. It was revealed that Malaysia became the first in the world in terms of these sukuk assurances, as it holds more than 47% of the total assurances. Furthermore, Islamic sukuks in Malaysia contributed to attracting a number of Islamic and non-Islamic companies. It also increased the capitalization of the Islamic capital market in addition to its ability to provide the necessary liquidity to the dealers and enabled the stability of the Islamic capital market and the economy as a whole.

The current study showed that Islamic sukuk plays an important role in revitalizing the stock market. Besides, Islamic sukuks have enabled the Malaysian government to finance various economic and development projects due to their multiplicity and diversity.

Key Words : Stock market, Islamic sukuk, the securitization, Sukuk mudarabah Sukuk almurabahah, Sukuk almusharakah, Sukuk Essalam, Sukuk alistisnaa.