

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي ومالي

تحت عنوان

دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الماليزي
-دراسة حالة السوق الماليزي للفترة (2001-2024)-

إشراف الأستاذ(ة):

د. نزار سناء

إعداد الطالب :

بوقرة كريم

السنة الجامعية 2024 – 2025

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

إلى روح والدي الغالي،

إلى والدتي العزيزة،

نبح الحنان، ومصدر الدعاء، والسند الثابت في كل مراحل دراستي،
جزاها الله خير الجزاء وأطال في عمرها.

إلى زوجتي الغالية،

رفيقة الدرب، وشريكة النجاح، التي وقفت بجانبتي بكل حبه وصبر
وتشجيع.

إلى أبنائي الأعزاء،

مصدر إلهامي، وسبب إصراري، أرجو أن يكون هذا العمل لبنة في
مستقبل يفتخرون به.

وإلى أستاذتي الفاضلة،

الدكتورة سناء نزار،

تقديرًا وعرفانًا لجهودها القيمة، وتوجيهاتها السديدة، ومتابعتها
الدؤوبة التي كان لها الأثر الكبير في إخراج هذا العمل إلى النور.

قائمة المحتويات

الصفحة	الفهرس
–	الإهداء
I-III	قائمة المحتويات
IV	قائمة الجداول
V-I	قائمة الأشكال
أ-هـ	المقدمة العامة
30-2	الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية وسوق رأس المال
2	1.1. ماهية الأسواق المالية
2	1.1.1. مفهوم الأسواق المالية
7	2.1.1. أنواع الأسواق المالية
11	3.1.1. أهمية الأسواق المالية في النظم الاقتصادية
12	2.1. سوق رأس المال
12	1.2.1. ماهية سوق رأس المال
14	2.2.1. هيكل سوق رأس المال
17	3.2.1. شروط قيام سوق رأس المال
18	3.1. الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
19	1.3.1. أدوات الملكية
23	2.3.1. أدوات الدين
28	3.3.1. الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المستقبلية
30	خلاصة الفصل
64-32	الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية مفهومها ضوابطها الشرعية وأهميتها

32	1.2. التصكيك ومراحله العملية
32	1.1.2. ماهية التصكيك الإسلامي والفرق بينه وبين التصكيك التقليدي
34	2.1.2. أطراف عملية التصكيك
36	3.1.2. آلية إصدار الصكوك الإسلامية
37	2.2. الصكوك الإسلامية مفهومها وأنواعها:
37	1.2.2. مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها:
44	2.2.2. خصائص الصكوك الإسلامية
46	2.2. 3 أنواع الصكوك الإسلامية:
56	3.2. الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية، أهميتها، مخاطرها.
60	1.3.2. ضوابط الإصدار للصكوك الإسلامية:
57	2.3.2. ضوابط التداول للصكوك الإسلامية واطفاءها:
58	3.3.2. الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية، مخاطرها وكيفية ادارتها:
64	خلاصة الفصل
111-65	الفصل الثالث دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا
66	1.3. مدخل تعريفى بالاقتصاد الماليزي وسوق رأس المال فيه:
66	1.1.3. نظرة على الاقتصاد الماليزي وسوق رأس المال فيه:
76	2.1.3. الإطار العام لسوق رأس المال في ماليزيا:
87	3.1.3. وظائف سوق رأس المال الماليزي وأهم التحديات التي تواجهها:
89	2.3. سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والرقابة الشرعية عليه.
89	1.2.3. الإطار المفاهيمي لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي
94	2.2.3. الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

104	3.2.3. الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الماليزي ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره
105	3.3. الصكوك الإسلامية الماليزية ودورها في سوق رأس المال الماليزي والدروس المستفادة من أجل انشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر.
105	1.3.3. دراسة ارتباط وأثر إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزي
108	2.3.3. تقييم التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية
109	3.3.3. الدروس المستفادة من أجل انشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر:
111	خلاصة الفصل
112	الخاتمة العامة
115	قائمة المراجع
122-121	الملاحق
-	ملخص الدراسة

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1.1	مقارنة بين السند والسهم	25
1.2	أوجه الاختلاف بين التصكيك التقليدي والاسلامي	33
1.3	البيانات الاقتصادية والسياسية لدولة ماليزيا	67
2.3	محطات تطور سوق رأس المال الماليزي	76
3.3	حجم سوق رأس المال الماليزي من 2019 إلى 2024	79
4.3	القيمة السوقية لمجموع إصدارات أدوات الملكية	80
5.3	حجم وقيمة التداول في سوق صناديق الاستثمار العقاري خلال الفترة 2022 و2025	82
6.3	إجمالي الإصدارات سندات الشركات والصكوك من 2019 إلى 2024	84
7.3	التحديات التي تواجهها سوق رأس المال الماليزي	88
8.3	التطور التاريخي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا	90
9.3	تطورات حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال 2020 و2024	93
10.3	تطور الأصول المدارة من الصناديق الاستثمار الإسلامية	96
11.3	إجمالي الصكوك الإسلامية وقيم المؤشر COMPOSIT في ماليزيا 2001-2024	106

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1.1	تدفقات الأموال من خلال النظام المالي	4
2.1	أنواع الأسواق المالية	8
3.1	الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال	18
4.1	سهم شركة سابير الموحدة للخطوط الجوية في الولايات المتحدة الأمريكية	19
5.1	سند شركة هاملتون في الولايات المتحدة الأمريكية	24
6.1	إصدار سندات الالتزامات العامة وسندات الإيرادات لفترة 2007-2022	27
1.2	إجمالي إصدارات الصكوك العالمية جميع الآجال، جميع العملات، بمليارات الدولارات الأمريكية	41
2.2	إصدارات الصكوك الإسلامية حسب نوع المصدر	42
3.2	تصنيف الأوراق المالية من حيث التوليفات (العائد/الخطر)	43
4.2	هيكل صكوك المراجعة	47
5.2	هيكل صكوك السلم	48
6.2	هيكل صكوك الاستصناع	49
7.2	هيكل صكوك المضاربة	50
8.2	هيكل صكوك المشاركة	52
9.2	هيكل صكوك الوكالة	52
10.2	هيكل صكوك الإجارة	54
11.2	أنواع الصكوك الإسلامية	56
1.3	البيانات الاقتصادية لدولة ماليزيا	69
2.3	تطور إجمالي الناتج المحلي	69
3.3	النظام المالي الإسلامي الشامل في ماليزيا	71
4.3	الحصة السوقية ومؤشرات النمو	72
5.3	رسم توضيحي هيكل وآلية تخضير الأعمال التجارية الحلال	75
6.3	مؤشر الإجهاد المالي العالمي لمكتب مراقبة الأصول الأجنبية (FSI) ومؤشر الإجهاد المالي الماليزي (MFSI)	78

79	حجم سوق رأس المال الماليزي من 2019 إلى 2024	7.3
81	القيمة السوقية لمجموع إصدارات أدوات الملكية	8.3
81	يوضح جمع الأموال من الأسواق المالية ل 2023 ونسبة الأوراق المالية الإسلامية إلى إجمالي الأوراق المدرجة	9.3
82	حجم وقيمة التداول في سوق صناديق الاستثمار العقاري 2022 و 2025	10.3
84	إجمالي الإصدارات سندات الشركات والصكوك من 2019 إلى 2024	11.3
87	المهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا	12.3
92	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي ل 2024	13.3
93	تطورات حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال 2020 و 2024	14.3
94	التوزيع حسب القطاعات للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية 2024	15.3
97	آلية إصدار صكوك البيع بثمن آجل / المراجعة في ماليزيا	16.3
98	عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بثمن آجل / مراجعة في ماليزيا	17.3
100	آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا	18.3
101	آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا	19.3
102	آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا	20.3
103	توزيع الصكوك الخضراء حسب الدول خلال 2020 و 2021	21.3
103	أنواع الصكوك المصدرة في ماليزيا لسنة 2024	22.3
110	تصور مقترح لاستراتيجية تطوير سوق رأس المال الجزائري من خلال الصكوك الإسلامية	23.3

حققة

يعتبر سوق رأس المال مؤشرا حيويًا لقياس أداء الاقتصاد الكلي، فهو يعكس ثقة المستثمرين في البيئة الاقتصادية كما تساهم كفاءته وشفافيته في تحسين تخصيص الموارد، وتخفيض كلفة رأس المال، وتحفيز الابتكار والريادة، ومع تعاظم العولمة المالية والانفتاح الاقتصادي، أصبح تطوير سوق رأس المال ضرورة استراتيجية للدول الراغبة في جذب الاستثمارات الأجنبية وتنويع مصادر التمويل، وعليه فإن من أبرز نقاط التميز لسوق رأس المال هو تعدد وكبر حجم تداول الأدوات المالية التي تتطور بسرعة كبيرة منذ نشأتها، لكن بعض هذه الأدوات المالية قد تتسبب في أحداث أزمات مالية كبيرة وذلك لتعاملها بالفائدة مثل الأزمة المالية ل 2007.

ومن هذا المنطلق أبرزت هذه الأزمة مدى وجود أدوات بديلة تساهم في تقليل الأزمات المالية مثل الصكوك الإسلامية التي تعد إحدى الأدوات المالية الحديثة التي برزت في إطار تطوير الصناعة المالية الإسلامية، بوصفها بديلا شرعيا للسندات التقليدية التي تعتمد على الفائدة المحرمة في الشريعة الإسلامية، وقد جاءت الصكوك لتلي الحاجة المتزايدة لآليات تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ظل الحفاظ على الكفاءة الاقتصادية والشفافية المالية. ويمثل سوق رأس المال الماليزي نموذجا رائدا في هذا المجال، حيث استطاعت ماليزيا أن تتبوأ موقعا متقدما عالميا في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، مستفيدة من بيئة تنظيمية متطورة وإطار شرعي متكامل، وتكمن أهمية دراسة هذا الموضوع في الوقوف على مدى فاعلية دور الصكوك الإسلامية في دعم سوق رأس المال، وتحليل الأطر القانونية والشرعية والتنظيمية التي ساعدت في نجاح التجربة الماليزية، مع استخلاص الدروس المستفادة لإمكانية نقلها إلى أسواق مالية ناشئة مثل السوق المالي الجزائري.

وعليه سنتناول بالدراسة والتحليل تجربة ماليزيا بهدف توضيح دور وأهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير سوق رأس المال الماليزي.

إشكالية البحث:

ولدراسة هذا الموضوع تم طرح الإشكالات الرئيسية التالية:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي؟

ولإجابة على هذا التساؤل تم وضع الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي أهم الأسس التي تقوم عليها عملية التصكيك الإسلامي وماهي أهم الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي؟

- هل توجد علاقة بين حجم الصكوك الإسلامية المصدرة وسوق رأس المال الماليزي؟

- هل أثرت الصكوك الإسلامية على سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2001 و2024؟

فرضيات البحث :

للإجابة على هذه الأسئلة تم وضع الفرضيات التالية:

- تقوم عملية التصكيك الإسلامي على أسس اقتصادية ومالية ودينية شرعية لا تخالف أحكام الدين الإسلامي.
- توجد علاقة طردية بين حجم الصكوك الإسلامية وسوق رأس المال الماليزي.
- يوجد تأثير إيجابي للصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي.

أسباب اختيار الموضوع:

إن اختيار هذا الموضوع يرجع إلى عدد من المبررات منها:

- رغبة الطالب في البحث في مجال الأسواق المالية كونها تدرج ضمن التخصص.
- الدور الكبير الذي لعبته منتجات الهندسة المالية الإسلامية خاصة على الساحة الاقتصادية في حل أزمة الرهن العقاري ل 2007.

- الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وزيادة كفاءته.
- الرغبة في إثراء المكتبة الاقتصادية ببعض الدراسات التي يمكن أن تساهم في إضاءة الطريق أمام بعض المهتمين بهذا المجال.

أهمية البحث:

- اكتساب ثروة معرفية في المجال الذي حققه الاقتصاد الماليزي ومحاولة تطبيقه على الاقتصاد الجزائري.
- تمكين المستثمرين المسلمين من خلال هذا البحث في ميدان سوق رأس المال الإسلامي في ترشيد القدرات والامكانيات الاقتصادية بصفة خاصة ولكل الأمة الإسلامية بصفة عامة.
- يمكن أن يكون هذا البحث نقطة انطلاق لتوجيه المجتمع الإسلامي للتعامل بالأدوات الاستثمارية القائمة على مبادئ الشريعة الإسلامية والخروج من دائرة المعاملات المحرمة.
- يمكن أن يوفر رصيد يضاف إلى المكتبة الإسلامية في مجال الاقتصاد الإسلامي.

أهداف البحث :

- التعريف بسوق رأس المال التقليدي والإسلامي وكذا الأدوات المالية المتداولة فيهما ومختلف الضوابط الشرعية التي تحكم الاستثمار بهذه الأدوات في السوق الماليزي.
- شرح تأثير الصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية كبديل للسندات الربوية.
- إبراز مخاطر الاستثمار بالصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية وكذا بعض آليات إدارة مخاطرها.

- الوقوف على مدى نجاح التجربة الماليزية في التعامل بالصكوك الإسلامية في سوق رأس المال للاستفادة منها.

منهج البحث:

تم اعتماد المنهج الوصفي والمنهج التحليلي لوصف وتحليل الواقع العملي لسوق رأس المال الماليزي من خلال المعلومات والبيانات والاحصائيات المتوفرة على المواقع الالكترونية للسوق الماليزي والاعتماد على التقارير السنوية لكل من البنك المركزي الماليزي (بنك نيغارا) وهيئة الأوراق المالية الماليزية للوقوف على مدى تأثير إصدارات الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي خلال فترة الدراسة المختارة.

الحدود المكانية والزمانية:

تم اختيار التجربة الماليزية في الجانب التطبيقي لتكون مجتمعا للدراسة كونها أشهر تجربة في مجال المالية الإسلامية مقارنة بالتجارب الأخرى، كما أنها تعتبر مثالا يحتذى به، وحدد المجال الزمني للدراسة خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2024 وهذا لدراسة الدور منذ ظهور الصكوك الإسلامية الى آخر الاحصائيات التي تم الحصول عليها.

الدراسات السابقة:

يعد موضوع الصكوك الإسلامية من المواضيع المعاصرة نسبيا، وفيما يلي عرض لأبرز الدراسات التي تطرقت إلى بعض جوانب هذا الموضوع:

- دراسة محمد عدنان بن الضيف بعنوان "الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية": وهي مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2008، حيث تناولت الدراسة الاستثمار في سوق الأوراق المالية من المنظورين الشرعي والوضعي، وتطرقت إلى الضوابط الإسلامية الحاكمة للسوق المالي، وأشكال العقود الاستثمارية المسموح بها، كما تناولت أدوات الاستثمار التقليدية والحديثة، وقد أسقطت الدراسة على واقع السوق المالي الإسلامي في ماليزيا، حيث تمحورت إشكالياتها حول مدى توفر مقومات إسلامية لإنشاء سوق أوراق مالية شرعية، خلصت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية يقوم على تشريعات مختلفة عن السوق المالي التقليدي، وأوصت بضرورة إنشاء سوق مستقل بأدواته ومؤسساته المالية الإسلامية. إلا أن الدراسة لم تعط اهتماما كبيرا لمسألة التصكيك، بخلاف دراستنا التي ركزت بشكل خاص على الصكوك الإسلامية ودورها في سوق رأس المال الماليزي.
- دراسة أسامة عبد الحليم الجورية بعنوان "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد": وهي رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، قدمت إلى معهد الدعوة الجامعية للدراسات الإسلامية بدمشق عام 2009، اشتملت الدراسة على أربعة فصول استعرضت فيها أنواع الأوراق المالية التقليدية، ثم انتقلت إلى الجانب التاريخي لصكوك الاستثمار، معرفتها، خصائصها، ودور الرقابة الشرعية في إصدارها، كما تناول الباحث أنواع الصكوك المختلفة،

تداولها، وحجمها في الأسواق المالية، موضحا أثرها الاقتصادي على الصعيدين المحلي والعالمي، وقد كانت الدراسة نظرية بحثية دون التطرق إلى تطبيقات عملية أو دراسة حالة لبلد معين، غير أنها اقترحت إصدار صكوك تنمية لتعمير الأراضي وقدمت إحصائيات عامة حول إصدارات الصكوك الإسلامية من حيث النوع والحجم والعملات. في المقابل، ركزت دراستنا الحالية على البعد التطبيقي من خلال تحليل تجربة ماليزيا وتطور الصكوك الإسلامية فيها.

- **دراسة زياد جلال الدماغ الموسومة بـ "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"**: وهي رسالة دكتوراه قدمت إلى الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا ونُشرت عام 2012. انطلقت الدراسة من إشكالية ضعف مساهمة الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية، وسعت لتوجيه تطبيقاتها نحو الاستثمار المباشر في القطاعات الاقتصادية. قسمت الدراسة إلى محورين: الأول تناول الصكوك من حيث المفهوم، الأنواع، المخاطر، ومراحل التصكيك، فيما تناول المحور الثاني تطبيقاتها في القطاعات المختلفة، وقد شملت الدراسة التجربة الماليزية من خلال استبيان ميداني للعاملين في البنوك والمؤسسات المالية، فتوصلت إلى وجود علاقة طردية بين نجاح الصكوك والعوامل التنظيمية، غير أن الدراسة لم تتناول القيم الكمية لإصدارات الصكوك أو تأثيرها على مؤشرات السوق المالي، واعتمدت بشكل كبير على آراء العنصر البشري، أما دراستنا الحالية فقد تميزت بجمع إحصائيات حول الصكوك الإسلامية وكذا دراسة العلاقة والتأثير من خلال تقديم دراسة إحصائية مع اقتراح تدابير لتطبيق التجربة الماليزية في الجزائر والاستفادة منها.

صعوبات البحث

واجهتنا بعض الصعوبات في بحثنا هذا من أهمها:

- تعلق موضوع الدراسة بالأحكام الشرعية والفقهية، وهذا ما يجعل مواضيع الاقتصاد الإسلامي من بين أصعب المواضيع.
- تضارب في المعلومات المجمعة من مصادر مختلفة مما يجعل تنسيقها أصعب ولوقت أطول.
- هيكل البحث**: تم تقسيم الموضوع إلى ثلاث فصول هي:
- **الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية وسوق رأس المال**
في هذا المحور سوف نتطرق إلى شرح الإطار العام لسوق المالية التقليدية وتقسيماتها ميكانيزمات تعاملها.
- **الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية مفهومها ضوابطها الشرعية وأهميتها**
يتضمن هذا المحور التأصيل النظري لآليات التصكيك والصكوك الإسلامية وأنواعها وضوابطها الشرعية.
- **الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا**

في المحور الأخير يتم دراسة التجربة الماليزية الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية والدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامي الماليزي، وكذا الدروس المستفادة من اجل انشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر.

**الفصل الأول: مدخل إلى
الأسواق المالية وسوق رأس
المال**

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية من الركائز الأساسية التي يعتمد عليها النمو الاقتصادي في مختلف الدول، إذ تؤدي دورا مهما في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الأنشطة الاستثمارية المنتجة، فهي تشكل حلقة وصل بين أصحاب الفوائض المالية والجهات التي تحتاج إلى تمويل، مما يساهم في تحسين كفاءة تخصيص الموارد وتعزيز الإنتاجية، كما تتيح أسواق رأس المال فرصا لتنويع الاستثمارات وتوزيع المخاطر، الأمر الذي يعزز الاستقرار المالي ويدعم عملية التنمية الاقتصادية على المدى البعيد، ومن ثم فإن فعالية الأسواق المالية وسلامة بنيتها التشريعية والتنظيمية تعد من العوامل الأساسية في دفع عجلة الاقتصاد، ومن أجل معالجة هذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث أساسية هي:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.
- المبحث الثاني: سوق رأس المال.
- المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال.

1.1. ماهية الأسواق المالية، نشأتها، أنواعها وأهميتها:

تعد المؤسسات المالية عنصر أساسي في الاقتصاد الحديث من حيث الدور الذي تلعبه في تطوير النمو الاقتصادي من خلال توجيه المدخرات والمخزون النقدي من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي وتوجيهها نحو الاستثمارات المثمرة ويمثل السوق المالي حلقة وصل بين الادخار والاستثمار من خلال تعدد الأدوات المالية المتاحة في السوق المالي مثل الأسهم والسندات التي تتيح للمستثمرين فرصة تنويع استثماراتهم.

1.1.1. مفهوم الأسواق المالية:

يتناول هذا الجزء أهم الجوانب المتعلقة بالمفهوم والخصائص والوظائف للسوق المالي:

أولا (نشأة السوق المالي:

إن تاريخ إنشاء الأسواق المالية وجد في المجتمعات منذ القدم، وقد أخذ هذا التطور أشكالا متعددة منها التطور في الهياكل والتشريعات ومنها ما يخص ظهور منتجات مالية جديدة¹، ولقد ظهرت ضرورة تنظيم الأسواق المالية مع تطور ونمو التجارة وازدياد حجم التبادل وظهر أسواق متخصصة كأسواق السلع، المعادن الثمينة مثل الذهب والفضة ثم امتد هذا التطور إلى ظهور أسواق متخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية والتي تعرف في عالمنا الحديث باسم "البورصات".

وترجع كلمة بورصة إلى أحد كبار التجار آنذاك في مدينة (BRUGE) البلجيكية الذي كان يجتمع في فندقه المزين على واجهته شعار عملة على شكل ثلاث أكياس trois bourses عدد كبير من التجار وعملاء مصرفيين ووسطاء ماليين للقيام بعمليات البيع والشراء².

وإذا رجعنا إلى المراجع القديمة نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة (أنفوس) عام 1536م تلتها إنشاء البورصات في أوروبا وكانت فرنسا في القرن الثالث عشر في عهد الملك "فليب" الذي أوجد مهنة السمسرة من بين الدول التي يمكن إرجاع نشوء سوق الأوراق المالية، حيث يجري فيها تداول الكمبيالات والسندات مما جعل الأمر سهلا لإنشاء أسواق يتم فيها التداول للأسهم والسندات.

أما أول سوق إسلامية، فقد كانت في بقيق الزبير في عهد النبي محمد صلى الله عليه وسلم، حيث تعرضت هذه السوق إلى هدم قبتها من قبل أحد كبار التجار اليهود، وهو كعب بن الأشرف، وعندما رأى النبي صلى الله عليه وسلم ذلك، قرر نقل السوق إلى موضع جديد، وهو ما عرف فيما بعد بسوق المدينة، وقد تصدق رسول الله صلى الله عليه

¹ جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى، الجزائر، 2011، ص 457 .

² صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص 5.

وسلم بمكان السوق على المسلمين، مما أضفى عليها طابعا خاصا من الحرية والعدالة¹، ومع مرور الزمن، استمرت سوق المدينة في التطور والنمو، وأصبحت مركزا تجاريًا حيويًا يجذب التجار من مختلف أنحاء العالم، وقد حافظت على طابعها الإسلامي، حيث كانت تعكس قيم المجتمع الإسلامي في التجارة والمعاملات، مثل الصدق والعدل والتراضي².

ثانياً) تعريف بالأسواق المالية:

لكي نستطيع إعطاء صورة واضحة وملمة للسوق المالية وجب علينا تقديم تعريفات مختلفة تساعدنا على فهم حقيقتها وطبيعة التعامل فيها، حيث عرف بعض المعاصرين السوق المالية أو البورصة على أنها:

- المكان الذي يتلاقى فيه المصرفيون وسماسرة الأوراق المالية لإجراء المعاملات في الأوراق المالية³، وهي أيضا التنظيم أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين (الوحدات ذات الفائض المالي)، بالمستثمرين (الوحدات ذات العجز المالي)⁴.
- يمكن تعريفها على أنها سوق مستمرة وثابتة في المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة، غالبا ما تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتتميز هذه السوق بحساسيتها الشديدة، حيث تتأثر بسرعة بالكساد أو الراج، وفي الظروف العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب، مثل أي سلعة أخرى، وتختلف السوق المالية عن أسواق السلع، مثل المحاصيل الزراعية والمعادن الثمينة، حيث تركز أسواق السلع على تداول السلع نفسها، ويتم التعامل مع الأدوات المالية مثل الأسهم والسندات، التي تمثل حقوق ملكية أو ديون، مما يتيح للمستثمرين فرصة استثمار أموالهم في مشاريع مختلفة، وبشكل عام تعتبر السوق المالية عنصرا حيويًا في الاقتصاد حيث توفر السيولة اللازمة لتمويل الأنشطة الاقتصادية وتساهم في تعزيز الاستثمارات وتوفير فرص العمل.

ثالثاً) وظائف السوق المالي وأهم المتعاملين فيه:

من خلال هذا الفرع سيتم تسليط الضوء على مختلف الجوانب المتعلقة بوظائف السوق المالي والمتعاملين فيه من خلال مايلي:

¹ صلاح الدين حسن السبيسي، المرجع السابق، ص 6.

² صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، دون بلد، 2009، ص 17.

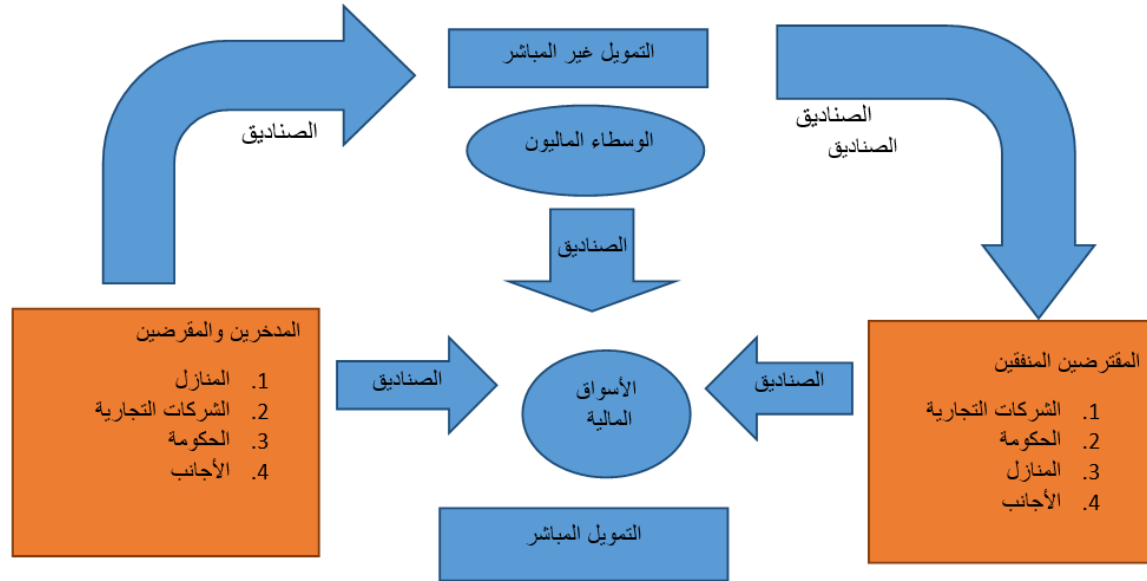
³ المرجع نفسه، ص 22.

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيلية، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 35.

أ. وظائف السوق المالي:

تؤدي الأسواق المالية الوظيفة الاقتصادية الأساسية المتمثلة في توجيه الأموال من الأسر والشركات والحكومات التي وفرت فائض الأموال من خلال إنفاق أقل من دخلها إلى أولئك الذين يعانون من نقص في الأموال لأنهم يرغبون في إنفاق أكثر من دخلها، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل (1.1): تدفقات الأموال من خلال النظام المالي



source: Mishkin, Frederic S., and Stanley G. Eakins. **Financial Markets and Institutions**. 10th ed, Pearson Education Limited, United Kingdom , 2024, p 56.

تظهر الأسهم أن الأموال تتدفق من المقرضين والمدخرين إلى المقترضين والمنفقين عبر طريقين¹:

➤ **التمويل المباشر**، حيث يقترض المقترضون الأموال مباشرة من الأسواق المالية عن طريق بيع الأوراق

المالية تصدر وحدات العجز المالي حقوق مالية على نفسها تسمى أصول مالية وتعرضها على وحدات الفائض التي تقوم بشرائها مقابل دفع الأموال لوحدة العجز المالي وأهم الأصول المالية المباشرة هي الأسهم والسندات.

➤ **التمويل غير المباشر**، حيث يقترض الوسيط المالي الأموال من المقرضين والمدخرين ثم يستخدم هذه الأموال

لتقديم قروض للمقرضين، وتقوم وحدات الفائض المالي بتحويل الموارد المالية إلى المؤسسة المالية في سوق المال المتمثلة في البنوك التجارية واستثمارية شركات التمويل والتأمين مؤسسات الادخار صناديق المعاشات مقابل أصول مالية يصدرها الوسطاء الماليون بتحويل هذه الموارد المالية إلى وحدات العجز المالي.

¹Ibid.,p 56.

ب. المتعاملون في السوق المالية

يمكن تصنيف المتدخلون في الأسواق المالية إلى ثلاث فئات:

- الفئة الأولى: المعارضون للمال عن طريق الإقراض المباشر أو عن طريق المشاركة في شركات المساهمة من خلال شراء الأسهم وتشمل جهات الفائض المالي التي يزيد دخلها النقدي عن استهلاكها واستثمارها¹.
- الفئة الثانية: الطالبون للمال إما عن طريق الاقتراض المباشر أو إصدار سندات أو عن طريق المشاركة في عملية الإصدار الأولي (الاكتتاب) وتشمل الجهات ذات العجز المالي².
- الفئة الثالثة: الوسطاء الماليون وتنقسم بدورها إلى قسمين:

✓ **المؤسسات المالية الوسيطة** يركز بالأساس على القيام بمهام الوساطة بين الجهات المصدرة للأوراق المالية أي توفير العرض منها وبين الجهات التي تشتري هذه الأوراق المالية وتوفر الطلب منها وتمثل في:

➤ **مؤسسات ائتمانية** هم البنوك التي تقبل الودائع من الأفراد والمؤسسات وتقدم قروض وتشمل:

أ. **البنوك التجارية:** تُعرف البنوك التجارية بأنها مؤسسات تُصدر ودائع قابلة للشيكات وتقدم قروضاً للشركات التجارية. تساعد هاتان الخاصيتان على تمييز البنوك عن المؤسسات المالية الأخرى؛ ولكن، بالطبع، تقوم البنوك بالعديد من أخرى أيضاً. على سبيل المثال، تُصدر البنوك أيضاً ودائع لأجل وودائع ادخارية وتقدم العديد من القروض، بما في ذلك الرهون العقارية والقروض الاستهلاكية³.

ب. **جمعيات الائتمان:** عادة ما تكون مؤسسات إقراض تعاونية صغيرة منظمة حول مجموعة معينة: أعضاء النقابات، موظفو شركة معينة، وما إلى ذلك. تحصل على الأموال من الودائع المسماة أسهم وتقوم بشكل أساسي بتقديم قروض استهلاكية⁴.

➤ **مؤسسات الادخار التعاقدية:** وتشمل شركات التأمين وصناديق التقاعد وهم وسطاء ماليون يحصلون على أموال على فترات دورية على أساس تعاقدية، ولهم القدرة على التنبؤ بدقة بالمبالغ التي يتعين دفعها في السنوات المقبلة. وهذا ينتج عنه نوع من الثقة وعدم القلق بشأن فقدان الأموال فمثل هذه المؤسسات لا تعطى اعتباراً كبيراً فيما يخص سيولة الأصول على غرار مؤسسات الإيداع فلها ميل في استثمار أموالها في الأوراق المالية طويلة الأجل مثل سندات والأسهم والرهون العقارية نذكر منها:

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 44.

² المرجع نفسه، ص 44.

³ Maureen burton, Reynold nesiba, Bruce brownan, **introduction to financial markets and institutions**, second edition, Routledge, 2015, p75

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 47.

أ. شركات التأمين على الحياة: تقوم هذه الشركات بتأمين الأشخاص ضد المخاطر المالية ما بعد الوفاة وتحصل على للأموال من الأقساط التي يدفعها المؤمنون لهم وتستخدم هذه الأموال المجموعة لشراء سندات الشركات والرهون العقارية وتعتبر من بين أكبر المؤسسات الادخار التعاقدية. وهي أهم شركات التوفير، حيث يتحقق بشراء بوليصة التأمين هدفين: الهدف الأول هو التوفير، والهدف الثاني وهو تعويض الورثة في حالة الوفاة

ب. صناديق المعاشات التقاعدية وصناديق التقاعد الحكومية وصناديق التقاعد الخاصة: توفر دخلا في شكل معاشات سنوية المتقاعدين. يتم الحصول على الأموال عن طريق المساهمات والتي تكون بدورها تلقائيا تخصم من رواتهم أو بطريقة طوعية وتقوم بشراء سندات وأسهم الشركات المتداولة في السوق¹.

ت. شركات التمويل: تقوم بتجميع الأموال عن طريق بيع الأوراق التجارية (أداة دين قصيرة الأجل) أو إصدار الأسهم والسندات (أداة دين طويلة الأجل) وإقراضها (الأموال) للمستهلكين لشراء السلع الاستهلاكية المعمرة والشركات الصغيرة وتنظمها شركاتكم لمساعدتها في بيع منتجاتها.²

ث. صناديق الاستثمار: هي مؤسسات مالية تقوم بتجميع أموال من عدد كبير من المستثمرين، وخاصة صغار المستثمرين لاستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية الأدوات المالية التي تم تصميمها للادخار والاستثمار. هذه الصناديق توفر فرصا للأفراد، سواء كانوا من صغار أو كبار المستثمرين، للدخول في عالم الاستثمار، خاصة لأولئك الذين لا يمتلكون الخبرة أو الوقت لإدارة استثماراتهم بأنفسهم³. يتم ذلك من خلال إدارة متخصصة تعمل على توفير فرص استثمارية في أسواق الأوراق المالية، مما يعزز الاستثمار الفردي والجماعي تكون هذه الاستثمارات في هذه الصناديق محفوفة بالمخاطر نظرا للتقلب في أسعار الأوراق المالية بشكل كبير، وتصنف إلى صناديق استثمار مغلقة وصناديق استثمار مفتوحة⁴.

ج. صناديق التحوط: هي نوع من صناديق الاستثمار المشتركة وهي أيضا عبارة عن شركات خاصة محدودة تقبل أموال المستثمرين وتستثمرها في مجموعة من الأوراق المالية، تستخدم الرافعة المالية كأحد استراتيجياتها في تحقيق أكبر عائد ممكن، وعادة ما تكون تقتصر على فئة محدودة من أشخاص ذوي الدخل المرتفع يتراوح الاستثمار فيها من 1 مليون دولار فأكثر وتقدم للمستثمرين بدائل استثمارية لتنويع المحافظ الاستثمارية، فهي تزيد من سيولة السوق

¹Maureen burton, Reynold nesiba, Bruce brownan, op-cit, p 78.

²نحال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، ص 17

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص 35 36.

⁴ المرجع نفسه، ص 37.

وتوفر امتصاص الصدمات في الأسواق المالية المتقلبة، وتخفف من تقلبات الأسعار، وتقلل من فروق الأسعار بين العرض والطلب¹.

ح. **الحكومات والهيئات الحكومية:** قد تعاني الحكومة من عجز في الموازنة أي رصيد نفقاتها أكبر من رصيد مواردها السنوية من الضرائب ورسوم وموارد غير عادية أخرى ولتغطية هذا العجز تقوم السلطة المركزية بإصدار أدوات الدين طويلة الأجل يطلق عليها عادة اسم سندات الخزنة العامة أو أذونات تبعا لتاريخ استحقاقها عند الإصدار²، وتتميز هذه الأدوات بدرجة مخاطرة ائتمانية منخفضة وهذا راجع إلى قدرة الحكومات دائما على الوفاء بالتزاماتها عند تاريخ الاستحقاق³.

خ. **السماسة:** وهم المتعاملين الذين يضمنون سير العمل بشكل منتظم ويقومون بتسويق الإصدارات الجديدة مرة أخرى في سوق المال، ويقفون على أهبة الاستعداد لشراء وبيع الأوراق المالية⁴، كما نجد أن الاعتماد على عمليات البيع والشراء التي تتم من خلال السماسرة هي عمليات غير مباشرة بين البائع والمشتري، حيث أن السماسر يلعب دور الوساطة بينهما ويعتبر بمثابة المنفذ لعملية البيع أو الشراء مقابل عمولة معنية ومن ثم فإنه لا يحتفظ بالأوراق المالية لديه ولا يتحمل خسارة أو مخاطرة تعاملهم في السوق المالي⁵.

2.1.1. أنواع الأسواق المالية:

نظرا لتمييز الأسواق المالية بالتنوع والاختلاف فإن الاعتماد على تقسيمها يرتكز على عدة معايير يمكن تلخيصها حسب خمسة معايير فمن حيث آجال الأدوات المالية يمكننا تقسيمها إلى السوق النقدي إذا كانت الأدوات المالية ذات استحقاق قصير الأجل وسوق رأس المال إذا كانت الأدوات المالية ذات استحقاق طويل الأجل، أما إذا نظرنا إلى معيار التعامل فإنه يمكننا تقسيمها إلى سوق مفتوحة وأخرى سوق المساومة⁶، أيضا من ناحية صفة الإصدار تنقسم إلى سوق أولية أو سوق ثانوية كما يمكن تقسيمها إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة من حيث معيار تنظيم التعامل وحسب معيار الزمن فنقسم إلى أسواق الفورية وأسواق آجلة⁷.

¹ KENNETH S. PHILLIPS RONALD J. SURZ, **CIMA hedge funds**, John Wiley, 2003, p 1.

² برايان كويل، **أسواق العملات الأجنبية**، الترجمة بدار الفاروق، 2006، ص 46.

³ المرجع نفسه، ص 47.

⁴ Maureen burton, Reynold nesiba, Bruce brownan, op-cit, p 244.

⁵ فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**، عالم الكتاب الحديث، وجدة للكتاب العالمي، 2006، ص 111 112.

⁶ زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**، جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008، ص 12.

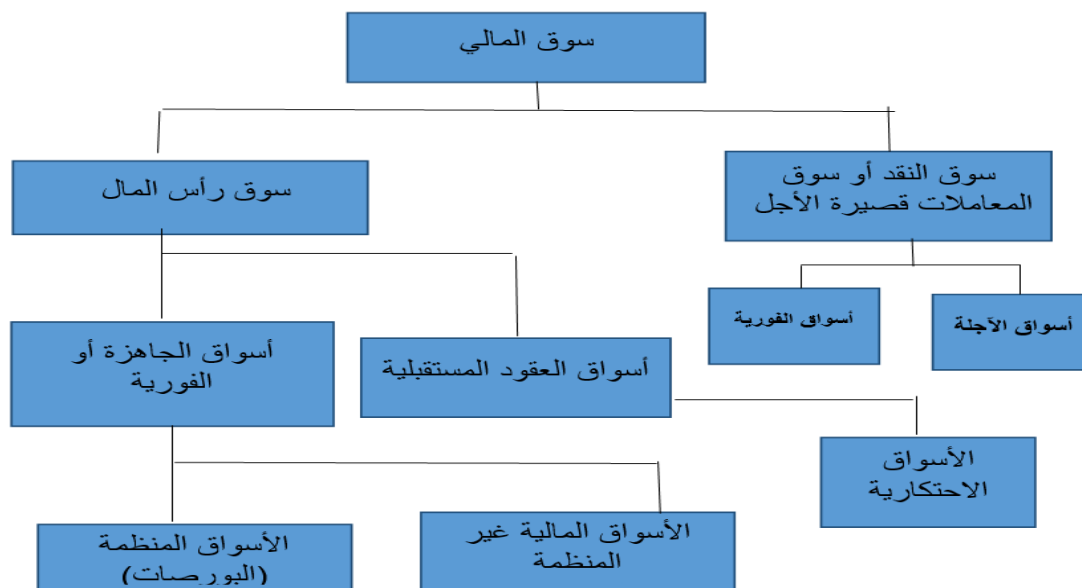
⁷ المرجع نفسه، ص 12.

أولاً) تصنيف من حيث آجل الأدوات التي يتم التعامل بها: وتتمثل في:

أ. الأسواق النقدية **MONEY MARKET**: يمكن تعريفها على أنها تلك الأسواق التي يتم التداول فيها بأوراق مالية قصيرة الأجل، حيث تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطرة فيها لكن تقل فيها معدلات العوائد مقارنة بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، كما أن للأسواق النقدية دوراً مهماً في توفير فرص التمويل قصير الأجل ويبرز هذا الدور خاصة في الدول النامية التي تقوم النشاطات فيها بالحجم الصغير وضعف الإمكانيات وبالتالي ضعف في استغلال الطاقات الإنتاجية، وتصدر الإشارة إلى أن البنوك المركزية هي أهم محرك في هذا السوق من خلال تطبيق سياساتها النقدية في بلدانها أما البنوك التجارية لها دور الممول.

ب. أسواق رأس المال **CAPITAL MARKET**: وهي الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تكون مدة استحقاقها أكثر من سنة وتشمل أساساً أدوات الملكية (الأسهم بأشكالها وأنواعها) وأدوات الدين (السندات) وتمثل إصدارات مالية طويلة الأجل وكذلك قروض مصرفية وتمثل قروض مباشرة طويلة الأجل¹ وسيتم دراسة خصائصها وأدائها وأساليب التعامل فيها بنوع من التفصيل في المبحث اللاحق إن شاء الله، ويمكن توضيح ما سبق في المخطط التالي:

الشكل (2.1): أنواع الأسواق المالية



المصدر: أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار القباء الحديثة، 2007، ص 22.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 21، 2021، ص 16.

ثانيا) التصنيف من حيث كيفية التعامل: تصنف حسب كيفية التعامل إلى:

أ. السوق المفتوحة **open market**: هو مكان يتم فيه بيع أوراق مالية بالمراد ويكون في أغلب الأحيان سوق منظم نظرا لمكان التعامل فيها محدد وفي زمن محدد ويتم تداول الأصل المالي أكثر من مرة إذا رغب المتعاملون في ذلك لمن يدفع السعر أعلى ويكون عدد المتعاملين فيها كبير.

ب. سوق التفاوض أو المساومة **negotiation market**: يتم التعامل فيها بناء على مفاوضات تسبق عملية البيع حيث يتم التفاوض على السعر والكمية والموعد وشروط التسليم، وأحسن مثال على ذلك عندما يقوم شخص باقتراض مبلغ من المال من البنك ويتفاوض معه على شروط القرض فإنه في هذه الحالة تعامل في سوق المساومة أو عند طرح الأسهم والسندات للاكتتاب الخاص المبني على التفاوض في السوق الأولية وقد تكون هذه الشركات قد تعاملت في سوق المفاوضات¹.

ثانيا) التصنيف من حيث صفة الإصدار: يمكن تصنيف الأسواق المالية إلى سوقين: سوق أولي وسوق ثانوي:

أ. السوق الأولي **primary market**: يمكننا تسميته بسوق الإصدار وهي السوق التي يكون فيها البائع للورقة المالية (سهم أو سند) هو مصدرها الأصلي حيث تسمح للأعوان الاقتصاديين بالحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتهم ومثال على ذلك عند قيام الشركة بطرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام أو عند الاكتتاب الخاص².

ب. السوق الثانوية **Secondary Market**: هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها والتي يتم التداول بها بين المستثمرين، فعلى سبيل المثال، طالما أن المصدر الأصلي لتلك الأسهم والسندات غير مضطر إلى الاسترداد قبل تاريخ الاستحقاق، فإن هذه السوق تسمح للمستثمرين باستبدال هذه الأوراق بالنقدية قبل هذا التاريخ³.

ثالثا) التصنيف من حيث تنظيم التعامل: وتتمثل في:

أ. السوق المنظمة **organized market**: تتمثل في بورصة الأوراق المالية وهي هيئة رسمية تتمتع بصلاحيات تنظيمية من حيث وضع القواعد والشروط التي يجب على الشركات المدرجة استيفاؤها للتداول بأسهمها وسنداتها في هذا السوق، كما تتمتع بصلاحيات رقابية في حالة وقوع المخالفات للقوانين والمعايير المعمول بها، ويكون لهذه السوق مكان محدد وزمن التداول محدد ويتم التعامل في هذه السوق في قاعة مخصصة تسمى أيضا قاعة التداول ليتم إرسال الأسعار على لوائح الكترونية لإجراء المزايدات عليها⁴.

¹ زياد رمضان، مروان شموط، 2008، ص 13.

² عزيزة بن سمينة، البورصة والأسواق المالية، دار الأيام، الأردن، 2018، ص 73.

³ سالم صلال، زاهي الحسنوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، دار الصادق الثقافية، دون بلد، 2017، ص 62.

⁴ أمين عبد العزيز، المرجع السابق، ص 25.

ب. **الأسواق الموازية parallel markets**: تلك الأسواق التي تستوفي شروط السوق المنظمة لكن لا يقتصر التعامل بها على الموجودين في قاعة التداول بل يتعدى ذلك، حيث يكون التعامل مع الوسطاء في أماكن بعيدة في أنحاء العالم عبر الهواتف أو الوسائل الإلكترونية الحديثة.

ت. **الأسواق غير المنظمة Non Organized Markets**: يطلق عليها اسم السوق الثالثة لا تمثل مكانا معيناً للتداول ولا لزمن معين وإنما يتم التداول فيها من طرف متعاملين متخصصين ومنتشرين في أماكن متعددة داخل الدولة، وتكون العقود المبرمة فيها ليست خاضعة لمتطلبات وشروط القيد في السوق الرسمية وإنما تخضع لإرادة ورضا طرفي العقد.

رابعاً) **التصنيف من حيث زمن تنفيذ الصفقة**: وتنقسم إلى قسمين:

أ. **الأسواق الفورية spot market**: هي سوق يتم تنفيذ الصفقة أي تسليم الأوراق المالية المشتراة فوراً أو خلال بضعة أيام ويمكن أن تكون أسواق فورية نقدية أو أسواقاً فورية لرأس المال وذلك تبعاً للأداة التي يتم المتاجرة بها فإن كانت أداة قصيرة الأجل فيمكننا القول إنها سوق فورية نقدية ك شراء عملة أجنبية ويتم تسليمها وتسليمها فوراً، أما في حالة شراء أسهم وسندات يدفع ثمنها وتسلم شهادة الملكية (شهادات الأسهم والسندات) فوراً أو خلال أيام قليلة فتكون صفقة فورية تمت في سوق رأس المال.

ب. **الأسواق المستقبلية Future markets**: هي أسواق منظمة يكون التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل مثل شراء أوراق مالية وعقد البيع فوراً على أن يكون التسليم في تاريخ مُرجح بعد عدة أشهر، إذ يحدث مثل هذا النوع من الصفقات بين بائع ومشتري أوراق مالية لتقليل المخاطر التي قد تتحقق على المشتري بسبب نشوء ارتفاع الأسعار في المستقبل، بمعنى آخر: إذا كان شخص لديه أموالاً بعد شهرين من الآن مثلاً، إلا أنه يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شرائها فيتعاقد على شرائها الآن بسعر يتفق عليه¹، مع التزام كل من طرفي العقد بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة التي يتعامل معها إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية وتكون العقود المستقبلية موحدة من حيث تواريخ الاستحقاق ومكان التسليم والكمية مما أدى إلى اكتسائها لصفة الأسواق المنظمة. وعادة ما يكون السعر الآجل أعلى من السعر الفوري في مثل هذه العقود التي تعتبر تمديد للعقود الآجلة غير المنظمة في السابق²، ويبدو واضحاً أنه من الأسباب الأساسية لظهور هذه الأسواق هو التحوط من مخاطر تغير الأسعار³.

¹ زياد رمضان مروان، المرجع سابق ذكره، ص 19.

² نوريا مت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)، رسالة استكمالها لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير جامعة اليرموك للاقتصاد والمصارف الإسلامية، الفصل الدراسي الأول 2006/2007، ص 9.

³ Jana sacks Ph.D, elementary financial derivatives, a guide to trading and valuation with application, Wiley, 2016, P 10.

3.1.1. أهمية الأسواق المالية في النظم الاقتصادية:

للأسواق المالية أهمية كبيرة يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين عن طريق عملية الاكتتاب في الأسهم والسندات خاصة عندما يكتشف المدخرون بأن عوائد المتحققة باستثمار مدخراتهم في السوق هي أكبر بكثير من تلك التي يحققونها بتوفيرها في الأجهزة المصرفية¹.
- توسيع نطاق الوعي الاستثماري من خلال قنوات الإعلام وشبكات الاتصالات والبحوث الأكاديمية يحفز الأشخاص على إتباع نفس السلوك ويحولهم من مدخرين إلى مستثمرين بزيادة الطلب على الأدوات المالية المتداولة والتخلي عن السيولة المدخرة².
- تعزيز الشفافية وزيادة السيولة بفضل الرقابة المستمرة من طرف إدارة السوق المالي على الشركات من خلال عمليات تقييم الأداء والتزام الشركات بإفصاح يضمن مناخا استثماريا يتسم بالشفافية³.
- قدرة السوق المالي على عكس واقع الاقتصاديات إلى تضمها بضمان كفاءة تخصيص الموارد من المدخرين إلى المستثمرين وذلك كلما زاد تدفق الموارد كلها زادت كفاءة تخصيصها كلما زادت فرصة تلبية متطلبات جميع المتعاملين الاقتصاديين مما يؤدي إلى زيادة الناتج القومي⁴.
- توفير السيولة للمستثمرين حيث يعد السوق المالي مجالا واسعا لتسهيل عمليات البيع وشراء الأصول المالية فيما بين الأسر والمؤسسات والحكومة كأطراف أساسية وربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض بالأطراف المدينة ذات العجز المالي⁵.
- ضمان التوازن والحفاظ على نمو مستقر وتخفيف من حدة تقلبات الأسعار من خلال عمليات التحوط إلى تمارسها إدارات السوق المالي باستعمال أساليب عديدة لتحديد سقف التغير في حركات الأسعار مثل الهياكل التنظيمية والمواصفات الوظيفية للعاملين⁶.

¹ سالم صلال، راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، دار الصادق النقافية، مصر، 2017، ص 60.

² هوشيار معروف، الاستثمارات وأسواق المالية، دار صفاء الأردن، 2009، ص 84.

³ حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، مصر، 2002، ص 10.

⁴ Surnil parameswaran, fundamentals of financial instruments, john Wiley, 2011, Singapore, p 41.

⁵ هوشيار معروف، المرجع السابق، ص 85.

⁶ المرجع نفسه، ص 86.

- المساهمة في تطبيق السياسات المالية لدى الحكومات¹، فبوجود السوق الثانوية التي تعتبر بمثابة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق السوق المفتوحة وذلك بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم أو الانكماش.
- جذب رؤوس الأموال الأجنبية تساعد سوق الأوراق المالية على جذب رؤوس أموال أجنبية لتمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية من خلال طرح أسهم لهذه المشاريع للاكتتاب فيها².

2.1. سوق رأس المال:

يعتبر سوق رأس المال سوق تداول الأدوات المالية طويلة الأجل، ومن خلال هذا المبحث سيتم تقديم مختلف الجوانب المتعلقة به.

1. 2. 1 ماهية سوق رأس المال:

في هذا المطلب سيتم التطرق الى تعريف وخصائص سوق رأس المال ووظائفه وأهميته.

أولاً) تعريف سوق رأس المال وخصائصه:

أ. تعريف سوق رأس المال: هو الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل³، والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، تتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية والممتازة) والسندات سواء تعود هذه الأدوات إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح إقليمية⁴ ويمكن تعريفه أيضاً بأنه ذلك المجال الذي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط أو الطويل⁵، وتتسم هذه الأسواق بدرجة عالية من المخاطرة نظراً لكون الأدوات التي يتم التعامل بها تكون مدة استحقاقها طويلة بمعنى أن المستثمر يطلب عائداً أعلى مقابل مخاطرة أعلى⁶.

ب. خصائص سوق رأس المال: تم حصر خصائص سوق رأس المال فيما يلي:

- يتميز السوق بكون حجم الصفقات المنفذة مما يتطلب تنظيمًا أكثر من سوق النقد مما يستلزم ذلك وضع أطر رقابية متقدمة تضمن الشفافية والكفاءة، مع تعزيز آليات إدارة المخاطر والسيولة لضمان استقرار السوق، كما أن تطوير

¹ صبري هارون، المرجع السابق، ص 47.

² نوال بوعلام، البورصة والاسواق المالية، دار البيازوري، الأردن، 2021، ص 32.

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار البيازوري العلمية، الأردن، 2010، ص 92.

⁴ عزيزة بن سميحة، المرجع السابق، ص 66.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 62.

⁶ أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، ص 92.

استراتيجيات حديثة للتحكم في التدفقات المالية يعزز من قدرة السوق على التكيف مع التغيرات الاقتصادية ويحقق توازناً مستداماً بين العرض والطلب¹.

- الشفافية وتعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر المحركة الأساسية لسوق رأس المال الكفاء، والاطلاع على قراراتها الاستثمارية في السوق، سواء كانت تتعلق بالمحافظ الاستثمارية، صناع السوق، كبار المستثمرين وأعضاء مجالس الإدارات للشركات المدرجة فيه².

ج. وظائف سوق رأس المال: تتمثل في:

- العمل على زيادة رأس المال عن طريق الإصدارات الجديدة للجمهور وغيره من المستثمرين في الأوراق المالية.
- لها دوراً في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض في البورصة فهي بما لديها من أجهزة وامكانيات واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد مما يترتب عليه سعراً عادلاً للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطراً بخسارة³.
- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية الأمر الذي يولد عائداً ملائماً للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي.
- وجود سوق يساعد السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في العملة الاقتصادية.
- توفير السيولة للأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية حيث أن المستثمرين يقبلون بوضع استثماراتهم في ورقة قابلة لتبادل التجاري وإن لم تكن هذه الميزة قد يؤدي إلى ارتفاع مردودها وبالتالي ارتفاع تكلفة رأس مالها مما يشكل مناخاً غير ملائم للاستثمار⁴.
- توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة⁵.

د. أهمية سوق رأس المال

يمكن إدراج أهمية الأسواق المالية في النقاط التالية⁶:

- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل.

¹ المرجع نفسه، ص 92.

² متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، مصر، 2010، ص 103.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003، ص 289.

⁴ متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 139.

⁵ المرجع نفسه، ص 163.

⁶ عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص 70.

- تمكن أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
- تأتي أهمية السوق رأس المال من كونها سوقاً مستمرة، يستطيع فيها حاملو الأوراق المالية بيعها في أي وقت شاءوا؛ إما لأسباب ترجع إلى الحاجة إلى السيولة، وإما لأسباب ترجع إلى الرغبة في تحويل الوجهة إلى شركة أخرى، يعتقد المستثمر أنها أكثر ربحية، وإما لأسباب أخرى¹.
- إضفاء صفة العمق والاتساع للورقة المالية والمرونة النسبية في تسيلها، لأن تنظيمها يزيد من سرعة تداول الورقة المالية، أي أنها توفر استمرارية وقيمة عادلة للورقة المالية، وفرصة لتمويل مختلف القطاعات².

1. 2. 2 هيكّل سوق رأس المال:

- تنقسم سوق رأس المال إلى سوق آجلة وأخرى عاجلة (الفورية) كما تنقسم السوق العاجلة إلى سوق أولية وأخرى ثانوية وتنقسم هي الأخرى بنوعيتها إلى سوق منظمة وغير منظمة وهذه الأخيرة بدورها إلى سوق ثلاثة وسوق رابعة يمكن توضيح فيما سبق في مخطط بياني ثم نتطرق إلى شرح كل نوع على حدى.
- **السوق العاجل "الحاضر":** هو السوق الذي تنتقل فيها أداة الدين أو الملكية للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة بعد دفع القيمة أو جزء منها³ وينقسم إلى:

➤ **السوق الأولي:** يقصد به السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقاً مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك الاستثمار أو المتعهد مثل First Boston Corporation في الولايات المتحدة الأمريكية وتلعب هذه البنوك دور الوسيط بين جمهور المستثمرين وبين جهة الإصدار قد تكون في صورة مساعدة لإتمام عملية الإصدار أو تمويل شراء الإصدار بغية إعادة بيعه للجمهور⁴ ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها⁵، وتتم آلية الإصدار في السوق الأولي أساساً باختيار جهة الإصدار لبنك الاستثمار وذلك بعد وضع قرارات رئيسية تعتبر مبدئية ينبغي أن تتخذها المنشأة مثل تحديد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها وتوقيت الإصدار ونوع الورقة المراد إصدارها ما إذا كانت سهماً أو سنداً⁶ والجدير بالذكر أن اختيار بنك الاستثمار ليس هو السبيل الوحيد لتصريف الأوراق المالية فهناك طريقتين الأولى عن طريق الأسلوب

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 77.

² ضياء مجيد، **البورصات**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص 51.

³ عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص 73.

⁴ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 84.

⁵ عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، ص 293.

⁶ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق ص 85.

المباشر يتم فيه الاتصال بكبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة وبيعها للأوراق المالية المصدرة والثاني عن طريق المزاد بتقديم عطاءات تحتوي على الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء¹.

لقيام بنك الاستثمار بوظيفة الإصدار على أحسن وجه وجب عليه إتباع أربعة مراحل:

- **المرحلة الأولى:** تتمثل في التوجيه وتقديم النصائح بشأن حجم الإصدار التوقيت إعادة النظر في القرارات المبدئية المتخذة من طرف الجهة المصدرة².

- **المرحلة الثانية:** حصول الشركة على موافقة هيئة الأوراق المالية على بيان التسجيل Registration statement الذي يتضمن معلومات عن طبيعة الأعمال التي تمارسها الجهة المصدرة للورقة المالية وسماتها الأساسية، وطبيعة المخاطر الاستثمارية وخلفية عن الإدارة³.

- **المرحلة الثالثة:** وهي مرحلة التعهد بتصريف كل أو حد أدنى للكمية المراد إصدارها بدفع مبلغا مقدما للمصدر أو بذل أقصى جهد لتصريف الأوراق دون الحاجة إلى تصريف حد أدنى وذلك مقابل عمولة⁴.

- **المرحلة الرابعة:** وهي المرحلة الأخيرة وتعتبر المحور الأساسي لعملية الإصدار يتم فيها التوزيع الفعلي للأوراق وبيعها للجمهور أو لعملاء البنك، تندرج المراحل المذكورة سابقا ضمن آلية الاكتتاب (الطرح) العام ويقصد به إصدار الجديد للورقة المالية وعرضها للجمهور لأول مرة ويظهر ذلك جليا عند تأسيس شركة المساهمة العامة أو تغيير الشكل القانوني لشركة قائمة من قبل إلى شركة مساهمة عامة مسجلة في البورصة قصد زيادة رأس المال أو التمويل من خلال الديون⁵.

أما فيما يخص **الطرح الخاص** أو بمعنى آخر الأسلوب المباشر الذي سبق لنا وأن ذكرناه هو عملية بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى أطراف محددة من المؤسسات المالية والأفراد الأغنياء وبموجب صفقات خاصة وتكون عملية الاكتتاب مستثناة من شرط التسجيل في هيئة الأوراق المالية وكما هو الحال في طرح العام الأول وبذلك تستطيع الشركة المصدرة ان تخفض كلفة الإصدار وتجنب اعداد بيان التسجيل الذي تتطلبه عملية طرح العام⁶.

➤ **السوق الثانوية:** هي الأسواق التي يتداول فيها الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولى سواء بالبيع أو الشراء يكون المشترون في السوق الثانوي لديهم فائض مالي مثل الأفراد المستثمرين أو الشركات أو الحكومات، والبائعون فهم بحاجة إلى الأموال سواء شركات أو حكومات فالسوق الثانوي يعتبر مركزاً لتداول الأوراق المالية بين

¹ أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، 2010 ص 95.

² منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 87.

³ أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، ص 93.

⁴ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 69.

⁵ نبال فريد مصطفى، المرجع السابق، ص 9.

⁶ أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، 2010، ص 97.

كل من البائعين والمشتريين، وذلك من خلال مساعدة سماسرة الأوراق المالية. حيث يقوم سماسرة الأوراق المالية بدور الوساطة بين البائع والمشتري لهذه الأوراق كما هو موضح في الشكل الآتي:

ويمكن التمييز في هذا الصدد بين **السوق المنظمة والسوق غير المنظمة** وسوف نشرح كل منهما:

➤ **السوق المنظمة (البورصة):** يقصد به ذلك المكان المحدد الذي يلتقي فيه المتعاملين في الأوراق المالية المقيدة به ويدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق حيث تراقب الصفقات التي تبرم بدقة وتنقسم إلى سوق مركزي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق المالية¹، أما بورصات المناطق فتتعامل فيما يتبقى من الأوراق المالية المسجلة وهي عادة أوراق مالية تهم مستثمرين المنطقة الجغرافية المتواجدة فيها السوق².

➤ **السوق غير المنظمة أو السوق الموازي** وهي المعاملات التي تجري خارج البورصة لا يوجد مكان محدد لها لأجراء المعاملات تتم عبر شبكة اتصالات قوية وسريعة أو أطراف للحاسب الآلي تتولاها بيوت سمسة منتشرة عبر كافة أنحاء الدولة من خلال هذه الشبكة يمكن لسماسر المرتبط بالمستثمر أن يجري اتصاله بالتاجر المعني الذي يقدم أفضل سعر³.

➤ **السوق الثالث:** يعتبر السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم تمت هذه الأسواق منذ بداية الستينات كمنافس للسوق المنظم والغير منظم ويرجع السبب إلى حاجة كبار المستثمرين لتخفيض تكلفة الصفقات واجتناب العمولات الثابتة الغير قابلة لتفاوض وذلك بالتعامل مع شركات السمسة غير المدرجة في الأسواق المنتظمة لأنها لا تتحمل أية رسوم تسجيل ولا عضوية كما هو الحال بالنسبة لبيوت السمسة المدرجة في الأسواق المنتظمة ويتم المتاجرة في هذا السوق بالأوراق المالية المدرجة في السوق المنظم والسوق الموازي⁴.

➤ **السوق الرابع:** وهي سوق التعامل المباشر على الأوراق غير المقيدة في البورصة، ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق⁵، وتمثل هذه السوق إستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي تدفع إلى السماسة حيث يتم اللقاء فيها بين البائعين والمشتريين عن طريق وسيط يعمل لإتمام صفقة بدون الحفاظ على مخزون من الأوراق المالية وبالتالي لا يكون عرضة لأية مخاطر ومن ثم فإن أتعابه تقل بكثير عن عمولة السمسة يكون هذا السوق عادة موجه للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وطبقة الأغنياء الذين يتعاملون بطلبات كبيرة⁶.

¹ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 80، 81.

² المرجع نفسه، ص 81

³ المرجع نفسه، ص 86

⁴ أرشد فؤاد التميمي، المرجع السابق، ص 105.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1996، ص 59.

⁶ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 111

➤ **الأسواق الاحتكارية:** وتتمثل هذه الأسواق في جهات معينة تحتكر إصدار ورقة مالية معينة مثل وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدولة والذي يحتكر إصدار أوراق مالية بعينها مثل السندات الحكومية سندات تنمية سندات ادخارية¹.

➤ **السوق الآجلة أو بما يسمى** بأسواق العقود الآجلة وهي عقود بيع يتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة عددها وثمنها عند إبرام العقد على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق يسمى يوم التصفية²، وتمثل أسواق العقود الآجلة أسواق اختيارية حيث تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن تقلبات في الأسعار كما تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح رأسمالية³.

3.2.1. شروط قيام سوق رأس المال:

- لسوق رأس المال مزايا متعددة لها أثرها في تعزيز التنمية الاقتصادية وتحسين مستوى الرفاهية للمجتمع ومن ثم وجوب قيام مثل هذه الأسواق أصبح أمر ضروري في مجتمعاتنا العصرية ونشأة مثل هذه الأسواق لا تخلق من العدم أو مجرد قرارات من السلطات المختصة بل يتطلب توافر عدة شروط نذكر منها⁴:
- ترشيد سلوك الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي على فلسفة ليبرالية قائمة على الثقة في إمكانيات قوى السوق على تجميع المدخرات وإعادة تخصيصها بكفاءة على وجوه النشاط الاقتصادي.
- عرض كاف في حجم المدخرات يقابله طلب كاف في السوق بشقيه الوطني والأجنبي وذلك بتوافر مشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية الكافية.
- قدرة التكيف الفعال والمرن للقوانين التنظيمية والتشريعية مع متطلبات القومية والدولية مما يساعد على تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال يضمن الأمان لجميع المتعاملين في السوق.
- تواجد مؤسسات مالية متنوعة وأداء دورها بشكل فعال في توليد فرص استثمارية في شكل مشروعات مثمرة وإيجاد التلاقي المطلوب بين أصحاب العرض المالي وأصحاب العجز المالي.
- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة مما يؤدي إلى اتساع قاعدة المشاركين أيا كانت قدراتهم المالية بالسماح لصغار المدخرين بالوصول لهذه الأسواق التي كانت تقتصر على الفئات ذات الدخل العالي لولا تنوع هذه الأدوات المالية المستحدثة.
- تطوير وسائل التكنولوجيا ووسائل الاتصال لربط الأسواق المالية على المستوى الدولي.

¹ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2007 ص 32.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 787.

³ عزيزة بن سمينة، المرجع السابق، ص 76.

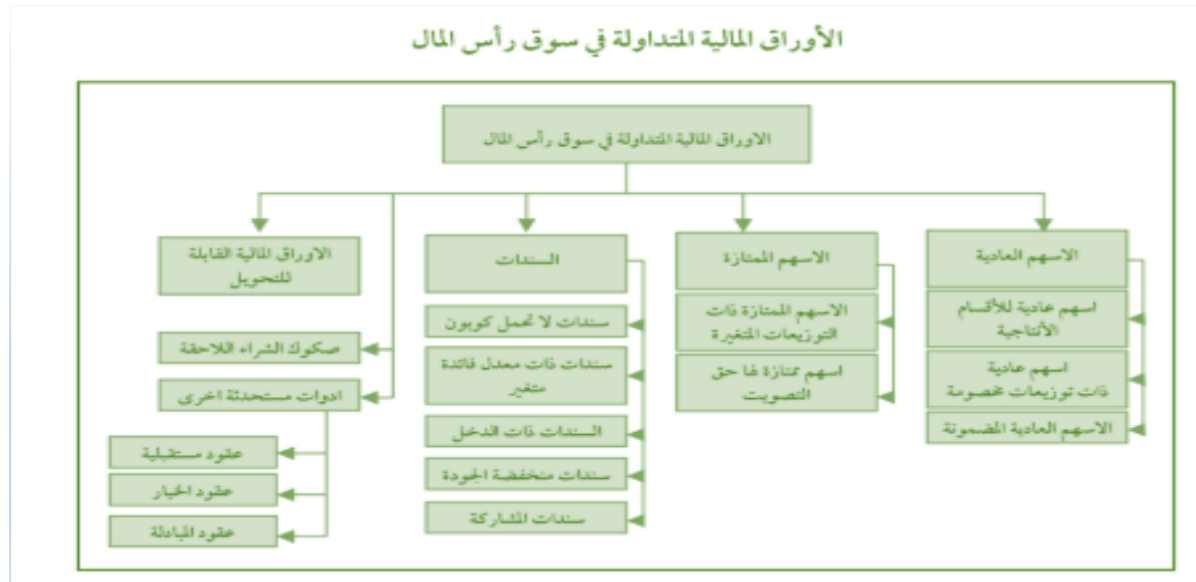
⁴ المرجع نفسه، ص 79.

- إحداث تغييرات هيكلية مستمرة على القطاع المالي قصد توسيع قاعدة الملكية الخاصة من خلال نشر برامج الخصخصة كأحد مقومات الإصلاح الاقتصادي، وطرح كميات متزايدة من أسهم المشروعات للاكتتاب العام داخليا وخارجيا، وهو ما يمثل موردا مستمرا بمد سوق رأس المال بحاجتها من الأوراق المالية لسنوات قادمة¹.
- نشر ثقافة البورصات وحث الجمهور على التعامل مع هذه الأسواق حيث إن توفر درجة عالية من الوعي لدى الشركات والأفراد بالفرص والمزايا الادخارية والاستثمارية التي يوفرها سوق الأوراق المالية عامل مهم في تعزيز دور السوق ودفعه نحو الاتجاه الصحيح للقيام بالدور المنشود منه كقناة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الأنشطة والقطاعات المنتجة².

3.1. الأدوات المتداولة في سوق رأس المال:

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق. وعليه فإنه ارتكاز اهتمامنا على أسواق رأس المال التي هي شقا رئيسيا من الأسواق المالية يعد أمرا منطقيا ويهدف هذا التناول إلى تقديم فهم شامل لطبيعة هذه الأدوات وكيفية تداولها في الأسواق المالية.

الشكل (3.1): الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، المرجع السابق، ص 263.

¹ محمد عبد الله شاهين، أسواق المال، دار حميثرا، مصر، 2018، ص 371 .

² إسماعيل محمد صادق، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، دار العربي، مصر، 2016، ص 286.

1. 3. 1 أدوات الملكية: وتتمثل في:

- أ. **الأسهم** بأنها صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح¹، وتنقسم إلى نوعين هما:
- **الأسهم العادية** السهم العادي هو صك ملكية عبارة عن شهادات مرقمة تسلسليا ليس له تاريخ استحقاق وله قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل **القيمة الاسمية** في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة²، أما **القيمة الدفترية** فتتمثل في حقوق الملكية التي تتضمن القيمة الاسمية للأسهم المكتتب فيها، وعلاوة الاصدار، إن وجدت، إضافة إلى الاحتياطي والأرباح المحتجزة، مقسومة على عدد الأسهم المصدرة³، وأخيرا تتمثل **القيمة السوقية** في القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الدفترية فهي تعكس القيمة الحقيقية المحققة في السوق⁴، وقد يكون السهم لحامله بمعنى تداوله بين مشتري لآخر دون إبلاغ الشركة المصدرة للورقة أو **اسمي** حيث يصبح مشتري الورقة معروف لدى الشركة وعليه فإن التداول عادة يتطلب إعلام الشركة بالمشتري الجديد⁵.

الشكل (4.1) سهم شركة سابير الموحدة للخطوط الجوية في الولايات المتحدة الأمريكية



source: Frederic S. Miskin Stanley G, op-cit ,P333

كما أن الأسهم تخول لحاملها الحقوق التي يضمنها لهم قانون الشركات⁶:

- ¹ سمير عبد الحميد رضوان، المرجع السابق، ص 265.
- ² منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 53.
- ³ محمود محمد الداغر، محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، مصر، 2005، ص 88.
- ⁴ المرجع نفسه، ص 89.
- ⁵ جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 697.
- ⁶ متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 147.

- حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها والحق في الأرباح المحتجزة.
 - الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها.
 - الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة.
 - حق نقل الملكية عن طريق البيع وإهدائها أو توريثها.
 - حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.
 - حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم وحق انتخاب مجلس الإدارة ومجالسهم.
 - حق رفع دعوة ضد مديري الشركة إذا ظن أنهم قد ارتكبوا أخطاء في تسيير الشركة.
 - حق الأولوية في الاكتتاب في حالة ما إذا قررت الشركة زيادة رأس مالها بطرح أسهم جديدة في السوق فتكون الأولوية لحاملي الأسهم القدامى وذلك خلال فترة محددة¹.
- ب. خصائص الأسهم العادية: تتمثل في:
- ✓ تساوي قيمة السهم لتسهيل العمل على الشركة في عملية توزيع الأرباح وتقدير الأغلبية في الجمعيات العامة وتنظيم سعر السهم في البورصة ومعنى تساوي القيمة أن تتساوى بالضرورة الحقوق التي تمنحها الأسهم للمساهمين².
 - ✓ عدم قابلية السهم للتجزئة بمعنى إذا انتقلت ملكية السهم من شخص لآخر عن طريق الإرث أو الهبة أو الوصية.
 - ✓ محدودية عدد الأسهم لشركة المساهمة أي أنه لا يمكن إصدار عدد أكبر من الأسهم المرخص لها في القانون الأساسي دون تغيير ذلك القانون³، وعندما لا تقوم الشركة بإصدار أسهم تغطي رأس المال المصرح كاملاً فإن ذلك الجزء يطلق عليه اسم الأسهم المصدرة وفي حالة استرجاع تلك الأسهم المصدرة تسمى بأسهم الخزينة أما بالنسبة لذلك الجزء المتبقي من الأسهم المصدرة فيطلق عليه اسم الأسهم المتداولة بعد طرح أسهم الخزينة وأخيراً الأسهم المدفوعة عند قيام المكتتبين بسداد كامل قيمة السهم المصدر⁴.
 - ✓ سهولة الوصف للأسهم العادية مقارنة بالسندات لكنها تتميز بالصعوبة من حيث التحليل والمعالجة من جانب آخر للسندات مدة صلاحية محدودة وحد أعلى لسعر الفائدة على عكس الأسهم العادية التي لها مدة صلاحية غير محدودة وأرباحها ليست مسقفة⁵.

¹ حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، 2006، ص 40 .

² محمد صالح بن ألفا عمر، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، 2015، ص 115.

³ جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 698.

⁴ محمود محمد الداغر، المرجع السابق، ص 90.

⁵ جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 698.

✓ للسهم العادي عدة قيم منها القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية عادة ما تكون القيمة الاسمية منخفضة مقارنة بالقيمة السوقية مما جعل البعض يعتبرها ذات دلالة اقتصادية قليلة الأهمية مما أدى ببعض الدول بإصدار أسهم عادية بدون قيمة اسمية بمعنى لا تكتب على الورقة لكنها موجودة بقسمة رأس المال المكتتب¹.

ث. تحديث الأسهم العادية: إن الصناعة المالية لا تختلف على الصناعات الأخرى كونها تسعى إلى تحقيق الربح وزيادة القيمة المضافة ولهذا فإن تغير البيئة الاقتصادية حتماً يصاحبه البحث عن تحديث الأدوات المالية أكثر فعالية وربحية من بينها:

- **أسهم عادية بوفرات ضريبية:** في الولايات المتحدة مثلاً، يُسمح للشركات بخصم توزيعات الأسهم التي تباع للعاملين من الإيرادات قبل الضريبة لتشجيعهم على امتلاك حصة في الشركة. ولكن لتشجيع المنشآت تمليك حصص مناسبة للعاملين فيها، تلجأ بعض الحكومات لإصدار تشريع يتيح إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً للعاملين لشراء تلك الأسهم من دفع الضريبة على نسبة من الفوائد التي تحصل عليها. يساهم ذلك في تحسين الأداء على المدى الطويل وزيادة الإيرادات الضريبية مستقبلاً².

- **أسهم العادية المضمونة:** ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 أسهم عادية تعطى لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض، إذ ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة عقب الإصدار، أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين، أو تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض³.

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية** هي أسهم تصدرها الشركات، تستخدم لتقييم أداء الأقسام داخل المنشآت الكبيرة دون الحاجة لفصل الأقسام كشركات مستقلة، ارتفاع سعر سهم قسم معين يعكس أدائه المتميز حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة⁴.

- **الأسهم الممتازة:** سوف نتطرق مباشرة لأنواع الأسهم الممتازة لعدم اختلافها من ناحية التعريف مع مفهوم وخصائص الأسهم بشكل عام مع وجود اختلاف في الحقوق الممنوحة لحاملتها وتحمل في طياتها مزايا وعيوب المتمثلة في: ➤ الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية وفي هذا السياق تقترب الأسهم الممتازة من السندات مع حق اقرار الإدارة في توزيع الأرباح.

¹ المرجع نفسه، ص 699.

² محمود محمد الداغر، المرجع السابق، ص 99.

³ نوال بوعلام سمرد، البورصة والاسواق المالية، دار اليازوري، الأردن، 2021، ص 56.

⁴ نبال فريد مصطفى، المرجع السابق، ص 73.

➤ الأسبقية في التوزيع ومعناه لها الأسبقية الأولى في التوزيع مقارنة بالأسهم العادية وفي حالة عدم التوزيع السنوي تبقى متراكمة حتى تتخذ الإدارة قرارها في التوزيع.

➤ الأولوية في التصفية مقارنة بالأسهم العادية ولكن تلي حملة السندات في القيام بهذه العملية.

➤ عدم التمتع بحق التصويت في الجمعية العمومية لكون هذا الحق مقتصر على أصحاب الأسهم العادية.

➤ تتمتع الأسهم الممتازة بحق تحويلها إلى أسهم عادية.

➤ تفادي مشكلة ارتفاع تكلفة التمويل بسبب انخفاض العائد وفي هذا الصدد تلجأ الشركة إلى استدعاء الأسهم الممتازة من حائزيها ودفع المقابل.

➤ تعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أكبر من حملة السندات ولهذا السبب فانهم يطالبون بمعدلات عوائد أعلى لكونهم لا يجدون من يضمن لهم الحصول على عوائد دورية وفي حالة التصفية تكون المرتبة الأولى في استرداد الأموال للمالكي السندات¹.

د. الأسهم الممتازة: ونذكر منها:

➤ الأسهم الممتازة المجمع الأرباح: وهي الأسهم التي تمنح لحملةا الحصول على الأرباح عن السنوات التي لم يجري فيها التوزيع بسبب عدم تحقيق الشركة للأرباح أو قرار صادر من مجلس الإدارة بعدم التوزيع يتم الدفع لهم قبل التوزيع لحملة الأسهم العادية.

➤ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: وهي الأسهم التي تعطي لحملةا الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية فيما زاد من الأرباح عن حد معين ومعنى ذلك إذا زادت أرباح حملة الأسهم العادية عن نسبة المحددة في قانون الشركة شاركهم حملة الأسهم الممتازة فيما تبقى من الأرباح.

➤ الأسهم الممتازة القابلة لتحويل إلى أسهم عادية: تمنح هذه الأسهم لحملةا حق تحويلها إلى أسهم عادية لفترة محددة ابتداء من تاريخ إصدارها كما تحدد شروط وعدد الأسهم العادية التي يمكن تحويل السهم إليها².

➤ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982م، تختلف عن الأسهم الممتازة التقليدية من حيث التغير في نسب التوزيعات، وذلك وفقا لمعدل العائد على أنواع السندات الحكومية سندات الخزينة ويعدل نصيب السهم من الأرباح مرة واحدة كل ثلاثة أشهر، وهذا تبعا لتغير معدل عائد تلك السندات يجب ألا تقل نسبة التوزيعات عن 75% من القيمة الاسمية للسهم المحافظة على مستوى ملائم من الطلب على هذا النوع من الأسهم³.

¹ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 9.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 125، 126.

³ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان، الأردن، 2014، ص 71

➤ **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** تمنح هذه الأسهم لحملة الأسهم العادية المضمونة، كتعويض لهم على انخفاض القيمة السوقية للأسهم، لذلك تلجأ الشركات إلى إعطاء حملة الأسهم العادية المضمونة أسهما ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية¹، كما يوجد أنواع أخرى لأدوات الملكية منها:

- **الأسهم المجانية:** تقوم إدارة الشركة بتوزيعها على المساهمين أصحاب الأسهم العادية حسب نسب امتلاكهم للأسهم وذلك في حالة احتجاز جزء من الأرباح غير الموزعة التي تعتبر زيادة في رأس المال لشركة حيث يسمح للمساهمين بهذه الطريقة المشاركة في هذه الزيادة².
 - **أسهم الخزينة:** في بعض الأحيان تقوم الشركة بإعادة شراء هذه الأسهم كاسترداد لجزء من ملكية الشركة وليس لهذه الأسهم حق في التصويت ولا التوزيع، وكذلك تتنوع أدوات الملكية إلى **أسهم المقيدة** بمعنى مسجلة ومصنفة في بورصات محلية ودولية في جداول خاصة لكي تتمكن سلطة البورصة من تقييمها بشكل عادل. أما فيما يخص **الأسهم غير المقيدة:** فهي تلك التي يتم التداول فيها خارج السوق المنظمة³.
1. 3. 2. أدوات الدين:

تتمثل أساسا في السندات وهي أنواع كثيرة سيتم شرحها في هذا المطلب.

أولا) السندات وخصائصها: هي الأخرى عبارة عن أوراق مالية وتعتبر عقد أو اتفاق بين المنشأة التي أصدرتها والمستثمر وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم المستثمر بإقراض المنشأة والتي تتعهد بدورها برد قيمة السند زائد قسيمة الفائدة على الأموال المقرضة المتفق عليها في تواريخ محددة قد يكون السند لحامله أي قابل للتداول في السوق الثانوي بالبيع أو الشراء أو التنازل⁴، وبذلك تكون السندات التزامات دين طويلة الأجل تصدرها الشركات والوحدات الحكومية تُستخدم العائدات من إصدار لجمع الأموال لدعم العمليات طويلة الأجل لجهة الإصدار (على سبيل المثال، لمشاريع الإنفاق الرأسمالي). إذ لم يتم الوفاء بشروط السداد من قبل مصدر السند، فإن حامل السند (المستثمر) لديه الحق في المطالبة على الأصول من جهة إصدار السندات⁵.

¹ محمد غياث شبيخة، التمويل مبادئ، سياسات، روسلان، 2022، ص 74.

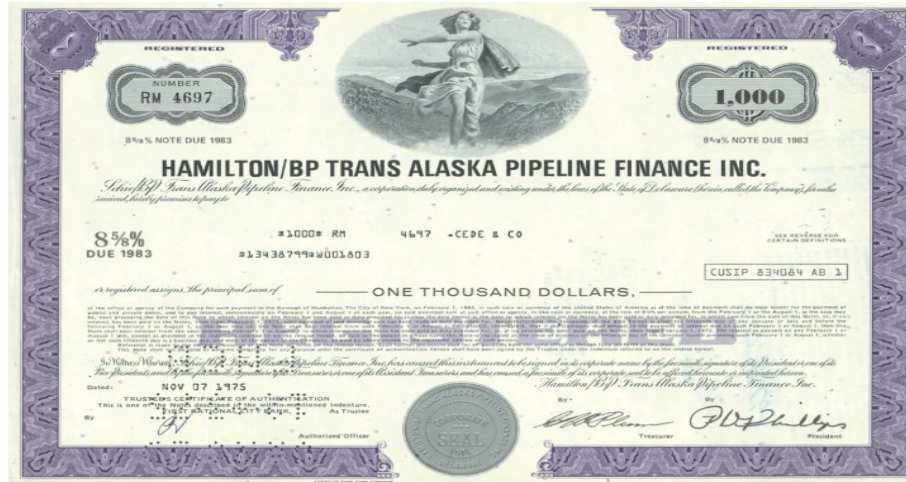
² حسن حمدي، المرجع السابق، ص 41.

³ المرجع نفسه، ص 42.

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، المرجع السابق، 2001، ص 272.

⁵ Anthony Saunders, Marcia Millon, Cornett Otgo) Erhemjamts, **Financial Markets and Institutions**, McGraw Hill, 2022, p 17

الشكل (5.1): سند شركة هاملتون في الولايات المتحدة الأمريكية



source: Frederic S. Miskin Stanley G. Elkins, op-cit ,P310

- ✓ وتتمثل خصائص السندات فيما يلي¹:
- ✓ يمثل التزام مديونية على الجهة المصدرة.
- ✓ وجوب استرداد قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق المحدد في العقد.
- ✓ تحدد القيمة الحالية لسند في سوق التداول بناءً على العلاقة الموجودة بين قسيمة الفائدة المدونة على السند وسعر الفائدة الفوري المعمول به في السوق.
- ✓ لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل آجال الاستحقاق مع إمكانية بيعه في السوق الثانوي
- ✓ على غرار حامل الأسهم العادية لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة ولا حق التصويت.
- ✓ الحصول على الفائدة دورية وثابتة لحملة السند بغض النظر عن ربح أو خسارة الشركة المصدرة.
- ✓ تتميز السندات وخاصة الحكومية منها على أنها خالية من مخاطر التخلف عن السداد لأن الحكومة يمكنها دائماً طباعة النقود لسداد الديون إذا لزم الأمر في ذلك.
- ✓ تعطي بعض السندات الحق للمصدر لاستدعاء وسداد جزء من السندات قبل ميعاد استحقاقها عادة ما يكون سعر الاستدعاء أعلى قليلاً من القيمة الاسمية².

¹ ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص 37.

² محمد صالح الخناوي، أساسيات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 1997، ص 262.

يمكن تلخيص مقارنة بين السند والسهم من خلال الجدول التالي:

الجدول (1.1): مقارنة بين السند والسهم

السند	السهم
جزء من قرض أصدرته الشركة من أجل تمويل مشروع استثماري	جزء من ملكية الشركة المصدرة له.
مالك السند مقرض للمال	مالك السهم هو من أصحاب الشركة
الأولوية لحملة السندات لاسترداد أموالهم عند التصفية	تحمل مالك السهم للخسائر التي تلحق بالشركة ولا يحصل على أمواله إلا بعد سداد جميع الالتزامات على الشركة

المصدر: حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأوراق المال، دار الكتاب العربي، مصر، 2006، ص 52.

ثانياً) الاتجاهات الحديثة في السندات من بين التحديثات التي طرأت على أدوات الدين ما يلي:

- **السندات القابلة للتحويل:** تسمح السندات القابلة للتحويل للمستثمرين اختيارياً باستبدال عدد محدد من السندات بعدد محدد من الأسهم العادية للشركة. توفر ميزة التحويل للمستثمرين إمكانية تحقيق عوائد عالية إذا ارتفع سعر السهم العادي للشركة. ولهذا السبب يكون المستثمرون على استعداد لقبول معدل فائدة أقل على هذه السندات، مما يسمح للشركة بالحصول على تمويل بتكلفة أقل، على سبيل المثال جمعت تويتر أكثر من 900 مليون دولار أمريكي من إصدار سندات قابلة للتحويل في الأعوام الأخيرة¹.
- **سندات لا تحمل معدل كوبون:** تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن تسترد قيمتها الاسمية عند تاريخ الاستحقاق وبإمكان المستثمر بيعها في سوق التداول إذا أراد التخلص منها².
- **سندات ذات معدل الفائدة المتغير:** هو نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليها انخفاض في القيمة السوقية للسندات³، ويمكن تعريفها على أنها سندات دين طويلة الأجل ذات سعر قسيمة يتم تعديله بشكل دوري. معظم هذه السندات تربط سعر الكوبون الخاص بها بسعر الفائدة بين البنوك في لندن، وهو السعر الذي تقرض به البنوك الأموال لبعضها البعض على أساس دولي⁴.

¹Jeff Madura, **Financial Markets and Institutions**, 13th Edition, Cengage Learning, Inc., 2021, p 156

² محمد الفاتح محمود المغربي، **مؤسسات المالية**، دار الجنان، الاردن، 2016، ص 92.

³ المرجع نفسه، ص 72.

⁴ Jeff Madura, op-cit, p 156.

➤ **سندات ذات الدخل** لا يستطيع حملة هذا النوع من السندات المطالبة بالفوائد من الشركة على السنوات التي لم تتحقق فيها الأرباح إلا أنه من الممكن أن ينص في بعض العقود على سداد الفوائد لسنوات التي لم تحقق أرباحاً في السنوات اللاحقة¹.

➤ **السندات الرديئة** استحدث هذا النوع من السندات ففي ثمانينات القرن الماضي السماح لأعضاء مجلس الإدارة بامتلاك حصة كبيرة من رأس مال الخاص لشركة التي يسيرونها وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهم الشركة المتداولة في السوق².

➤ **سندات المشاركة** يعطي هذا النوع من السندات الحق لحامله في الحصول على جزء من أرباح الشركة بالإضافة إلى الفوائد الدورية وهي تشبه بذلك الأسهم الممتازة³.

➤ **أوراق مالية أخرى** سوف نعرض في هذا المطلب الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الحكومة لمواجهة خدمة الدين ونذكر منها:

- **صكوك الشراء اللاحقة:** هو صك يقوم المستثمر بشرائه ويحول له الحق في شراء عدد معين من الأسهم في تاريخ لاحق بسعر محدد مسبقاً بغض النظر عن السعر السائد في السوق وبالتالي تكون هذه الصكوك وسيلة أمان لحماية المستثمر ضد مخاطر تقلب الأسعار المستقبلية⁴.

- **الأوراق المالية الحكومية المتداولة في أسواق رأس المال** وهي صكوك المديونية المتمثلة في السندات وما يماثلها والتي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم تقوم بإصدارها الحكومة المركزية كما قد يمارس ذات الحق أيضاً الحكومات المحلية. تكون أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين إذ عادة ما يتمتع عائدتها بالإعفاء الضريبي إضافة إلى تضائل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله⁵.

- **الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية:** وتنقسم إلى:

- **الأوراق المالية التي تصدرها خزانة الحكومة:** ويقصد بها السندات الادخارية غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح غيره وتشتري تلك السندات من الخزانة العامة للحكومة فقط التي هي أيضاً المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حاملوها لاسترداد قيمتها في أي وقت⁶.

¹ شقيري النوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2007، ص 84.

² المرجع نفسه، ص 84.

³ عبد الغفار حنفي، ورسمية قرياقص، المرجع السابق، ص 274.

⁴ المرجع نفسه، ص 277.

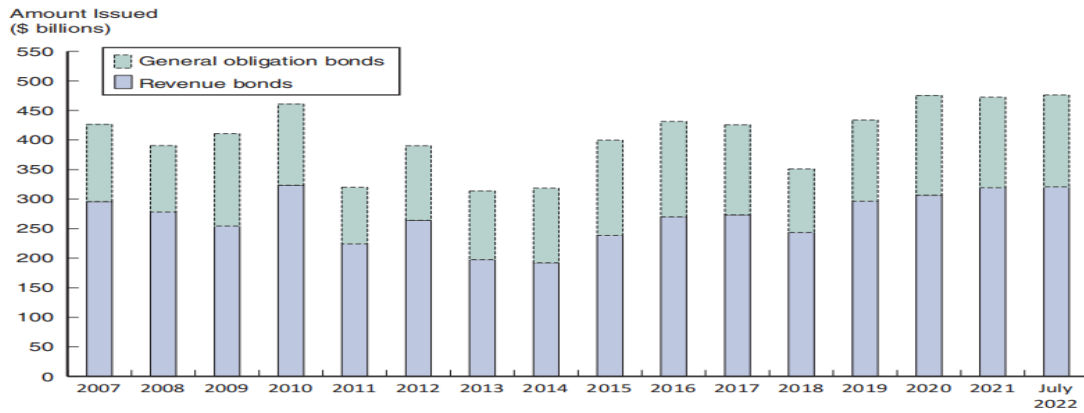
⁵ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 46.

⁶ المرجع نفسه، ص 48.

■ الأوراق المالية القابلة للتداول: تصدر من البنك المركزي وفروعه المختلفة، ويتداول بعضها في أسواق رأس المال المنظمة ويتداول بعضها الآخر في الأسواق غير المنظمة من خلال سماسرة وتجار الأوراق المالية. وتتميز تلك الأوراق عن سابقتها - السندات الادخارية - في أن العائد لا يقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية، وتشمل كل من تمثل سندات الخزنة التي تمثل استثماراً متوسطاً واستثماراً طويلاً الأجل وسندات بلا كوبون وهي سندات حكومية تقوم بشرائها مؤسسات مالية ضخمة وإعادة بيعها للمستثمرين الصغار الذين يرغبون في توجيه استثماراتهم في أوراق مالية ذات المخاطر المنخفضة وإصدارات خاصة لأوراق مالية تصدرها الخزينة والتي لا تباع للجمهور بل تباع إلى منظمات حكومية التي ترغب في استثمار أموالها¹.

● الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات المحلية: هي أوراق مالية تصدرها الحكومات المحلية وحكومات والمقاطعات وتستخدم عائدات هذه السندات في تمويل مشاريع المصلحة العامة، مثل المدارس والمرافق وأنظمة النقل، إن الفوائد المكتسبة على السندات المحلية التي يتم إصدارها لدفع تكاليف المشاريع العامة الأساسية معفاة من الضرائب، وهناك نوعان من السندات المحلية: سندات الالتزامات لا تحتوي على أصول محددة مرهونة كضمان أو مصدر محدد للإيرادات المخصصة لسدادها العامة وسندات الإيرادات، مدعومة بالتدفق النقدي لمشروع معين مدر للإيرادات²

الشكل (6.1): إصدار سندات الالتزامات العامة وسندات الإيرادات لفترة 2007-2022



source: Frederi,s.Miskn, Stanley G.Elkins, Finnancial markets and institutions, tenth Edition, 2024 ,p316.

من خلال الشكل أعلاه نجد أن القيمة الإجمالية للسندات المصدرة تتراوح سنوياً بين حوالي 300 و 500 مليار دولار، أما سندات الإيرادات تشكل دائماً النسبة الأكبر من السندات المصدرة مقارنة بالسندات العامة.

¹ منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص 53 - 56.

(2) Frederic S. Miskin, Stanley G. Elkins, Financial markets and institutions, tenth Edition, 2024, P315

كما شهدت الفترة بين 2011 و2014 انخفاضا ملحوظا في إجمالي الإصدارات. أيضا نجد أن النمو عاد تدريج بداية من 2015 ووصل إلى الذروة في 2020-2022، حيث تجاوزت القيمة الإجمالية للإصدار 500 مليار دولار، كما نجد في عام 2010 و2020-2022 كانت من أكثر السنوات إصدارا للسندات، ونجد في جويلية 2022 فقط، يبدو أن الإصدارات قارت 400 مليار دولار، ما يشير إلى إمكانية تخطي 2021 بنهاية العام، ومما سبق يمكن تفسير ذلك على النحو التالي:

- الزيادة في إصدار السندات في بعض السنوات (مثل 2009-2010) قد تكون مرتبطة بمحاولات تحفيز الاقتصاد بعد الأزمة المالية العالمية.
- الانخفاض بين 2011 و2014 قد يعكس سياسات تقشفية أو استقرار مالي نسبي قلل من الحاجة إلى الاقتراض.
- الارتفاع الكبير في 2020-2022 قد يكون مرتبطاً بتداعيات جائحة كوفيد-19، حيث اضطرت الحكومات إلى زيادة الاقتراض لتمويل النفقات الصحية والدعم الاقتصادي.
- استمرار اعتماد الولايات أو البلديات على سندات الإيرادات يدل على أن هناك مشاريع استثمارية تمول ذاتيا عبر العوائد المستقبلية، مثل رسوم الطرق أو خدمات المرافق العامة.

1.3.3. الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المستقبلية:

يتم التداول في هذه الأسواق بنوع آخر من الأدوات بغرض الحماية من تغير المفرط في الأسعار كما يستخدمها المضاربون بغرض تحقيق أرباح وهي أدوات تشتق قيمتها من أصل محل التعاقد عليه .

أولا) العقود الآجلة نوع من أنواع المعاملات التي تجري في بورصات الأوراق المالية، وهي عقود بيع، يتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، وعددها، وثمنها، عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق، يسمى يوم التصفية¹ يتم التفاوض عليها مباشرة بين طرفين في أسواق خارج البورصة (غير المتداولة في البورصة). والمشارك النموذجي في العقود الآجلة هو بنك تجاري أو بنك استثماري يقوم بدور صانع السوق، ويتم الاتصال به مباشرة من قبل العميل. يمكن تصميم العقود الآجلة وفقاً للاحتياجات المحددة للمستخدم النهائي².

ثانيا) العقود المستقبلية يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد.

¹مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 787.

²Reilly brown Leeds، **investment analysis and portfolio management**، Eleventh Edition، Cengage، 2020، p 560

ثالثاً) عقود الاختيار ويعرف بأنه اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية وربما العملات أو السلع أو المؤشرات... إلخ) من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدماً. على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء أو أن التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد¹.

رابعاً) الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المستحدثة (التوريق)

يقصد بالأوراق المالية المخلقة (عملية التوريق) الأوراق في الأصل استثمارات غير سائلة لا تتحول إلى نقدية إلا في تاريخ الاستحقاق وهي أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق غير منظمة. ومن الأمثلة على تلك الأصول في الولايات المتحدة قروض الرهن العقاري، ولاسترجاع قيمة تلك القروض تقوم المؤسسة المقرضة بأصدار في مقابلها صكوكاً قابلة للتداول ومضمونة بتلك القروض قبل تاريخ الاستحقاق. ولتسهيل تداول تلك الصكوك عادة ما يصدر الصك بقيمة إسمية صغيرة، كما قد يؤمن عليه من قبل مؤسسة للتأمين².

¹ محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص 320.

² منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 85، 86.

خلاصة الفصل:

يعد سوق رأس المال تجسيدا للثروة المتراكمة التي توظف في إنتاج ثروات جديدة، فهو يشكل منصة تجمع بين من يسعون إلى تمويل مشاريعهم ومن يمتلكون فائضا ماليا يرغبون في استثماره، حيث توفر هذه الأسواق آليات فعالة لتوزيع المخاطر وتقاسمها وتنويعها، إذ يستطيع المستثمرون توجيه أموالهم إلى مجموعة متعددة من الفرص الاستثمارية، مما يقلل من توقعات الخسارة ويزيد من فرص العائد.

في الماضي كانت أسواق رأس المال تعقد في أماكن مادية كالساحات العامة، أو المقاهي، أو البورصات التقليدية. أما اليوم فقد تجاوزت هذه الأسواق الحدود الجغرافية، إذ بات المشاركون فيها يتواصلون من قارات مختلفة، ويبرمون صفقاتهم عبر الهاتف أو من خلال الوسائط الإلكترونية، في فضاء رقمي يختزل المسافات ويوسع نطاق التفاعل المالي، وجراء هذا التطور، ظهرت أدوات مالية حديثة ومتنوعة ومختلفة.

الفصل الثاني:

الصكوك الإسلامية مفهومها

ضوابطها الشرعية وأهميتها

تمهيد:

إن الصكوك الإسلامية أداة من أدوات تمويل المشروعات، وكبديل شرعي للأوراق المالية التقليدية أحدثت الصكوك الإسلامية قفزة نوعية في المعاملات المالية الإسلامية وبرز استخدامها في العصور الحديثة بعد تأثر الاقتصاد العالمي بظهور الأزمات المالية نتيجة الاعتماد على الاقتصاد الربوي الذي يستند على مشروعات غير حقيقية بل إن قوامه هو الاستثمار في الديون المركبة، كذلك تضاعفت الحاجة إلى الاستثمار في الصكوك الإسلامية بمبدئها القائم على الغنم بالغرم، وأصبحت وسيلة لجذب المستثمرين المسلمين الراغبين في تنمية مدخراتهم واستثماراتهم في أدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وسوف يتم التطرق في هذا الفصل إلى :

- التصكيك ومراحله العملية.
- الصكوك الإسلامية مفهومها وأنواعها.
- الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية، أهميتها، مخاطرها.

1.2. التصكيك ومراحله العملية:

إن المؤسسات المالية الإسلامية تولي اهتماما خاصا بمسألة الشرعية والمقبولية الإسلامية في ممارساتها، فإن تركيزها في مجال التصكيك ينصب بشكل أكبر على محتوى "الحزمة" أو الأصول التي يتم توريقها، بدلا من التركيز على الشكل أو الهيكل الخارجي لعملية التوريق، ومن أجل فهم أهمية التوريق بالنسبة للمؤسسات الإسلامية، من الضروري أولا استعراض الفروق الجوهرية التي تميز التصكيك الإسلامي عن التوريق التقليدي¹.

1.1.2. ماهية التصكيك الإسلامي والفرق بينه وبين التصكيك التقليدي (التوريق التقليدي):

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق لمفهوم التصكيك الإسلامي وضوابطه والتمييز بينه وبين التصكيك التقليدي.

أولا) ماهية التصكيك الإسلامي:

لا يختلف التصكيك الإسلامي عن التوريق أو التصكيك الإسلامي، من حيث المفهوم فكلاهما عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أدوات قابلة للتداول في سوق رأس المال، وكذلك الديون إلى سندات أو عملية تحويل الأصول والموجودات والديون إلى صكوك تصدر في السوق الأولية وتتداول في السوق الثانوية، فهي تتمخض عنها الأسهم والسندات ويطلق عليها الأوراق المالية²، مما يقودنا إلى القول إن التصكيك الإسلامي لا يختلف عن التصكيك التقليدي من حيث الإجراءات لكن لا يجوز شرعا تصكيك الديون لتداولها بعائدات، لأنها تشتمل على ربا صريح.

فالتصكيك يعني العملية التي تكون محصلتها إنشاء الصكوك، وقد يكون ذلك من خلال إصدار صكوك مثلة لمشروع أو أصل قائم، أو إصدار صكوك لأصول ستكون مستقبلا أي هي غير موجودة حاليا، والتصكيك على هذا النحو يعني تقسيم ملكية الأصول أو المنافع أو الخدمات إلى أجزاء متساوية، وإصدارها في شكل وثائق (مستندات) ومن ثم طرحها للاكتتاب³.

ثانيا) أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي:

نذكرها في النقاط التالية⁴:

- نوعية الأصول محل التصكيك غالبا ما تكون ديون وقروض يكون أساسها سعر الفائدة الربوي كالقروض العقارية وقروض السيارات أما في النموذج الإسلامي فيستند التصكيك على أعيان أو منافع أو خليط منهما على أساس عقد شرعي موافق لصيغ التمويل الإسلامي.

¹Dualeh, Suleiman Abdi, **Islamic Securitization: Practical Aspects. This is adapted from a paper given at the Noga Hilton**, Geneva, 1998, for the world conference on Islamic Banking

² أحمد سعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، 2012، ص 72.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، صندوق النقد العربي، العدد 14، 2022، ص 16

⁴ زاهرة علي بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مؤسسة الأوراق، الأردن، 2016، ص 100، 101.

- تعزيز الائتمان يعتبر هذا العنصر من أهم مكونات صفقة التوريق التقليدي لأنه في الغالب يتم تحويل الديون من مصدرها الأصلي إلى مستثمرين جدد لا بد لهؤلاء ضمانات كافية للقروض المقدمة، أما بالنسبة للتصكيك الإسلامي فالعلاقة ليست علاقة دائنية وإنما مشاركة في الأصول والحصول على الربح وتحمل الخسارة ولكن بإمكان حملة الصكوك بالتأمين ضد المخاطر عن طريق التأمين التكافلي.
- أنماط التصكيك أي أن حملة الصكوك لا يشاركون في الأرباح التي تحققها الأصول محل التصكيك وإنما يحصلون على فوائد دورية ثابتة وهذا أسلوب محرم شرعا ويتنافى مع أسلوب التصكيك الإسلامي الذي يعتمد على ما تحققه الأصول من ربح أو خسارة وهذا يتطابق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- يتم تداول سندات الدين الربوية في سوق التداول، بينما في التصكيك الإسلامي يتم تداول صكوك ملكية الأعيان أو المنافع، أما الصكوك التي تصدر عن ذمم بيوع آجلة فلا يقبل تداولها شرعا.

الجدول (1.2) أوجه الاختلاف بين التصكيك التقليدي والإسلامي

أوجه الاختلاف	التوريق التقليدي	التصكيك الإسلامي
تاريخ الاستخدام	1970	1990
نوعية الموجودات	الديون كقروض السيارات وبطاقات الائتمان	أصول عينية حقيقية صادرة وفق عقد شرعي
العائد من التوريق/ التصكيك	فائدة ثابتة	عائد متغير أو مستقر
طبيعة العلاقة	علاقة دائنية	علاقة مشاركة
نوعية الرقابة	إصدار أوراق مالية تتوافق مع القوانين والمعايير الوضعية	إصدار صكوك تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مع وجود رقابة شرعية
نوعية المساهمة	المساهمة في القطاع المالي	المساهمة في القطاع الحقيقي
الصيغة العامة لهيكل التصكيك	عادة صيغة واحدة ويغلب عليها القرض	صيغ متعددة حسب صيغ التمويل الإسلامي
التداول	عملية خصم الديون	بيع حقيقي لحصة شائعة في ملكية موجودات
الشركة ذات الغرض الخاص	يمكن أن يشارك فيها المورق الأصلي	لا يسمح للمورق الأصلي أن يمتلك حصة حاكمية في الشركة لتعارض المصالح
تقديم الضمانات	تقديم الضمانات لبعض المستثمرين	تقديم الضمانات لكل المستثمرين

قابلية التداول	كل الأوراق المالية المورقة قابلة لتداول	حسب نوعية الأصول المصككة
----------------	---	--------------------------

المصدر: حكيم براضية، جعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي، دار اليازوري، الأردن، 2016، ص ص 167، 168.

2.1.2. أطراف عملية التصكيك:

تتدخل في عملية التصكيك أطراف عدة مما يترتب على هذا العقد حقوق والتزامات وتنقسم هذه الأطراف إلى قسمين: أطراف أساسية تشارك بشكل مباشرة في عملية التصكيك، وأطراف مساعدة يتم عادة التعاقد معها لتأدية خدمات محددة في عملية التصكيك.

أولاً (الأطراف الأساسية: نبينها كالآتي:

- **الشركة المنشئة (المصكك الأصلي):** وهي جهة الإصدار وتسمى البادئ أو مصدر الصك (الجهة المستفيدة) وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية، ومصدر الصك قد يكون شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينوب عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية ذات غرض خاص SPV (special purpose vehicle) مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار¹، وهي مالك الأصل أو المنافع أو النشاط الذي يتم التصكيك لصالحه، بمعنى آخر فإن الشركة المنشئة بحاجة لتمويل المشروع أو الأصل فتقوم بتصكيك أصولها للحصول على سيولة من خلال حصر وتجميع مختلف أنواع الأصول في وعاء استثماري (محفظة التصكيك)².

- **وكيل الإصدار:** الجهة المصدرة أو شركة التوزيع أو المنشئة ذات الغرض الخاص المعروف بالشركة ذات الغرض الخاص تعتبر الشركة كوسيط في نقل ملكية المنشئة إلى المستثمرين³، وتتخذ كل الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك، يكون ذلك بأجر أو مقابل عمولة محددة يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ونظراً لكونها كيانا مستقلاً وذات شخصية اعتبارية، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بوظائف أخرى كثيرة ذات علاقة بالصكوك، فهي إضافة إلى الإصدار، تعمل كأمين على المشروع، وتحمي مصالح حملة الصكوك (المستثمرين) ... الخ⁴.

- **حملة الصكوك (مشترى الصكوك):** وهم المستثمرون قد يكون مجموعة من الأفراد أو بنكا أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية، حيث قد يكون لهؤلاء فوائض مالية مما قد يشجعهم على الدخول في عمليات الاستثمار في

¹ عدنان أحمد يوسف، الصكوك الإسلامية خصائصها ودورها والتحديات التي تواجهها، الدراسات والأبحاث والتقارير اتحاد المصارف العربية، جانفي 2025، ص 52

² عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص 19.

³ أختر زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوزيع) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، 26 30 أبريل 2009، ص 7.

⁴ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص 20.

- شراء الصكوك تحقق عوائد مرتفعة نسبياً مقارنة بالعائد على الفرص الاستثمارية المتاحة، وفي الوقت عينه، إمكانية الخروج منها بسهولة ببيعها في السوق إذا ما كانت تلك الصكوك ضمن الأنواع القابلة للتداول¹.
- **محفظة التصكيك:** ويمكن تعريفها على أنها الوعاء الاستثماري الذي يجمع مختلف أنواع الأصول التي تم تصكيكها لصالح الجهة المنشئة للصكوك بغرض الحصول على تمويل المشروع استثماري جديد أو التوسع في مشروع قائم، وعوائد محفظة التصكيك هي التي يتم تخصيصها لسداد مستحقات حملة الصكوك بحسب تواريخ الاستحقاق.
 - **مدير الصكوك:** هو من يتولى إدارة الصكوك، فقد يكون مضارباً ويحصل على نصيبه من الربح كمضارب، أو قد يكون مديراً شريكاً ويحصل على نصيبه مقابل مشاركته، كما قد يكون وكيل استثمار ويحصل على أجر مقابل الإدارة.
- ثانياً (الأطراف المساعدة: هناك عدة أطراف مساعدة في عملية التصكيك هي²:
- **مدير الاستثمار:** هو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها، بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفق ما تحدده نشرة الإصدار
 - **أمين الاستثمار:** هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات وذلك على أساس عقد الوكالة بالأجر الذي تحدده نشرة الإصدار
 - **وكالات التصنيف العالمية** تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة. علماً أن أهم هذه الوكالات Moody's Fitch Standard & Poor.
 - **هيئة الرقابة الشرعية:** وتسمى لجنة الصكوك الشرعية، وهي لجنة يتم اعتمادها في العادة من طرف مصدر الصك، وظيفتها الأساسية هي الإشراف على الجوانب الشرعية من لحظة بدء عملية التصكيك وإلى غاية إطفاء الصكوك³.
 - **جمعية حملة الصكوك:** وهي جمعية أو هيئة يكون غرضها حماية المصالح المشتركة لحملة الصكوك (أعضائها) بحيث يكون لهم ممثل قانوني من أعضائها أو من الغير ممن ليس له مصلحة مباشرة أو غير مباشرة مع جهة الإصدار يباشر ما تقتضيه حماية المصالح المشتركة لحملة الصكوك في مواجهة الشركة ذات الغرض الخاص أو في مواجهة الغير أو أمام القضاء.

¹ عدنان أحمد يوسف، المرجع السابق، ص 52.

² المرجع نفسه.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص 22.

- مدير الدفاتر أو مدير الطرح هو الضامن الرئيسي الذي يشرف على الطرح الأولي أو الإصدار الجديد للصكوك فهو بذلك ضامن ومدير ومنسق ومنظم¹.

3.1.2. آلية إصدار الصكوك الإسلامية

تمثل عملية إصدار الصكوك الإسلامية همزة وصل بين المصدرون لهذه الصكوك والمستثمرون (مشترو الصكوك) ولذلك تتطلب درجة عالية من حسن الإلتقان في إتمام عملية الإصدار التي تمر بمراحل على النحو التالي:

أولاً) هيكلية الصكوك: وفي هذه المرحلة يتم فيها تحديد الأصول محل التصكيك أي تحديد محفظة التصكيك ويمكن لها أن تأخذ شكلين الأول تصكيك الأصول المدرة للدخل والثانية تصكيك لتمويل مشروع استثماري حيث يتم إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة المسائل القانونية، وتضمن ذلك في نشرة الإصدار، وربما يتزامن ذلك مع وضع النظام أو اللائحة أو الاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة².

ثانياً) تنظيم إصدار الصكوك: وتمثل أخطر مرحلة من بين مراحل الإصدار لأنه المعبر نحو نجاح طرح الصكوك في السوق المالي ونجاح هذه العملية يعني أن المنشئ قد حقق هدفه في تحصيل السيولة التي تمكنه من مباشرة مشروعه من خلال الطرح العام أو الخاص ونظراً لأهمية هذه الخطوة تلجأ عموماً الشركة ذات الغرض الخاص إلى ضمان التغطية الكاملة للإصدار³.

ثالثاً) استغلال الحصيلة في تكوين محفظة الصكوك: أو استثمار حصيلة الطرح حيث تقوم الشركة ذات الغرض الخاص طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها على حملة الصكوك، وفقاً لما هو منصوص عليه في نشرة الاكتتاب كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

رابعاً) مرحلة ما بعد الإصدار: أو مرحلة التداول يتم في هذه المرحلة عقد الاجتماع الأول للهيئة العامة لحملة الصكوك وانتخاب لجنة حملة الصكوك، كما يتم في هذه المرحلة تسجيل هذه الصكوك وإدراجها في سوق ثانوية للإصدارات المطروحة (سوق الأوراق المالية). وتداولها فيما إذا ما كانت الصكوك المصدرة من الأنواع القابلة للتداول، كما يتم إعداد البيانات المالية المدققة من قبل مدقق الحسابات الخارجي لمشروع الصكوك⁴.

خامساً) مرحلة اطفاء الصكوك ويسمى إهلاك الصكوك أو استردادها: وفيها يتم بيع موجودات أو أصول الصكوك من خلال تصفية المشروع، أو بيع المشروع وتحويله إلى نقد وسيولة وتوزيع الحصيلة على حملة الصكوك

¹ المرجع نفسه.

² حكيم براضية، جعفر هني محمد، المرجع السابق، ص 182.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيق، مرجع السابق، ص 31.

⁴ نور مطر الجراد، نيفين سعيد، عملية إصدار الصكوك الإسلامية، مديرية الدراسات والأبحاث scfins، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية،

2022، ص 11.

أو بيعها للمصدر في نهاية مدة الصك وفق ما تم تحديده في نشرة الإصدار ويتوقع حامل الصك استرداد القيمة السوقية للصك (لا القيمة الاسمية)¹.

2.2. الصكوك الإسلامية مفهومها وأنواعها:

تقوم الصكوك الإسلامية على مبدأ المشاركة في تمويل مشروع على المدى المتوسط أو الطويل الأجل وفقا للقاعدة الشرعية الغنم بالغرم أي المشاركة في الربح والخسارة، ومن هنا فهي أدوات تشبه إلى حد كبير الأسهم في شركات المساهمة وصناديق الاستثمار في النظام التقليدي.

1.2.2. مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها:

في هذا العنصر سيتم التطرق إلى مفهوم الصكوك الإسلامية وأصول نشأتها.

أولاً) مفهوم الصكوك الإسلامية:

معنى الصكوك الإسلامية لغةً: الصك كلمة فارسية معربة، وهو الكتاب الذي يكتب فيه المعاملات والتقارير، وتجمع على أصك وصكوك وصكاك وأصك. قال في لسان العرب: أصلها جك هو الورقة المكتوبة بدين، وكانت الأعطيات والأرزاق التي يكتبها الولاة للقضاة والعمال من بيت المال تسمى صكوكا، قال في لسان العرب: (وكانت الأرزاق تسمى صكاكا؛ لأنها تخرج مكتوبة)²، وهي أيضا وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه، أي وثيقة تثبت حقا في ملك، والصكاك إما أن يكون حافظ الصكوك أو كاتب الصكوك أو تسديد الصكوك³.

ومصطلح التصكيك في اللغة: الذي يكتب للعهد، أو كتاب الإقرار بالمال، أو الذي يكتب في المعاملات. وعليه فهو سند مكتوبة تثبت لصاحبها حقا في مال، أو التزام في الذمة عند تحقق وجوبها بشروط وكيفية محددة⁴، أما اصطلاحاً فكلمة التصكيك تستعمل كمفرد لكلمة التوريق أو التسديد؛ غير أنه مصطلح الصكوك قد أصبح مرتبطا على وجه الخصوص بالاستثمار الإسلامي الذي يتطابق وأحكام الشريعة الإسلامية في حين التوريق أو التسديد يشتهر استعماله في الاستثمار التقليدي⁵، ولقد عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي* بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات

¹ فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (إسرا)، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، - المجلد العاشر، العدد الأول، يونيو 2019، ص 87.

² محمد بن علي الفري، صكوك التمويل الإسلامية، دار الميمان، 2019، ص 11.

³ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة، الأردن، 2012، ص 67.

⁴ أبوبكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2015، ص 29.

⁵ المرجع نفسه، ص 29.

* مجمع الفقه الإسلامي الدولي (المجمع): هو جهاز فرعي علمي لمنظمة المؤتمر الإسلامي، له شخصيته الاعتبارية، ومقره الرئيسي في مدينة جدة بالملكة العربية السعودية، واللغة العربية هي اللغة المعتمدة في المجمع، ويتولى في استقلال نام بيان الأحكام الشرعية في القضايا التي تم المسلمین، كما يعمل على إعداد مشروعات قوانين نموذجية في مختلف المجالات التي تحتاج إلى تقنين الأحكام الإسلامية فيها

متساوية، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة كل منهم فيه¹.

كما نجد تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ورد في المعيار رقم (17) بعنوان صكوك الاستثمار الصادر عن الهيئة بتاريخ ربيع الأول 1424 هـ الموافق لـ 8/5/2003م التعريف التالي: هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله⁽²⁾ تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية للصكوك بأنها: شهادات تمثل حصة حاملها في ملكية الأصول التي صدرت الصكوك بناء عليها حيث يتمتع حامل الشهادة بجميع الحقوق ويتحمل جميع الالتزامات المتصلة بتلك الأصول³.

ثانياً) تاريخ النشأة القديمة للصكوك الإسلامية:

إن الأوراق المالية والتجارية القابلة للتداول ليست وليدة العصر الحديث بل عرف المسلمون قديماً أنواعاً من الأوراق المالية التي كان بعضها قابلاً للتداول وبعضها غير قابل لتداول منها: الصكوك الجار، والبراءات، والأرزاق، والحظوظ، الجامكية والسفتجة. وكان بيت المال الذي يمثل خزانة الحكومة يُصدر منذ عهد الخلافة الراشدة سندات تمثل مديونية الخزانة لحامل السند، كما كان التجار يصدرون سندات تمثل ما بذمتهم للحكومة أو لتجار آخرين⁴، وحسب بحثنا حول هذا الموضوع وجدنا مايلي:

❖ **صكوك الجار:** أصل كلمة الجار هي ميناء في منطقة الجار قريب من مدينة جدة قديماً وكان في زمن الخلفاء الراشدين مستودعاته تخزن فيه شحنات المواد الزراعية وغيرها من الأرزاق التي تأتي من مختلف أنحاء العالم فصكوك الجار المقصود بها تلك الصكوك التي تخول حاملها الحصول على (الرزق) من مستودعات الجار، بعض تلك الصكوك كان أعطيات وهبات من بيت مال المسلمين وبعضها رواتب للقضاة والشرطة والجند ونحوهم، وأول من أصدر صكوك الجار عمر بن الخطاب رضي الله عنه، وقد تدفقت الأموال والخيرات في زمنه على الدولة الإسلامية بسبب الفتوحات؛ فأنشأ ديوان العطاء، وحصر أسماء المسلمين، وقدر الأعطيات لهم، ورواتب الجند، وكانت صكوك الجار مخصصة لأهل الحجاز، وكان في الكوفة مثيلاً لها لأهل العراق.

❖ **البراءات:** جمع براءة، وهي الأوراق التي يكتبها ديوان الحاكم على العمال؛ حيث كانوا في الزمان القديم يلزمون ولاية المناطق بتوريد مبالغ معينة لخزانة الدولة في كل عام: مثل الخراج أو الزكاة، ويطلق الاسم أيضاً على سند

¹ أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2013، ص 26

² عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص 16.

³ محمد بن علي القري، المرجع سابق، ص 23.

⁴ المرجع نفسه، ص 12.

الدين الذي يكتبه المدين على نفسه، وكذلك ما يكتبه السلطان لأصحاب الوظائف، فهي أشبه ما تكون بما يسمى الكمبيالة في عصرنا هذا¹.

❖ **الحظوظ:** جمع حظ، ويقصد به النصيب المرتب للإمام من الوقف أي مقابل قيامه بوظيفة الإمامة. قال في رد المحتار: "بيع البراءات التي يكتبها الديوان على العمال لا يصح بخلاف بيع حظوظ الأئمة لأن مال الوقف قائم ثمة"، وقال في رد المحتار أيضاً: "وهي ما كان قائماً في يد المتولي من نحو خبراً أو حنطة قد استحققه الإمام" ولذلك يمكن للإمام أن يبيع محتوى ورقة الحظ من حنطة أو نحو ذلك قبل قبضه، وقد تسمى القطوط أيضاً².

❖ **الجامكية:** الجامكية لفظ فارسي معرب مأخوذة من جامه، وهي في الأصل الأجرة التي تدفع لمن يحفظ الثياب، لأن معنى جامه ثوب، ثم أطلقت على كل أجرة، وقيل: أصلها تركي، ومعناه (مرتب خدام الدولة). كما يقال جامكية للورقة التي تصدر من بيت المال أو من ناظر الوقف لصالح رجل له حق مالي على بيت المال، أو على وقف من الأوقاف، كما تعطي للطلاب في المدارس الوقفية، وهي تشبه ما يسمى اليوم بالكمبيالة³.

❖ **السفتجة:** السفتجة كلمة معربة عن الفارسية، ومعناها في الاصطلاح الفقهي: وعن ابن عابدين أن يدفع إلى تاجر مالا قرضاً ليدفعه إلى صديقه، وإنما يدفعه قرضاً لا أمانة ليستفيد به سقوط خطر الطريق. وقيل: هي أن يقرض إنساناً ليقضيه المستقرض في بلد يريد المقرض ليستفيد به سقوط خطر الطريق⁴، والعهدة هي الصك المكتوب فيه الثمن، ولذلك تحدث الفقهاء قديماً عن ضمان العهدة، والمقصود به ضمان الثمن، وإنما عبّر عنه بالوثيقة أو الصك المكتوب فيه الثمن، والمقصود بضمان العهدة: ضمان الثمن للمشتري إذا ظهر المبيع مستحقاً أو معيباً أو نحو ذلك⁵.

ثالثاً) مراحل نشأة المعاصرة للصكوك الإسلامية:

يمكننا التعرض لنشأة الصكوك المالية الإسلامية في المراحل التالية:

❖ **المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام 1976م:** كان أول طرح لموضوع الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام 1976م، الذي يُعد بمثابة الشرارة الأولى لانطلاق الصكوك الإسلامية والذي تبعه العديد من المحاولات المختلفة لإصدار أدوات مالية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية⁶.

❖ **صكوك المملكة الأردنية الهاشمية 1981م:** تعود فكرة صكوك التمويل الإسلامية حديثاً إلى السبعينيات من القرن الميلادي الماضي حيث اقترح الدكتور سامي حمود فكرة مشروع (سندات المقارضة) بديلاً عن سندات

¹ المرجع نفسه، ص 14.

² محمد بن علي القرني، نفس المرجع السابق، ص 15 16.

³ المرجع نفسه، ص 16.

⁴ محمد بن بلعيد أمنو البوطي، الأوراق التجارية المعاصرة، دار الكتب العلمية، لبنان، 2006، ص 97.

⁵ محمد بن علي القرني، المرجع نفسه، ص 17.

⁶ زهري كريم محمد عبد السميع، الصكوك المالية الإسلامية، دار حميثرا، 2023، ص 40.

الدين بمقتضى عقد تأسيس البنك الإسلامي الأردني سنة 1978م حيث نص في المادة 19 من قانون العقد على الصكوك، ثم ورد أيضاً في القانون النص على إمكانية إصدار البنك الصكوك على أساس المشاركة أو المضاربة المخصصة. ثم صدر في الأردن بعد ذلك قانون سندات المقارضة المؤقت رقم 10 سنة 1981م وصدر قانون آخر بعد ذلك القانون المؤقت، وذلك في سنة 1986م واستفتي المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بشأن أوراق مالية التي يتم إصدارها على أساس المضاربة¹، وتبنى بعد ذلك مجمع الفقه الإسلامي قرار رقم 5 بتاريخ 1988/8/4 سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مما يعني أنه قد فتح الباب أمام المؤسسات المالية التي تعمل وفق ضوابط الشريعة للتعامل بهذه الأدوات ولكن لم تكن تلك الصيغة قابلة للتطبيق من المنظور المالي²، إذ أن معدل المخاطر فيها لا يغري المستثمرين على الإقدام عليها وبقيت الفكرة خارج نطاق التطبيق إلا أن البحوث والمناقشات لم تتوقف بشأن الصكوك حتى خرجت إلى النور³.

❖ **صكوك الإسلامية الصادرة في ماليزيا 1990م:** كان أول ظهور لها في ماليزيا من قبل شركة شل الماليزية للبتترول في سنة 1990م برغم من المجهودات المبذولة من طرف الحكومة الاردنية وكانت صكوكا قائمة على عقد المراجعة بمبلغ 125 مليون رنجيت، ونتيجة لتطور سوق رأس المال بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية 1993م وبورصة كوالالمبور للأسهم سنة 1994م التي تحول اسمها إلى البورصة الماليزية⁴ في تاريخ 20 أبريل 2004م Bursa Malaysia أصدرت شركة كافاماس، وهي شركة مختصة بتوزيع ديون شركات التمويل العقاري في ماليزيا - صكوك المضاربة بمبلغ 30 مليون رنجيت.

❖ **الصكوك الإسلامية الصادرة في باقية دول العالم:** في سنة 2000م أصدرت حكومة السودان صكوك مشاركة بمبلغ 77 مليون جنيه سوداني، وفي سبتمبر 2001م أصدرت حكومة البحرين بواسطة مؤسسة نقد البحرين أول صكوك سيادية بالدولار، وكان حجم الإصدار 250 مليون دولار لمدة 5 سنوات، وكانت صكوكا قائمة على الإجارة⁵.

❖ **معايير الصكوك المالية الإسلامية الصادر عن هيئة ال (AAOIFI) حينما أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عام 2003م معيارها الشرعي رقم 17 في 8 مايو لسنة 2003 "صكوك الاستثمار"** اعتبرت نقطة الانطلاق الحقيقية للصكوك المالية الإسلامية الذي حدد فيه المبادئ الأولية لإصدار

¹ محمد بن علي القرني، صكوك التمويل الإسلامية، دار الميمان، السعودية 01، 2019، ص 19.

² عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، صندوق النقد العربي، العدد 14-2022، ص 15.

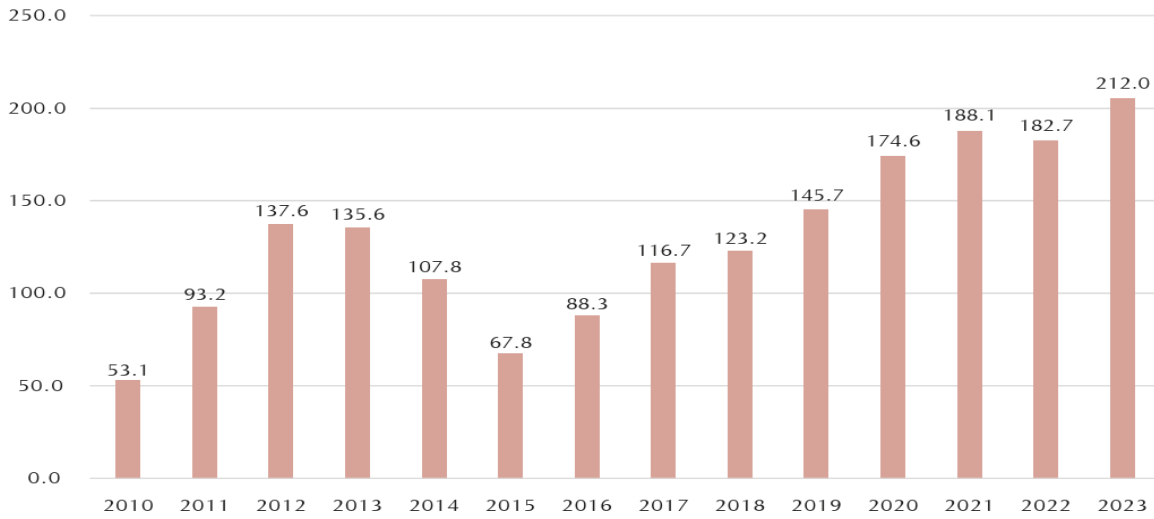
³ محمد بن علي القرني نفس المرجع السابق، ص 20.

⁴ الزعبي حمو، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية تجربة ماليزيا، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، -دراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، 2008، ص 219.

⁵ محمد بن علي القرني، المرجع السابق، ص 21.

وتداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار¹، ومع ازدياد استخدام الصكوك المالية عالمياً الأمر الذي جعل هيئة تصدر عام 2010م معيار خاصاً بالصكوك والأدوات المالية المشابهة، وهو المعيار المحاسبي رقم 25 لسنة 2010م "الاستثمار في الصكوك والأسهم والأدوات المشابهة"، وفي سنة 2017م عدل هذا المعيار، وذلك لبيان المبادئ المحاسبية المتعلقة بعمليات الإثبات والقياس والإفصاح المحاسبي الخاص بالصكوك المالية الإسلامية²، وبعدها في عام 2018م أصدرت الهيئة المعيار المحاسبي رقم 34 "إعداد التقارير المالية" لحاملي الصكوك، والخاص بالحاسبة عن الصكوك المالية الإسلامية، والذي يهدف إلى تقديم التقارير المالية لصالح حاملي الصكوك وأصحاب المصلحة الآخرين فيما يتعلق بالأصول والأعمال التي تقوم عليها الصكوك³.

الشكل (1.2): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية جميع الآجال، جميع العملات، بمليارات الدولارات الأمريكية



المصدر: التقرير السنوي للسوق المالية الإسلامية الدولية، الطبعة الثالثة عشر، 2023، ص 25.

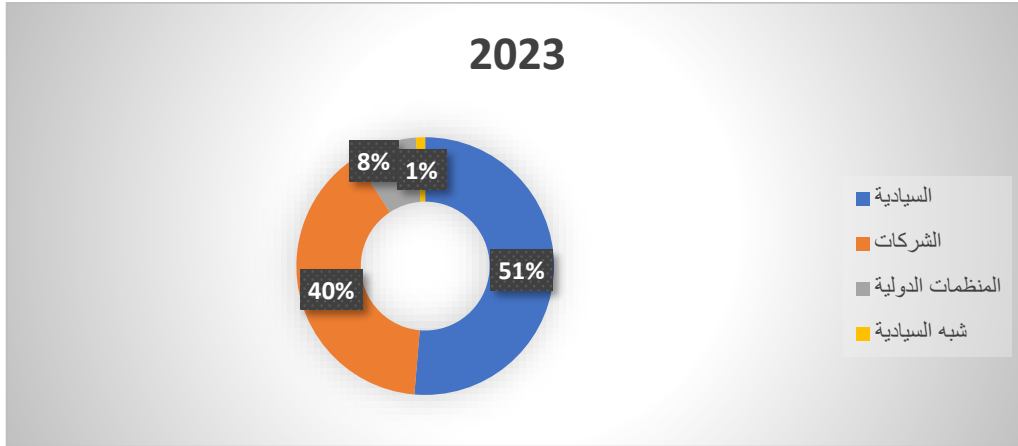
يوضح الرسم البياني أعلاه إجمالي الإصدارات العالمية (طويلة الأجل وقصيرة الأجل) 212 مليار دولار أمريكي، وهو ما يؤكد المكانة الرائدة للصكوك كأداة تمويل رئيسية، حيث سجلت إصدارات الصكوك العالمية زيادة إيجابية بنحو 16% سنوياً مقارنة بإجمالي الإصدارات 182.7 مليار دولار أمريكي لسنة 2022 ويرجع حجم الإصدارات خلال عام 2023 بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وأفريقيا بينما لا تزال ماليزيا تهيمن على سوق الصكوك بشكل عام وحافظت المملكة العربية السعودية وإندونيسيا على اتجاهها التصاعدي وازدادت بأحجام جيدة.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، النص الكامل للمعايير الشرعية، البحرين، 2017، ص 483.

² زهري كريم محمد عبد السميع، مرجع سابق 2023، ص 42.

³ المرجع نفسه.

الشكل (2.2) إصدارات الصكوك الإسلامية حسب نوع المصدر



المصدر: تقديرات مجلس الخدمات المالية الإسلامية استنادا إلى بيانات من Refinitiv، 2024، ص 59.

إن الإصدارات السيادية وشبه السيادية مثلت 52.51% من إجمالي الإصدارات ولوحظت اتجاهات إيجابية في مناطق دول مجلس التعاون الخليجي واللجنة الاقتصادية لأفريقيا وجنوب أفريقيا. لا تزال منطقة شرق أفريقيا والشرق الأوسط وشمال أفريقيا لا تزال دول مجلس التعاون الخليجي منطقتين رائدتين في مجال الإصدارات السيادية. والجدير بالذكر أن عام 2023 شهد العديد من الإصدارات السيادية لأول مرة، بما في ذلك إصدارات مصر والفلبين. مثلت منطقة شرق آسيا والمحيط الهادئ أكبر منطقة الإصدارات السيادية في عام 2023، تليها منطقة دول مجلس التعاون الخليجي. إصدارات الصكوك السيادية في السوق الأولية من قبل الجهات السيادية في عام 2023، مع زيادة ملحوظة في حجم إصدارات الصكوك في معظم جهات الإصدار الرئيسية¹.

رابعاً الفرق بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى:

تتشترك الصكوك الإسلامية مع الأوراق المالية الأخرى في نقاط شتى وذلك راجع إلى كونها ورقة مالية قابلة لتداول مثلها مثل الأوراق الأخرى ومن ذلك على سبيل المثال²:

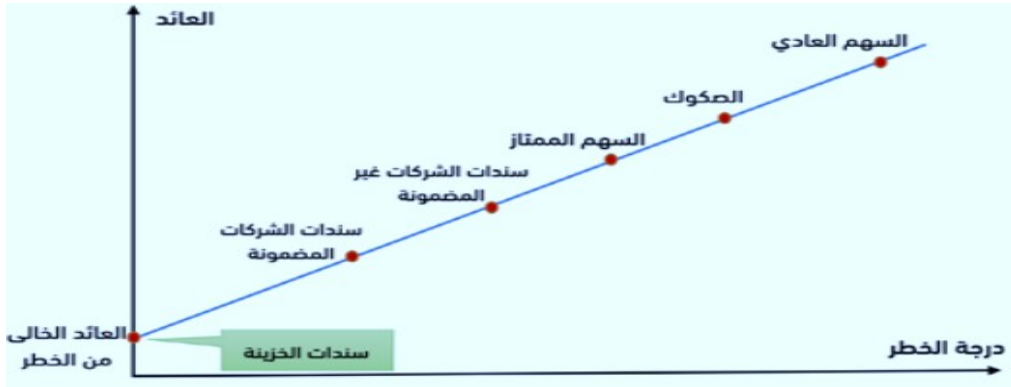
- الغرض من الأداة المالية الهدف من طرح أي ورقة مالية في السوق هو جذب الأموال لتمويل مشروع معين قد يكون على شكل المشاركة كما هو الحال بالنسبة للأسهم والصكوك أو على شكل استدانة كما هو الحال بالنسبة للسندات.
- قابلية التداول بغض النظر عن بعض الصكوك غير القابلة للتداول لغرض شرعي فإن الأوراق المالية من أسهم وسندات وصكوك تتمتع بقابلية التداول في السوق التداول.

¹Islamic financial services industry, stability report,2024, p58.

²عبد الكريم أحمد قندوز ، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص 41.

- قيمة الورقة لكل ورقة مالية مجموعة من القيم على سبيل المثال قيمتها الاسمية وقيمتها الدفترية أو المحاسبية وأخرى سوقية.
- العائد مقابل المخاطرة لكل ورقة تشكيلة تميزها عن غيرها من الأوراق من العائد والخطر فكلما كانت رغبة المستثمر في تحقيق عوائد أكبر وجب عليه المخاطرة أكبر.

الشكل (3.2): تصنيف الأوراق المالية من حيث التوليفات (العائد/الخطر)



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي المرجع السابق، ص 52.

➤ الصك مقابل السهم:

- الصكوك هي أداة استثمارية تقوم على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين بحيث لا يكون لحاملها فائدة مقطوعة وإنما نسبة من الربح فهي معرضة للربح أو الخسارة أما السهم هو جزء من أجزاء متساوية لرأس المال¹.
- تشترك الصكوك مع الأسهم في خاصية أن كليهما يمثل حقوقاً مشاعة في موجودات متنوعة، اقتنيت بغرض الاستثمار، ومن ثم توزيع الأرباح على حاملها. كما أن الموجودات تدار من جانب جهة معينة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك، وأن كلا من حاملي الأسهم والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك².
- يكمن الاختلاف الجوهرى بينهما في آجال الاستحقاق فليس للسهم تاريخ استحقاق محدد في حين أنه يوجد تاريخ الآجال للصك وعنده يتم استرجاع قيمته³.
- تنتمي الأسهم والصكوك إلى نفس فئة المخاطرة ومع ذلك يتم هيكلة بعض أنواع الصكوك لجعلها أقل درجة من خطورة مثل الصكوك المستندة إلى أصول.

¹ سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية، دار الفكر العربي القاهرة، مصر، 01 2010، ص 141.

² عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقوم، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 5.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص 42.

- لا يمتلك حملة الصكوك الحق في اتخاذ القرارات في حين لهم الحق في تعيين من يمثلهم أمام مختلف الأطراف على عكس السهم الذي يخول لصاحبه الحق في الحضور لجمعية عمومية والتصويت واختيار مجلس الإدارة.
- كلا الورقتين يعطيان الحق في الحصول على نصيب من الأرباح وتحمل الخسارة التي تتكبدها الشركة¹.
- أن هيكل إصدار الصكوك يجعل العائد عليها وثمنها في السوق أقل تقلباً، ومن ثم يكون قابلاً للتوقع ومظنة الاستقرار.
- الصكوك ليست دائمة دوام الشركة المصدرة لها كما هو حال الأسهم، بل إن لها أجلاً يجري تصفيتهما فيه بالطرق المنصوص عليها في نشرة الإصدار.
- أن حامل السهم له نصيبه من أصول الشركة عند تصفيتهما قل أو كثر، أما الصكوك فإنها مصممة، حيث تمكن حاملتها من استرداد رأسمالهم أو قريباً منه عند انتهاء مدتها بغض النظر عن قيمة أصول المصدر للصكوك أو قدرته على سداد ديونه للآخرين².

❖ الصك مقابل السند:

- أن قيمتها الاسمية ليست مضمونة على المصدر ومن ثم لا تكون ديناً في ذمة المصدر.
- ما يدفع على الصكوك ليس فائدة مرتبة على القيمة الاسمية وإنما هي ربح مصدره النشاط الاستثماري حقيقي الذي استخدمت فيه أموال حملة الصكوك. أو الإيراد المتولد من الأصول التي يملكونها بموجب الصكوك.
- السندات ديون ربوية تمثل ديناً في ذمة المدين (المصدر) لصالح الدائن (حامل الصك) علاقة مدانة والصكوك وثائق ملكية مباحة لأصل مولد لعائد أو استثمار مدر للربح تمثل حصة شائعة من الموجودات³، ومن ثم فالسندات هي علاقة مدانة أما الصكوك فهي علاقة مشاركة⁴.
- كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، الغرض منها الحصول على التمويل.
- كلاهما أوراق مالية تتمتع بالاستقرار كبير ومخاطر متدنية.

2.2.2. خصائص الصكوك الإسلامية:

- للصكوك الإسلامية خصائص عديدة يمكن تلخيصها في النقاط التالية:
- تمثل ملكية حصة شائعة في أصول مدرة للدخل سواء كانت أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليط منها فلا تعتبر دين في ذمة مصدرها وهو الاختلاف الجوهرى الذي يميزها عن السندات التقليدية.
- لها قيمة اسمية محددة في نشرة الإصدار بموجب القانون.

¹ المرجع نفسه، ص 42.

² أسماء ناصر عبد الرحمن ال حمود، منشورات جامعة الملك سعود، عن موقع:

<https://faculty.ksu.edu.sa/ar/aalhmoud/publication/120237>

³ نصار أحمد محمد محمود، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، دار الكتب العلمية، لبنان، 2010، ص 115.

⁴ حكيم براضية جعفر هني محمد، المرجع السابق، ص 179

- تصدر بفئات متساوية القيمة لتسهيل تداولها بين الجمهور في أسواق التداول¹.
- حائز الصكوك الإسلامية يشترك في الأرباح بنسبة متفق عليها ومحددة في نشرة الإصدار، ويتحمل الخسائر بقدر قيمة الصك فقط، كما أن له الحق في ناتج التصفية.
- إصدار الصكوك الإسلامية يتم بناء على أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية وعلى صحة وشرعية العقود المستخدمة معها².
- تحمل أعباء الملكية لحامل الصك والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك، سواء أكانت الأعباء مصاريف استثمارية أو تدني في القيمة، فإن هذه المصاريف تكون على حامل الصك، وليس على المستفيد من منفعة الموجودات³.
- الصك هو ورقة مالية تكون قابلة للتداول محكومة بضوابط شرعية أي للبيع والشراء والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية باعتبار أنها تمثل حصة شائعة في مال، فيكون حكمها حكم المال الذي تمثل حصة شائعة فيه⁴.
- التنافي مع الصيغ التي تدار بها السندات التقليدية المتمثلة في الضمان في رأس المال لأنه يحول العملية إلى ربا⁵.
- تصدر الصكوك بما يتناسب مع قوانين بلد الإصدار وتسجل في البورصات المحلية والعالمية حسب قواعد التسجيل في هذه البورصات⁶.
- عدم القابلية للتجزئة بمعنى أن الصك لا يجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ايلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر في حالة الميراث أو نحوها، فإنه لا بد من الاتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد⁷.
- تسمح للمؤسسات المالية الإسلامية أن تدير به سيولتها في حالتها الفائض والعجز. فإن كان لديها فائض من السيولة اشترت هذه الصكوك، وإن احتاجت إلى السيولة باعتها في السوق الثانوية.
- تعتبر من أفضل الصيغ التمويل للمشاريع الكبيرة التي لا تطبقها جهة واحدة والتي يصعب تغطية احتياجاتها بأدوات التمويل الإسلامي الأخرى⁸.

¹ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة عمان الأردن، 01، 2012، ص 71

² عدنان أحمد يوسف، الصكوك الإسلامية، اتحاد المصارف العربية الدراسات والأبحاث والتقارير، 2025، ص 51

³ أبو نصر أحمد بن محمد السمرقندي، المحقق أحمد جابر البدران، كتاب الشروط وعلوم الصكوك، دار النشر للجامعات مصر، 2017، ص 25

⁴ المرجع نفسه، ص 26.

⁵ زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 72.

⁶ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، المجمع العالمي للبحوث الشرعية في التمويل الإسلامي، 2013، ص 378

⁷ عيمان علام عزالدين حملة، الأهمية الاقتصادية للصكوك المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للاقتصاد الإسلامي، المجلد الأول، العدد الأول/جوان

2022، ص 9.

⁸ المرجع نفسه.

3.2.2. أنواع الصكوك الإسلامية:

يعتمد لتقسيم الصكوك الإسلامية على معايير وأسس كثيرة، يترتب عن كل نوع من التقسيمات آثار معينة. سوف نختار في دراستنا التقسيم الأكثر شمولاً واستخداماً وهو التقسيم بحسب الغرض العام للصكوك ويتمثل فيما يلي:

أولاً) صكوك التمويل: وتشمل كل من صكوك المراجعة، صكوك السلم وصكوك الاستصناع وهي وثائق غير قابلة للتداول ويمكن تصنيفها إلى ما يلي:

❖ **صكوك المراجعة:** هي وثائق يصدرها الواعد بشراء الواعد بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتب فيها البائعون لبضاعة المراجعة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المراجعة¹، إصدار هذه الصكوك مبني على عقد المراجعة وهو من العقود التي قدمت الكثير من الحلول للمشكلات التي قد يتعرض لها أفراد المجتمع، وخاصة فيما يتعلق بالاحتياجات الاستهلاكية مثال السيارات التجهيزات الكهرو منزلية... إلخ حيث كان من الصعب على أغلب المتعاملين توفير السيولة اللازمة لتمويلها⁽²⁾. مشروعتها: تكمن مشروعية المراجعة في الكتاب الله، بقوله تعالى: ﴿لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضْلًا مِّن رَّبِّكُمْ﴾ (البقرة: 198)، والمراجعة ابتغاء للفضل، أي الزيادة وقوله تعالى: ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَن جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ﴾ (البقرة: 275)، ويتم تطبيق صكوك المراجعة في المجالات التالية³:

- في مجال استهلاك الأفراد يتم تمويلهم بمختلف السلع الاستهلاكية المتوفرة.
- في مجال التجارة يتم تمويل التجار بمختلف احتياجاتهم كالأقمشة ومواد البناء والمواد الغذائية.
- في مجال الصناعة يتم تمويل الصناعيين بما يحتاجونه من مواد خام أو معدات أو مصانع.
- في مجال المقاولات يتم تمويل المتعهدين والمقاولين بالآليات والمعدات والمواد المستعملة في الإنشاءات للمباني والطرق والمصانع وغيرها.
- في مجال التكنولوجيا الحديثة يشمل التمويل نطاق الكمبيوترات.

¹ أبو بكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية، دار النفائس عمان الأردن، 01، 2013، ص 76

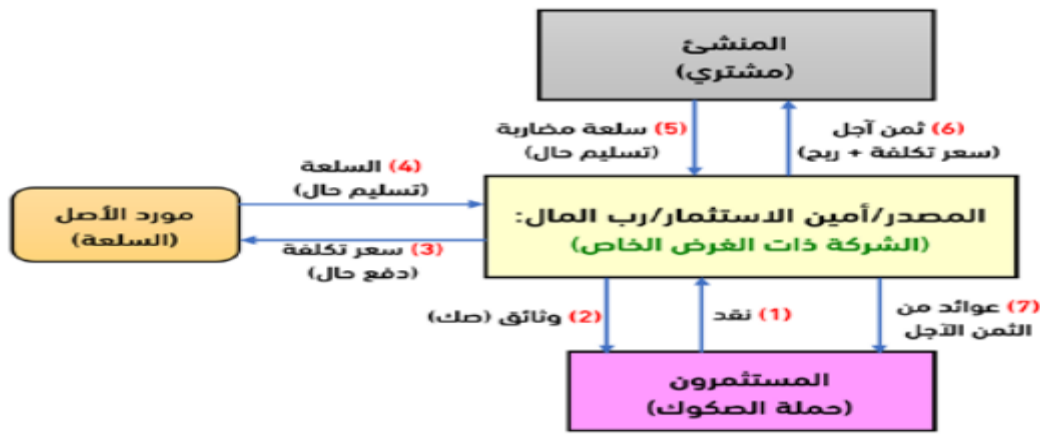
² إبراهيم علي المنصوري، تطبيقات مراعاة الصكوك الوطنية في المصارف الإسلامية بدولة الامارات العربية المتحدة وإشكالاتها الفقهية، مجلة البحوث

العلمية والدراسات الإسلامية، المجلد 13، العدد 1، السداسي الأول 2021، ص 359

³ حري محمد عريقات سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 185.

- في مجال الزراعة: يشمل التمويل تلبية حاجة المزارعين من سماد وبذور وجرارات زراعية وبيوت بلاستيكية ومعدات التغليف والتعبئة.
- في مجال التعليم: يتم تمويل الجامعات والمعاهد بما تحتاجه من أبنية وأجهزة وقاعات وخلافه.
- في مجال الصحة والمستشفيات: يتم تمويل المستشفيات بالمعدات الطبية اللازمة. كما يتم تمويل مصانع الأدوية بالأجهزة والمعدات والمواد الخام اللازمة لعملية إنتاج الأدوية. وفي النتيجة يشمل التمويل كل سلعة لا يخالف التعامل بها الشريعة.

الشكل (4.2): هيكل صكوك المراجعة



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقات، المرجع السابق، ص 85.

❖ **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك¹، والمصدر لتلك الصكوك هو البائع السلعة السلم والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شرائها رأس مال السلم، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد²، ويكون إصدار هذه الصكوك مبني على عقد السلم أي بيع أجل بعاجل أي أنه بيع يتقدم فيه الثمن ليقبض بمجلس العقد وتتأخر فيه السلعة أو البضاعة لأجل مسمى، وهي على عكس البيع الآجل أي أنه معاملة مالية يتم بموجبها تعجيل دفع الثمن إلى البائع مقابل تسليم بضاعة المعينة والمحددة ومضبوطة بصفات محددة في أجل معلوم³، أما عن مشروعيتها، فقد أباح الفقهاء عقد السلم لثبوت شرعيته من الكتاب والسنة⁴.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية SABAB، النص الكامل للمعايير الشرعية، البحرين، 2017، ص 469

² المرجع السابق، ص 474.

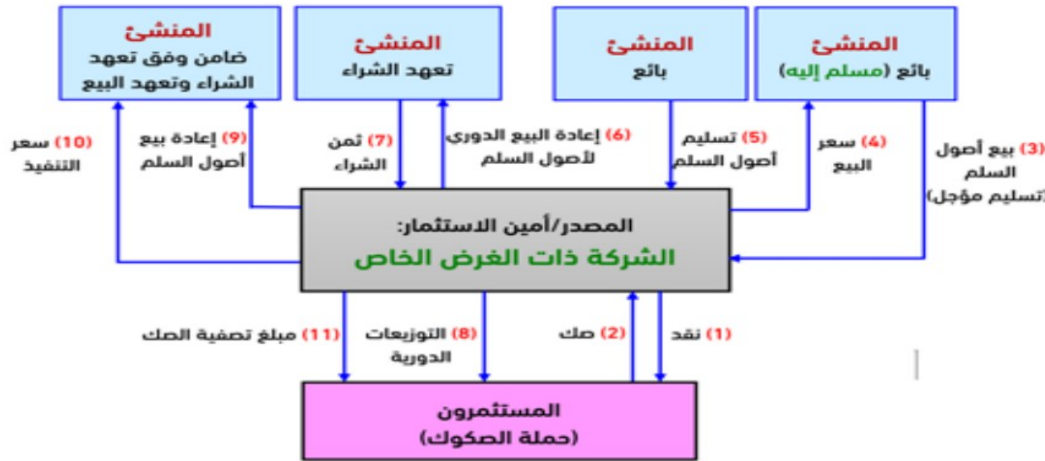
³ صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار البازوري، الأردن، 2011، ص 249

⁴ أحمد صحي العيادي، أدوات الاستثمار الإسلامية، دار الفكر، الأردن، 2010، ص 39

فمن القرآن قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ﴾ (البقرة 282) وجاء في السنة عن ابن عباس رضي الله عنهما أنه قال: قدم النبي ﷺ المدينة والناس يسلفون في التمر السنة والسنتين والثلاث، فقال: من أسلف فليسلف في كيل معلوم، أو وزن معلوم، إلى أجل معلوم، وروى البخاري عن محمد بن أبي المجالد قال أرسلني أبو بردة وعبد الله بن شداد إلى عبد الرحمن بن أبزى وعبد الله بن أبي أوفى، فسألهما عن السلف فقالا: كنا نصيب المغنم مع رسول الله ﷺ فكان يأتيانا أنباط من أنباط الشام فنسلفهم في الحنطة والشعير والزبيب. فقلت: أكان لهم زرع أم لم يكن لهم زرع قال: ما كنا نسألهم عن ذلك¹.

كما نجد أن مجالات تطبيق هذا النوع هو تمويل النشاطات الزراعية والصناعية والتجارية على المستوى المستثمر الصغير أو على مستوى المشروعات الضخمة وذلك من خلال الحصول على سلعة في وقت لاحق بثمن أقل ثم بعد ذلك تسويقها بثمن أعلى محققا هامش ربح².

الشكل (5.2): هيكل صكوك السلم



source: *Sukuk Guidebook*, DIFC and Clifford Chance, 2009, p 35.

❖ **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك والمصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد³، أما عن مشروعيتها، فقد ثبتت في السنة والإجماع.

أما في السنة، فقد روي عن أبي حازم قال: أتى رجال إلى سهل بن سعد يسألونه عن المنبر فقال: بعث رسول الله صلى الله عليه وسلم إلى فلانة - امرأة قد سماها سهل أن مري غلامك النجار يعمل لي أعواداً أجلس

¹ المرجع نفسه، ص 39.

² المرجع نفسه، ص 48.

³ زاهرة علي بني عامر، المرجع السابق، ص 118.

عليهن إذا كلمت الناس، فأمرته أن يعملها من طرفاء الغابة، ثم جاء بها، فأرسلت إلى رسول الله بها، فأمر بها فوضعت فجلس عليه (رواه البيهقي)، وأما في الإجماع قال الكاساني: "أجيز الاستصناع استحساناً لإجماع الناس عليه، لأنهم يعلمون به في سائر الأعصار من غير نكير¹، أما مجالات التطبيق، فيمكن للمصارف الإسلامية عن طريق التمويل المبكر من تلبية حاجة الصانعين من شراء المواد الأولية في المراحل الأولى من الإنتاج وذلك بتدخله على أساس كونه مستصنعا، إما أن يكون المصرف صانعا فيمكنه على أساس عقد الاستصناع من دخول عالم الصناعات والمشاريع الضخمة كصناعة السيارات ومشاريع الإسكان الضخمة، وإنشاء الطرق وشقها وتعبيدها، وإنشاء سكك الحديد والمطارات وتزويدها بالتجهيزات المختلفة².

الشكل (6.2): هيكل صكوك الاستصناع



source: Sukuk Guidebook, DIFC and Clifford Chance, 2009, p 36.

ثانياً) **صكوك استثمار** وتشمل كل من صكوك مضاربة، وصكوك مشاركة، وصكوك وكالة بالاستثمار. وسوف نفصل فيما يلي كل منهم:

❖ **صكوك المضاربة:** وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح الأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت³، وتقوم على أساس عقد المضاربة: وهو عقد شراكة في الربح بين شريك بالمال وآخر بالعمل، ويشترط لصحتها تسليم رأس المال إلى المضارب (رب العمل) والاتفاق على نسبة اقتسام الربح بينهما، والربح لا يعتبر قد تحقق إلا بعد سلامة رأس المال، ويعرف ذلك بعد تنضيض أصول المضاربة أي تصفية حقيقية ببيع تلك الأصول في المزاد أو تصفية حكومية بناء على قواعد المحاسبة والمراجعة. والمضاربة من عقود الأمانة، فلا يضمن المضارب إلا في حال التعدي أو التفريط أو مخالفة الشروط⁴، أما عن مشروعيتها،

¹ زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 114.

² أحمد صحي العبادي، المرجع السابق، ص 52.

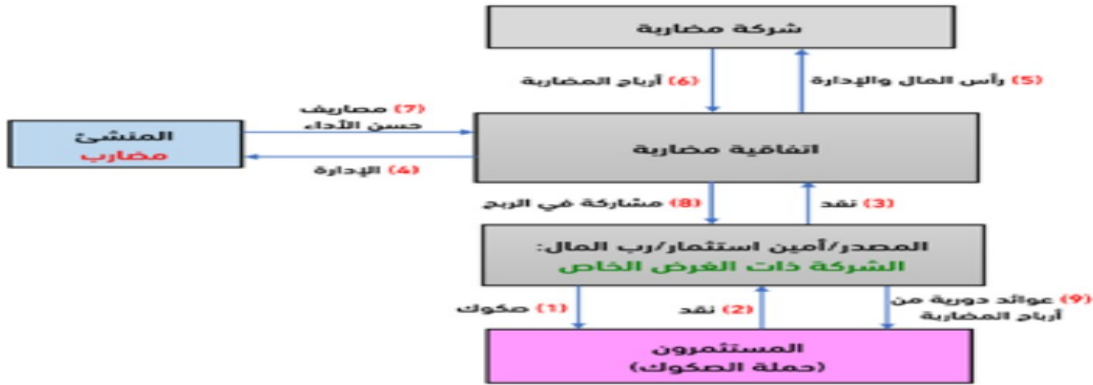
³ حكيم براضية، المرجع السابق، ص 174، 175.

⁴ محمد بن علي القرني **صكوك التمويل الإسلامية** دار الميمان، السعودية، 2019، ص 75، 76.

فيمكننا استنباط مشروعية عقد المضاربة بمن الكتاب والسنة ، فمن الكتاب بقوله تعالى: ﴿وَأَخْرُؤْنَ يَضْرِبُونَ فِي الْأَرْضِ يَبْتَغُونَ مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَآخْرُونَ يَقْتُلُونَ فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَأَقْرَأُوا مَا تيسر مِنْهُ وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَقْرِضُوا اللَّهَ قَرْضًا حَسَنًا﴾ (المزمل: 20)، ومن السنة روى عن صهيب: أن رسول الله ﷺ قال: ثلاث فيهن البركة: البيع إلى أجل والمقارضة، وإخلاط البر بالشعير للبيت لا للبيع (أخرجه ابن ماجة)¹.

يمكن تطبيقها في القطاع الخيري والقطاع الخاص والعام إذ يمكن لأي حكومة أن تصدر صكوك المضاربة لتجميع رأس المال اللازم لأي مشروع ينطبق عليه هذا الوصف، إنها تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية وتوسيعها خاصة في الدول الإسلامية نظرا لحالة ضعف التطور في هذه الدول باستخدام المال والعمل مضاربة بتوفيرها التمويل للحرفيين والفنيين وأصحاب الخبرات العملية بالشكل الذي يمكن من توسيع النشاطات الاقتصادية اعتماداً على قدراتهم وخبراتهم. كذلك تساهم في استخدام وتشغيل الموارد العاطلة بشكل أمثل التي من شأنها أن تؤدي إلى توسيع نطاق النشاطات الاقتصادية التي تحقق أكبر عائد ممكن نتيجة توفر المال لدى العاملين في المضاربة الذين تتوفر لديهم الخبرة اللازمة².

الشكل (7.2): هيكل صكوك المضاربة



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع سابق ذكره، ص 87.

❖ **صكوك المشاركة** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار³.

- صكوك الشركة هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

¹ زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 102.

² فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص 231.

³ حكيم براضية جعفر هني محمد، مرجع سبق ذكره، ص 174، 175.

- صكوك المضاربة هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها¹، المصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وخرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت²، أما عن مشروعيتها، فقد ثبتت مشروعية عقد المشاركة بالكتاب والسنة³، أما من الكتاب تتضح مشروعية المشاركة بقوله تعالى: ﴿فَإِنْ كَانُوا أَكْثَرَ مِنْ ذَلِكَ فَهُمْ شُرَكَاءُ فِي الثَّلَاثِ مِنْ بَعْدِ وَصِيَّةٍ يُوصَى بِهَا أَوْ دَيْنٍ غَيْرِ مُضَارٍّ وَصِيَّةً مِنَ اللَّهِ وَاللَّهُ عَلِيمٌ خَلِيمٌ﴾ (النساء: 12)، وقوله تعالى: ﴿قَالَ لَقَدْ ظَلَمَكَ بِسُؤَالِ نَعَجَتِكَ إِلَى نُعَاجِهِ، وَإِنَّ كَثِيرًا مِنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ ءَامَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَا هُمْ وَظَنَّ دَاوُدُ أَنَّمَا فَتَنَّاهُ فَاسْتَغْفَرَ رَبَّهُ وَخَرَّ رَاكِعًا وَأَنَابَ﴾ (سورة ص: 24)، وفي السنة عن صهيب قال: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ ﷺ ثَلَاثٌ فِيهِنَّ الْبَرَكَةُ: الْبَيْعُ إِلَى أَجَلٍ، وَالْمُقَارَضَةُ، وَإِخْلَاطُ الْبُرِّ بِالشَّعِيرِ لِلْبَيْتِ لَا لِلْبَيْعِ "ضعيف جدا" (الضعيفة" (2100) "أحاديث البيوع"⁴. أما عن مجالات التطبيق، فيمكن تطبيقها في القطاع الخاص، إذ يمكن لأي شركة نقل إصدار صكوك المشاركة لشراء حافلات النقل مثلاً، وعلى أساس إعطاء جهة العمل حصة من الإيراد أيضاً يمكن تطبيقها من قبل القطاع العام، إذ يمكن لأي حكومة أن تصدر صكوك مشاركة دائمة بهدف تعبئة الموارد المالية لإنشاء مرافق عامة، مثل الموانئ والمطارات والجامعات... إلخ⁵.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 470.

² المرجع نفسه، ص 474.

³ زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 105.

⁴ ابن الماجة، المرجع السابق، ص 178.

⁵ زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 107.

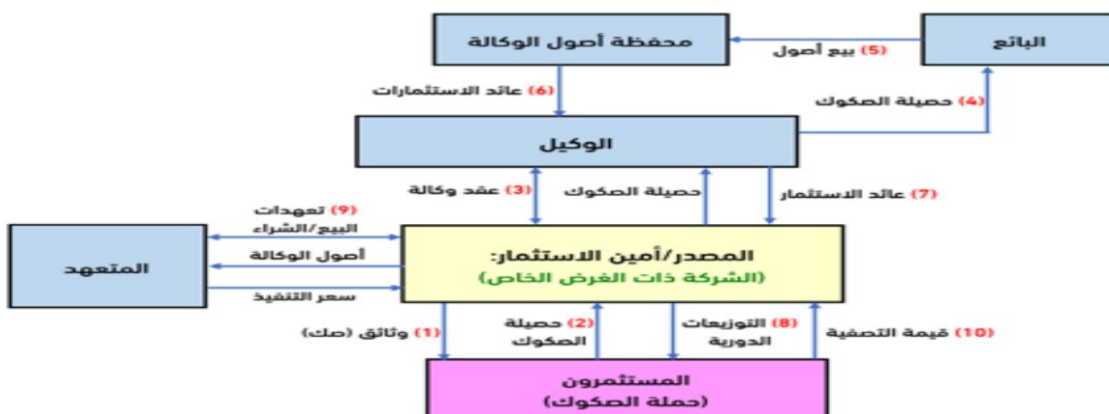
الشكل (8.2) هيكل صكوك المشاركة



Source: *Sukuk Guidebook*, DIFC and Clifford Chance, 2009, p21.

❖ **صكوك الوكالة بالاستثمار:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار والمكتتبون هم الموكلون وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل باستثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد، والمصدر (الوكيل) يحصل إما على نسبة من الربح أو على مبلغ محدد، سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق¹، وعن مشروعيتها أجازتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيارها الشرعي رقم (17)، أما عن مجالات التطبيق، يمكن تطبيقها في كافة المجالات القطاعات الاقتصادية سابقة الذكر بهدف تعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية المختلفة².

الشكل (9.2): هيكل صكوك الوكالة



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق ، ص 90.

(1) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص ص 470، 475

(2) زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 123.

ثالثاً) صكوك الإجارة: وهي وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات تقوم فكرة صكوك الإجارة على مبدأ التصكيك (أو التسييد أو التوريق) الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً. والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية. وعلى ذلك عُرفت بأنها (سندات ذات قيمة متساوية)¹، ويوجد نوعان من عقود الإجارة المطبقة في الممارسة المالية الإسلامية الحالية.

❖ **الإجارة العادية (التشغيلية):** وهي نوع من عقود المنفعة (حق الانتفاع) حيث يقوم المؤجر (المالك) byؤجر أحد الأصول أو المعدات لعميله بأجرة إيجارية متفق عليها ومحددة مسبقاً، ومدة الإيجار المحددة مسبقاً عند العقد. وتبقى ملكية الأصل/المعدات المؤجرة مع المؤجر.

❖ **الإجارة المنتهية بالتمليك (التمليكية):** وهي تشبه الإجارة العادية باستثناء أن المؤجر سينقل ملكية الأصل إلى المستأجر في نهاية مدة الإجارة، عن طريق البيع أو الهبة. وهذا هو الهيكل الأكثر شيوعاً المستخدم في صكوك الإجارة² لقد ثبت مشروعية عقد الإجارة بالكتاب والسنة والإجماع، أما في الكتاب فتتضح مشروعية الإجارة بقوله تعالى: ﴿فَإِنْ أَرْضَعْنَ لَكُمْ فَاتَوَهُنَّ أَجُورَهُنَّ وَأَمَرُوا بَيْنَكُمْ بِمَعْرُوفٍ وَإِنْ تَعَاسَرْتُمْ فَسَتَرْضِعْ لَهُ أُخْرَى﴾ (الطلاق: 6)، وقوله تعالى: ﴿قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَأْبَتِ اسْتَجْرَاهُ إِنْ خَيْرٍ مِنْ اسْتَسْجَرَتِ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ﴾ (القصص: 26)، وأما في السنة، فروى ابن عباس له قال: "احتجتم النبي الله وأعطى الحجام أجره، ولو علم كراهية لم يعطه (صحيح البخاري)، وعن عبد الله بن عمر الله قال: إن رسول الله ﷺ قال: أعطوا الأجير أجره قبل أن يجف عرقه (أخرجه ابن ماجه)، وأما في الإجماع، فقال الكاساني: "إن الأمة أجمعت على جواز الإجارة قبل وجود الأصم، ويعقدون الإجارة (منذ زمن الصحابة إلى يومنا من غير نكير، لأن الناس يحتاجون إلى المنافع كحاجتهم إلى الأعيان³، وتستخدم صكوك الإجارة في مجالات عديدة، حيث تتميز صكوك الإجارة بأنها تساهم وبقدر كبير في تمويل احتياجات الدولة بإقامة المشروعات الكبيرة ذات النفع العام، مثل الجسور والطرق والأنفاق، وهي بديل عن سندات القرض العام وسندات الخزينة، ويمكن أن تكون بديلة عن سندات القرض التي تحصل بالعملة الأجنبية، وبالتالي يمكن إصدار سندات الإجارة للآلات والأجهزة والإنشاءات بحيث تكون قيمتها بالعملة الأجنبية، ويمكن أن تنافس الإقراض الخارجي وخاصة إذا طرحت للتداول في أسواق المال العالمية⁴.

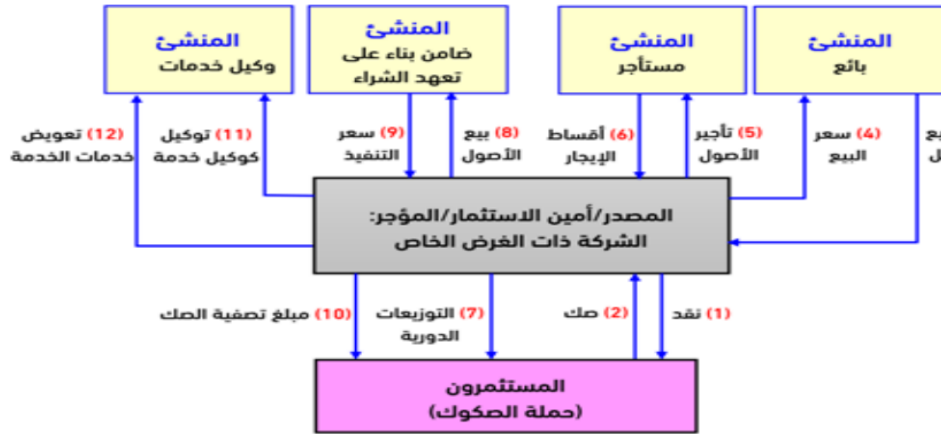
¹ قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 137 (15/3) بشأن صكوك الإجارة، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، الإصدار الرابع، 2020، ص 442.

² Mohd Azmi Omar Muhamad, Abduh Raditya Sukmana, **Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets**, John Wiley & Sons, Singapore Pte Ltd, 2010, p 82.

³ زياد جلال الدماغ، ص ص 108، 109.

⁴ أحمد سعد، **الأسواق المالية المعاصرة**، دار الكتاب الثقافى، الأردن، 2012، ص 79.

الشكل (10.2): هيكل صكوك الإجارة



source: Sukuk Guidebook, DIFC and Clifford Chance, 2009, p14.

رابعاً) صكوك المشاركة في الإنتاج وتشمل كلا من صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة.

❖ **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة.
- قد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم (٤٧٥) المعايير الشرعية ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما نتجه الأرض¹، وتحمل هذه الصكوك قيمة متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل التكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد بأجر عظيم عند الله، مثله مثل الوقف على المساجد أو المدارس أو الفقراء أو المساكين²، وتتضح مشروعية المزارعة في السنة والإجماع، أما السنة فقد روي عن ابن عمر الله قال: «أعطى رسول الله ﷺ خبير بشطر ما يخرج من ثمر أو زرع» (صحيح مسلم)، وأما الإجماع، فقد ثبت في السيرة النبوية: أن رسول الله ﷺ عمل بالمزارعة مع أهل خيبر وقد عرفت المزارعة في عهد الصحابة دون أن ينكرها أحد منهم فكان بمثابة إجماع³.

❖ **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، 2017، ص ص 470، 475.

² شاهين محمد عبد الله، دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، دار حميثرا، 2017، ص 179.

³ زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 119.

(أ)- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر.

(ب)- وقد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار¹.

أما عن مشروعيتها لقد ثبت مشروعية عقد المساقاة في السنة والإجماع، وفي السنة، ما روي أن رسول الله ﷺ دفع نخل خيبر معاملة (مساقاة) وأرضها مزارعة، وأما الإجماع، فقال أبو جعفر محمد بن علي بن الحسين بن أبي طالب الله وعن آبائه: عامل رسول الله ﷺ أهل خيبر بالشرط ثم أبو بكر وعمر وعثمان وعلي، ثم أهلهم إلى اليوم يعطون الثلث والرابع، وهذا عمل به الخلفاء الراشدون في مدة خلافتهم، واشتهر ذلك فلم ينكره منكر فكان إجماعاً².

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

(أ)- المصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر.

(ب)- وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر³، أما عن مشروعيتها، فعند الملكية هي جائزة بشرط أن يكون الشجر من صنف واحد أو متقارب وألا يكون لسنين كثيرة، عند الحنفية هي جائزة بشرط إذا كانت على الشجر والثمر دون الأرض، لأن الأرض موجودة أصلاً قبل عقد المغارسة ولا دخل لعمل العامل فيها حتى تكون له حصة فيها⁴، ويمكن توظيف كل من صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة في تمويل الإنتاج الزراعي كون أن العقود التي يتم إصدار الصكوك على أساسها تخدم نفس القطاع، إذ يمكن إصدار صكوك مزارعة أو مساقاة أو مغارسة من قبل كافة القطاعات بهدف تعبئة الموارد المالية اللازمة ثم توجيهها نحو الاستثمار المباشر في القطاع الزراعي⁵.

❖ **صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية:** تصدر على أساس عقد شراء محفظة استثمارية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية تتمتع بذمة مالية مستقلة عن الجهة المنشئة وتكون نسبة الاستثمار فيها لا تقل عن 10% من صافي

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 470-476.

² زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 120.

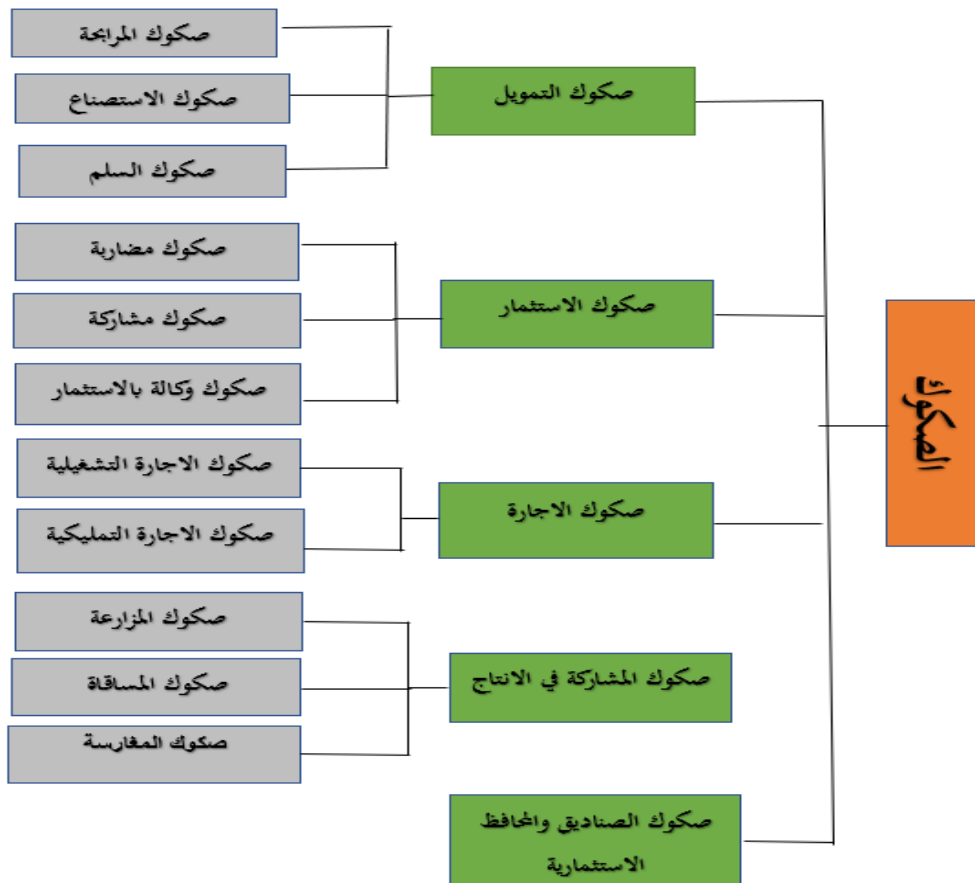
³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 470-476.

⁴ زياد جلال الدماغ، المرجع السابق، ص 121.

⁵ زهري كريم محمد عبد السميع، المرجع السابق، ص 70.

أصول الصندوق¹، أما مجالات التطبيق، فتمثل أوعية استثمارية محلية وخارجية كبيرة، بحيث تواكب وتلعب دورها حسب كافة الوسائل الخدمية المالية والاقتصادية المتبعة عالمياً، حيث تتكيف المصارف الإسلامية مع كل مستجد وبشكل علمي وفي حدود ضوابطه ومبادئه، وتندرج هذه المعاملة بالقياس على عملية بيع شراء الأسهم" وهي عبارة عن امتلاك حصة في رأس مال المشروع الاستثماري وفقاً للمخطط أدناه يمكننا توضيح ما سبق شرحه حول أنواع الصكوك.

الشكل (11.2): أنواع الصكوك الإسلامية



المصدر: من اعداد الطالب بناء على معلومات المتطرق لها سابقا.

3.2. الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية:

إن عملية إصدار الصكوك الإسلامية كغيرها من المعاملات أو العقود المالية في التمويل الإسلامي يخضع لضوابط شرعية عامة تنطبق على جميع عمليات التصكيك الإسلامي فيما يلي نستعرض أهم الضوابط أو المتطلبات الشرعية لإصدار وتداول الصكوك.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص 70.

1.3.2. ضوابط الإصدار للصكوك الإسلامية:

- يجوز إصدار صكوك الاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.
- يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها لغرض تداولها).
- ترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.
- طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها¹.
- تطبيق مبدأ المشاركة وخلط الأموال في صندوق مشترك والاشتراك في الربح والخسارة وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم.
- الشخصية الاعتبارية والمستقلة للشركة المصدرة للصكوك ومسؤوليتها عن إدارة الصكوك.
- يجب أن ينص بصراحة في نشرة الاكتتاب طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الشركة المصدرة للصكوك، ولا يجوز إرجاء ذلك لما بعد انتهاء².
- أن ينص في النشرة الإصدار على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال الوقت.
- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو الصكوك على نص بضمان حصة أو ربح الشريك في رأس المال فإن نص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل العقد³.
- تصدر الصكوك بناء على موجودات (أصول حقيقية) طبقاً لقرار رقم 178 (19/4) الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي المنعقد في دورته التاسعة عشرة 26 - 30 (أبريل) 2009م⁴.
- النقل الحقيقي للملكية الموجودات المراد إصدار صكوك بناء عليها من المنشئ إلى حملة الصكوك عن طريق وكيل الإصدار «الشركة ذات الغرض الخاص»، بحيث يقوم المنشئ بإثبات نقل هذه الموجودات من دفاتره إلى دفاتر الشركة ذات الغرض الخاص على أساس البيع بعد أن يجري تقويم ثمنها من قبل جهة متخصصة مستقلة⁵.
- يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك ويكون الالتزام مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 472.

² أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2013، ص 32.

³ زكية بوسته، فطيمة الزهرة نوي، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية بين التنظير والتطبيق، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، - جامعة بسكرة، العدد 07 / ديسمبر 2018 م، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 97.

⁴ المجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإصدار الرابع، 2020، ص 600.

⁵ سميرة مشراوي، الجوانب الشرعية في الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية، العدد الثالث، المجلد 02، 2021، ص 9.

- يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة بالضوابط الشرعية، وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه¹.

2.3.2. ضوابط التداول للصكوك الإسلامية وإطفاءها:

هناك ضوابط لتداول الصكوك الإسلامية وكيفية إطفاءها نوجزها في الآتي:

أولاً) ضوابط التداول للصكوك الإسلامية:

نص قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (30/4/5) المتعلق بسندات المقارضة في مؤتمره الرابع في جدة فيفري 1988 في العنصر الثالث على ما يلي²:

أ. إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف .

ب. إذا أصبح مال القراض ديوناً، تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون.

ت. إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً، فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية توضع وتعرض على المجمع في الدورة القادمة.

ث. يتعين تسجيل التداول أصولياً في سجلات الجهة المصدرة.

كما نص المعيار الشرعي رقم 21 المتعلق بالأوراق المالية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية البند 17/3³:

- لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقوداً سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك قبل أن تزاوّل الشركة نشاطها أو عند التصفية إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض.

- لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها ديوناً فقط إلا بمراعاة أحكام التصرف في الديون.

وفي المعيار الشرعي رقم 17 في البند 2/5 المتعلق بتداول الصكوك⁴:

- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، المرجع سابق ذكره، ص 45.

² المجمع الفقه الإسلامي الدولي، المرجع السابق ذكره، ص 114

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، ص 479، 480.

⁴ المرجع نفسه، ص 479، 480.

- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.
- جواز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ الأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية، إن وجدت بالضوابط الشرعية، وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقلين. كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص على النحو المشار إليه¹.

ثانياً ضوابط إطفاء الصكوك:

- حيث نص المعيار الشرعي رقم 17 في البند 2/5 المتعلق باسترداد الصكوك على ما يلي²:
- يجوز استرداد الصكوك إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات وتراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
- يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.
- يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على ألا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.

3.3.3. الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية، مخاطرها وكيفية إدارتها:

برزت الصكوك الإسلامية كأحد أهم الأدوات المالية التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية البديلة للممارسات محرمة الربوية التي تعتمد عليها العديد من المؤسسات المالية التقليدية وبذلك فإن الحاجة إلى وجود بدائل مالية إسلامية أصبحت ملحة خاصة وأن الصكوك الإسلامية شهدت انتشاراً واسعاً في الدول الإسلامية والدول الغربية

¹ قرار مجمع الفقه الإسلامي، رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي الإصدار الرابع 2019 ص 115 .

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المرجع السابق، المرجع السابق، ص 480.

على حد سواء نظراً لأهميتها بالنسبة للمتعاملين بها وكذا للاقتصاد الوطني وبرغم من ذلك فإن الصكوك الإسلامية تواجه الكثير من المخاطر مثلها مثل باقي الأدوات المالية .

وبناء على تلك المخاطر وجب على المتعامل بالصكوك الإسلامية إدارة مخاطرها سواء تعلق الأمر بالتحوط أو التنويع أو غيرها من آليات إدارة المخاطر .

أولاً) الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية:

تتجلى الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية فيما يلي¹:

❖ على المستوى الاقتصادي القومي ككل: تبرز الأهمية من خلال ما يلي:

- تعد من الأدوات التمويلية الهامة لتنويع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة اللازمة للمؤسسات والحكومات التي تحتاج إلى مصادر تمويل طويلة الأجل .
- إثراء السوق المالية الإسلامية (البورصة)، لأنها الطرف المكمل للأسهم التي تسمح بتحريك الأموال بحرية وسهولة.
- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام .
- الصكوك تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي من خلال استكمال بقية الآليات والأدوات الاقتصادية التي يتطلبها الاقتصاد الإسلامي، وهذا من الجانب النظري. وأما عملياً فيتمثل في حاجة الجمهور الملتزم بأحكام الشريعة الإسلامية إلى الاستثمار عن طريق هذه الأدوات الاستثمارية المعاصرة.
- أن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الاقتصادي الإسلامي.
- تعتبر الصكوك من أهم الوسائل لتنويع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة للأفراد والمؤسسات والشركات الحكومية . اعتماد الصكوك يغطي حاجة الشركات التي تحتاج إلى سيولة لفترة معقولة (حسب الحاجة إما طويل، أو قصير، أو متوسط الأجل).
- إن استخدام الصكوك الإسلامية من طرف البنوك المركزية تتيح لها الفرصة لتطبيق سياستها النقدية والمالية وفقاً للمنظور الإسلامي من امتصاص السيولة وبتالي خفض معدلات التضخم ومن ثم إمكانية التحكم في السيولة الفائضة لدى المؤسسات المالية الإسلامية.
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج التكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.
- الصكوك أداة تساعد على الشفافية لأنه يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من الأطراف في عملية التصكيك مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق وتحسين كفاءة السوق².

¹ أبوبكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2015، ص 39-50.

² المرجع نفسه، ص 51.

- المساهمة في تنمية الاستثمارات الحقيقية من خلال توفير موارد مالية ملائمة لهذه الاستثمارات حيث يمكن تصميم جرات التمويل الملائمة من خلال التصكيك.
- كما يتم الربط بين نشاطي الادخار والاستثمار على أساس قاعدة الربح والعائد الحقيقي الناتج عن إضافات فعلية محققة¹.

❖ **على مستوى المالية العامة** تمثل الصكوك المخرج الوحيد والبديل الشرعي لإصدار السندات القائمة على نظام الفائدة وتمثل الصكوك الحكومية بديل فعلي للودائع المصرفية، ومع تنشيط سوق الصكوك الحكومية فإن ذلك سيتيح للبنك المركزي استخدامها في تنفيذ السياسة النقدية.

❖ **على مستوى البنوك الإسلامية:** وتنفرد الصكوك بميزة مصرفية تتمثل في أنها تربط الموارد باستخداماتها في الآجال، فتتخفف المخاطر الناتجة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات وبالغرض من النشاط الممول فترتفع الكفاءة لسهولة المراقبة ومتابعة الأداء مع مصداقية في توزيع العائد الناتج عن فرصة ونشاط محددة².

ثانياً) مخاطر الصكوك الإسلامية:

الصكوك الإسلامية عبارة عن مجموعة من الموجودات أو المنافع أو الأعيان أو الديون أو خليط منهما وبكباقي الادوات المالية فإن هذه الصكوك هي عرضة لمجموعة من المخاطر التي يمكن ان نوجزها في العناصر التالية:

❖ **المخاطر الكلية:** وتمثل مجموع المخاطر التي ترتبط بالسوق المالي او الاقتصاد الوطني ككل مثل الاوضاع السياسية السائدة سواء تعلق الأمر بالاستقرار السياسي والامني أو أسلوب انتقال السلطات والعلاقات السياسية والدولية كذلك السياسات النقدية وكيفية تجاوبها مع المتغيرات وحرية تحويل النقد وانتقال الاموال واستقرار قيمة العملة وتحقيق التوازن بين الايرادات والنفقات العامة وادارة السياسة الضريبية.

❖ **مخاطر سعر الصرف:** وهي المخاطر الناتجة عن تقلب اسعار صرف العملات في المعاملات الأجلة التي تعقدتها المؤسسات المالية.

❖ **مخاطر سعر الفائدة:** إن اسعار الفائدة تؤثر على القيمة السوقية للصكوك بنفس الطريقة التي تؤثر بها على الاسهم وباقي الاوراق المالية فارتفاع اسعار الفائدة يشجع على توجيه المدخرات نحو البنوك بدل استثمارها في الاسهم أو الصكوك خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين لا يؤثر فيهم الازع الديني بقدر ما يهمهم تحقيق أكبر قدر من الارباح والعكس صحيح.

❖ **مخاطر تقلبات اسعار الاوراق المالية:** يقوم بعض المتعاملين أو المضاربين من أجل تحقيق أكبر ربح ممكن وذلك بتوجيه السوق وأسعار الأوراق المالية في اتجاهات معينة خدمة لمصالحهم ومن اهم الاساليب المستعملة هي الاحتكار والبيع الصوري ونشر الاشاعات.

¹ أحمد شعبان محمد علي، المرجع سابق ذكره، ص 40.

² المرجع نفسه، ص 37.

❖ **مخاطر التضخم:** وباعتبار الصكوك هي حصة شائعة من الاعيان والمنافع والنقود فإنها تتأثر طردا بالتضخم ويزداد التأثير ارتفاعا كلما كانت حصة النقود والديون في هذه الصكوك كبيرا¹.

❖ **المخاطر الخاصة:** تتمثل في:

- **مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:** الصكوك أداة مالية مبنية على إرث شرعي متين فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها تتراوح ما بين بطلان للصك بالكامل إلى فساد بعض الشروط .
- **المخاطر القانونية:** تتمثل في وجود تعارض بين النظم والتشريعات والقوانين السائدة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومن هنا يتبين لنا أهمية اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية وأنه ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية والسعي لتغطية هذه المخاطر.
- **المخاطر التشغيلية (مخاطر العمليات):** قد تنتج خسائر عند تشغيل هذه الأصول يتحملها طبعاً حملة الصكوك وتكون ناتجة عن عدة مخاطر قد تكون متعلقة بالأداء السلبي أو الأداء المنخفض بالأصل نفسه أو لسوء الإدارة والعاملين أو عوامل أخرى خارجية تؤثر على أداء الأصل حيث أن هياكل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة على أصول وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول بالتالي فإن العائد المرتفع للصكوك ما هو إلا العائد الناتج عن التشغيل الكفء لهذه الأصول².
- **المخاطر الائتمانية:** وتعتبر المخاطر الائتمانية من المخاطر الخاصة التي يمكن تجنبها من خلال الاختيار الجيد للعميل ذي السمعة الحسنة لتفادي كل المخاطر المتمثلة في مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر أو عدم قدرته على تنفيذ التزاماته المتفق عليها في العقد وقد تنتج هذه المخاطر عادة بسبب الاختيار الغير الموفق لنوع العميل، وتبرز هذه المخاطر في عدم التزامه بالعمل المسند اليه إذا تعلق الامر بصكوك المضاربة المشاركة المزارعة المساقاة المغارسة والاستصناع مثلاً كما قد تتمثل في رجوعه عن الاتفاق القاض في شروط العقد.
- **مخاطر الصيغ التمويلية:** وتكون متعلقة بنوع الصك والصيغة التعاقدية التي يمثلها وتذكر على سبيل المثال: التأخر في دفع الاقساط في حالة الاجارة والمراجحة والاستصناع والسلم مخاطر التخزين والنقل سوء ادارة المشروع حالة المضاربة والمشاركة والوكالة³.

ثالثاً) ادارة مخاطر الصكوك الإسلامية

بعد الوقوف على مخاطر الصكوك الإسلامية وتحديد لها لابد من بيان الاجراءات اللازمة للتعامل معها وفيما يلي سنحاول تبين الآليات والسبل الكفيلة بذلك.

¹ يوسف تبزي، الصكوك الإسلامية مخاطرها وآليات معالجتها، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 13، المجلد 02-2015، ص 324.

² محسن أبو عوض، آلية ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، 2013، ص 35

³ يوسف تبزي، المرجع سابق ذكره، ص 325.

- أ. مفهوم إدارة المخاطر: فيمكن لنا ان نعرف ادارة مخاطر الصكوك الإسلامية على أنها تلك العملية أو الاجراءات التي تقوم بتحديد وتقييم المخاطر التي تواجهها الصكوك واتخاذ القرارات المناسبة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي من خلالها يتم إما عزل أو تدليل تلك المخاطر بما يسمح بتعظيم الربح والرفع من القيمة السوقية للصك¹.
- ب. آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية يمكن حصرها فيما يلي²:
- دراسة الجدوى وهي دراسة الجدوى التي تسبق المشروع الاستثماري من جميع أبعاده لتقييم العائدات المتوقعة والوقاية أو التقليل من المخاطر
 - الضمانات: الصكوك التي تصدرها المؤسسات حكومية كانت أو خاصة إن لم تكن مضمونة فإن الجمهور لا يكتتب فيها، مما يجعل تغطية الصكوك بالضمانات أمراً في غاية الأهمية من خلال
 - الكفالة: حيث يلتزم طرف بتحمل عبئ طرف آخر على سبيل التبرع أو الرهن وهو أداة من أدوات توثيق الدين لضمان حق الدائن والحماية من المخاطر وبخاصة تلك المتعلقة بالائتمان وكذلك ضمان الطرف الثالث وهو طرف ثالث غير طرفي العقد يضمن ما يحصل من نقص أو خسارة في مشروع معين تم تمويله من حصيلة الصكوك كالدولة مثلاً إذا أرادت تشجيع استثمار ما.
 - التأمين التعاوني: فإن هذا التأمين يعد آلية من آليات الحماية ضد خطر الصكوك خاصة الائتمانية منها ومخاطر الأصول
 - الاحتياطات: وهي ما يمكن تخصيصه من أرباح المشروع إذا يغطي بها كافة أنواع مخاطر الصكوك. التنويع ومقصود ضرورة قيام المستثمر بتنويع موجوداته وتوزيع أمواله في محفظة استثمارية فيها أكثر من أداة استثمار واحدة، وتتعدد طرق التنويع من تنويع جهة الاصدار إلى تنويع تواريخ الاستحقاق إلى تنويع القطاعات والبلدان المستهدفة
 - التحوط: ويستخدم مصطلح التحوط للدلالة على تحييد المخاطر وتقليصها وهناك من يفرق بين التحوط والتأمين، حيث أن التحوط هو تقليص الخسارة من خلال التنازل عن الربح والتأمين هو دفع ثمن لتجنب الخسارة مع الاحتفاظ بإمكانية الربح وهناك عدة طرق للتحوط يمكن الاستفادة منها في التقليل من المخاطر كالتحوط الاقتصادي والتعاوني والتعاقدي

¹ يوسف تيري، المرجع سابق ذكره، ص 326.

² غويني سمير، رزيق كمال، مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 2017، ص ص 71، 72.

خلاصة الفصل:

لاشك أن الصكوك الإسلامية اكتست أهمية كبيرة لدى معظم الدول العربية منها والغربية، وهذا راجع للدور الإيجابي الذي تلعبه الصكوك في تنشيط أسواق رأس المال خاصة وأن أزمة الرهن العقاري أثبتت عدم كفاءة النظام المالي التقليدي في مواجهة الأزمات المالية مما زاد التوجه نحو تطبيق النظام المالي الإسلامي، لكن وبالرغم من الانتشار الواسع الذي عرفه هذا المنتج والاقبال الكبير من المؤسسات والدول والأفراد إلا أنه لا يخلو من مواجهة العديد من المخاطر التي تجعل الصناعة المالية الإسلامية أمام تحد كبير ألا وهو العمل على إيجاد وابتكار وتطوير أساليب وآليات جديدة من شأنها إزالة أو تقليل أو نقل هذه المخاطر.

الفصل الثالث:

دراسة تقييمية لدور البنوك

الإسلامية في سوق رأس المال

في ماليزيا

تمهيد:

يعد التطور الذي حققته التجربة الماليزية في سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً أمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور الذي أدى إلى اعتبار ماليزيا المركز المالي الإسلامي الدولي، ويعود ذلك إلى الجهد المبذول من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل سوق الأوراق المالية الماليزي سوق جذاباً لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بتوفير القوانين والتشريعات الخاصة بهذه الأدوات المالية الإسلامية، والتي حظيت بانتشار وازدهار واسع، ولعل أبرز هذه الأدوات هي الصكوك الإسلامية التي تأتي في المقام الثاني بعد الأسهم وتمثل أهم مكونات سوق رأس المال الإسلامي التي ظهرت كبديل شرعي للسندات التقليدية القائمة على أساس الفائدة الربوية، مما أدى إلى إقبال خاص من طرف المستثمرين الماليزيين للاستثمار في هذه الأدوات بما أهل الدولة الماليزية للانضمام وبجدارة إلى فريق النور الآسيوية، ورغبة منا في تسليط الضوء على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والأهمية البالغة التي يكتسبها في الدفع بعجلة النمو الاقتصادي الماليزي، والرقابة الشرعية عليه، وفي هذا الفصل سيتم القيام بدراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي، وعليه تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية هي:

- مدخل تعريفى بالاقتصاد الماليزي وسوق رأس المال فيه.
- سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والرقابة الشرعية عليه.
- الصكوك الإسلامية الماليزية ودورها في سوق رأس المال الماليزي والدروس المستفادة من أجل إنشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر.

1.3. مدخل تعريفى بالاقتصاد الماليزى وسوق رأس المال فيه:

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى أهم المحطات الاقتصادية لدولة ماليزيا مع تسليط الضوء على سوق رأس المال الماليزي.

1.1.3. نظرة على الاقتصاد الماليزي وسوق رأس المال فيه:

يتميز الاقتصاد الماليزي بمجموعة من الخصائص المميزة تبعا للظروف الطبيعية والاجتماعية والسياسية، كما نجد أن سوق رأس المال الماليزي المزدهج يتميز بجوانب متعددة، سيتم توضيح ذلك من خلال التالي:

أولا) التعريف بدولة ماليزيا: يمكن إلقاء نظرة مختصرة حول دولة ماليزيا من خلال البيانات التالية:

أ. البيانات الجغرافية لدولة ماليزيا:

ماليزيا هي دولة تقع في جنوب شرق آسيا، وهي دولة ملكية دستورية فيدرالية، وتتكون من 13 ولاية وثلاثة أقاليم فيدرالية، ويفصلها بحر الصين الجنوبي إلى منطقتين: شبه جزيرة ماليزيا وماليزيا الشرقية في بورنيو، تشترك شبه جزيرة ماليزيا في حدود برية وبحرية مع تايلاند وحدود بحرية مع سنغافورة والفيتنام وإندونيسيا، وتشترك ماليزيا الشرقية في حدود برية مع بروناي وإندونيسيا، كوالالمبور هي العاصمة الوطنية وأكبر مدن البلاد ومقر الفرع التشريعي للحكومة الفيدرالية.

بوتراجايا هي العاصمة الإدارية الاتحادية، وهي تمثل مقر كل من السلطة التنفيذية (مجلس الوزراء والوزارات الاتحادية والوكالات الاتحادية) والسلطة القضائية للحكومة الاتحادية، كما نجد أن ماليزيا دولة استوائية وهي واحدة من 17 دولة ذات تنوع كبير، فهي موطن للعديد من الأنواع المستوطنة، وتعود أصول البلاد إلى ممالك الملايو، التي أصبحت منذ القرن الثامن عشر خاضعة للإمبراطورية البريطانية، إلى جانب محمية مستوطنات المضيق البريطانية. خلال الحرب العالمية الثانية، احتلت الإمبراطورية اليابانية الملايو البريطانية، إلى جانب المستعمرات البريطانية والأمريكية الأخرى المجاورة وبعد ثلاث سنوات من الاحتلال، تم توحيد شبه جزيرة ماليزيا لفترة وجيزة تحت اسم الاتحاد الملايو في عام 1946 حتى عام 1948 عندما أعيدت هيكلتها لتصبح اتحاد الملايو، حصلت البلاد على استقلالها في 31 أغسطس 1957، وفي 16 سبتمبر 1963، اتحدت مالايا المستقلة مع مستعمرات التاج البريطاني آنذاك في شمال بورنيو وساراواك وسنغافورة لتصبح ماليزيا. وفي 9 أغسطس 1965 طُردت سنغافورة من الاتحاد وأصبحت دولة مستقلة منفصلة¹، تتميز ماليزيا بتعدد الأعراق والثقافات، مما يؤثر بشكل كبير على سياستها، حيث نصف السكان تقريبا من عرقية الملايو، مع وجود أقليات من الصينيين والهنود والشعوب الأصلية، واللغة الرسمية هي

¹ عن موقع: <https://www.britannica.com/place/Malaysia>

الملايو الماليزية، وهي شكل قياسي للغة الملايو، ولا تزال اللغة الإنجليزية لغة ثانية نشطة، كما أنها موطن لـ 111 لغة أصلية حية وفي حين يعترف الدستور الماليزي بالإسلام كدين رسمي، إلا أنه يمنح حرية الدين لغير المسلمين¹. يعتمد اقتصاد البلاد تقليديا على مواردها الطبيعية، ولكنه يتوسع في التجارة والسياحة العلاجية، وتتمتع البلاد باقتصاد سوق حديث العهد بالتصنيع، وهو اقتصاد سوق منفتح نسبيا وموجه نحو الدولة، والبلد عضو مؤسس في منظمة التعاون الإسلامي، وقمة شرق آسيا (EAS)، ورابطة دول جنوب شرق آسيا (ASEAN) وعضو في حركة عدم الانحياز، والكومنولث، ومنتدى التعاون الاقتصادي لآسيا والمحيط الهادئ (APEC)، ويمكننا إحصاء أهم البيانات في الجدول أدناه:

الجدول (1.3): البيانات الاقتصادية والسياسية لدولة ماليزيا

الاسم	ماليزيا
العلم وشعار النبالة الماليزي	
العاصمة الماليزية	كوالالمبور
العاصمة الادارية	بوتراجايا
اللغة الرسمية	الملايو الماليزية
اللغة الثانية	الانجليزية
المساحة	330.803 كلم مربع
إحصاء السكان	34.564.810 مليون نسمة (مرتبة 43 عالميا)
دين الدولة	الإسلام نسبة المسلمين 63,5% نسبة البوذيين 18,7% نسبة المسيحيين 9,1% نسبة الهنود 6,1% نسبة باقي الديانات 2,6%
الأعراق	✓ بوميبوتيرا 70.5% منهم: ❖ الملايو 57.3% ❖ جماعات السكان الأصليين 13.2% ✓ صينيون 22.9% ✓ هنود 6.6%

المصدر <https://www.britannica.com/place/Malaysia> تاريخ الزيارة 2025/04/17

بيانات اقتصادية	النظام السياسي
نظام ملكي دستوري انتخابي برلماني فيدرالي	الملك الحاكم
إبراهيم إسكندر	رئيس الوزراء
أنور إبراهيم	الهيئة التشريعية
برلمان ماليزيا المتكون من:	
diwan negara (مجلس الدولة)	
diwan rakyat (مجلس الشعب)	

¹ Ministry of economy www.ekonomi.gov.my revised as at December 2023

إجمالي الناتج المحلي	1,430 تريليون \$ (31 عالميا) (من ناحية تعادل القوة الشرائية)
الناتج المحلي الفردي	445.519 مليار \$ (36 عالميا) (الناتج الاسمي) \$43.095 (50 عالميا) (بتعادل القوة الشرائية) \$ 13.315 (67 عالميا) (حسب الناتج الاسمي)
معامل جيني *	(2021) 40,7 تفاوت متوسط
مؤشر التنمية البشرية	(2022) 0,807 عالي جدا (63 عالميا)
العملة	رينغت ورمزها 1RM=1/100 sen Ringgit Malaysia RM
نسبة البطالة	3,2 % (من القوى العاملة) (2025) بما يعادل 0,534 مليون نسمة
ميزان المدفوعات	1,8 (رصيد الحساب الجاري % إلى الدخل القومي الإجمالي) (2024)
% نمو واردات السلع	13,2 (2024)
% نمو صادرات السلع	5,7 (2024)
معدل التضخم	1,8 % (2024)
مؤشر أسعار المستهلك	1,8 (2024)

المصدر: من المواقع التالية:

– <https://www.britannica.com/place/Malaysia> تاريخ الزيارة 2025/04/17

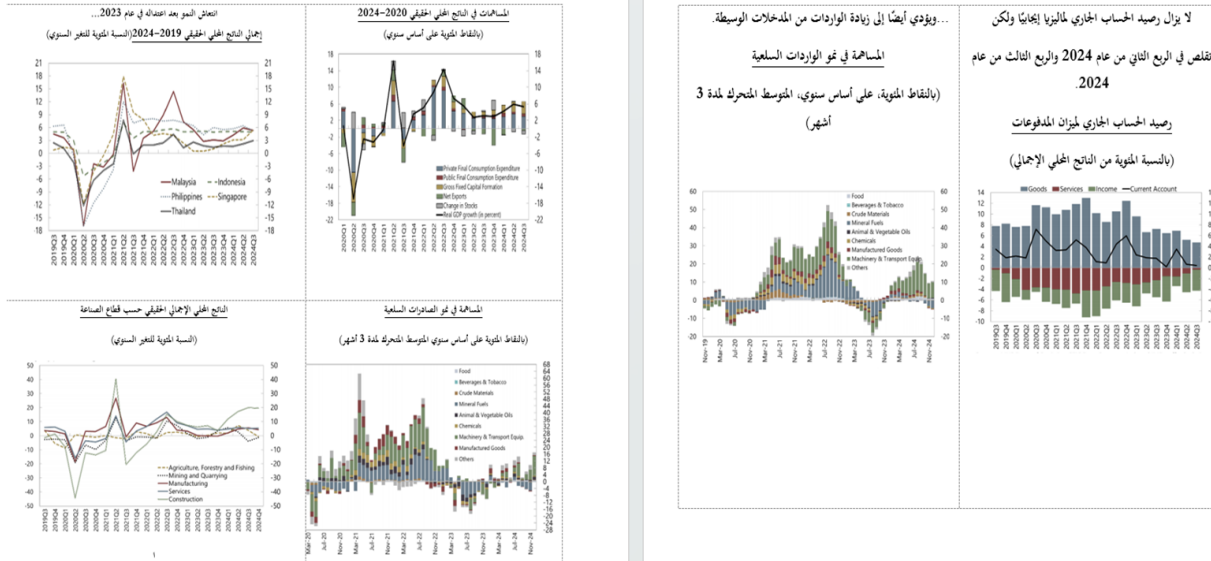
– Official Portal of Ministry of Economy <https://ekonomi.gov.my>

تاريخ الزيارة 2025/04/18 وزارة الاقتصاد الماليزية.

كما أنه تمكنا من جمع البيانات التالية:

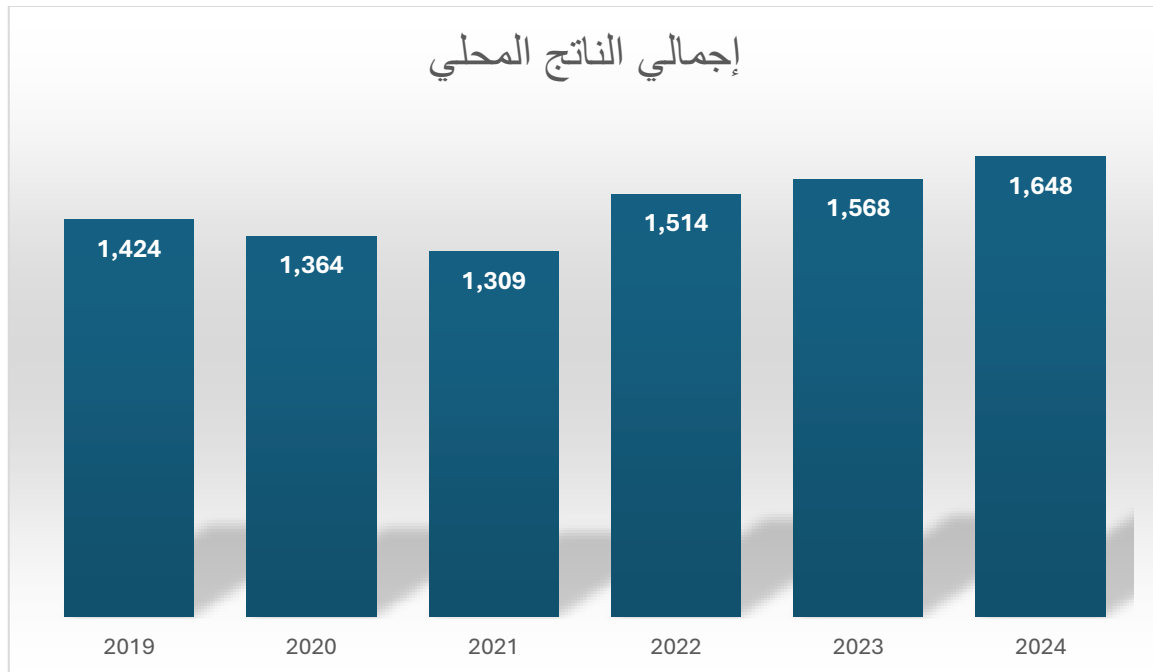
* في علم الاقتصاد معامل جيني المعروف أيضاً باسم مؤشر جيني أو نسبة جيني هو مقياس للتشتت الإحصائي يهدف إلى تمثيل عدم المساواة في الدخل أو عدم المساواة في الثروة أو عدم المساواة في الاستهلاك داخل أمة أو مجموعة اجتماعية. طوره عالم الإحصاء والاجتماع الإيطالي كورادو جيني.

الشكل (1.3): البيانات الاقتصادية لدولة ماليزيا



Source: IMF Country Reports Malaysia, Release, 2025.

الشكل (2.3): تطور إجمالي الناتج المحلي



SOURCE: department of statistics Malaysia 4th quarter report 2024

من خلال الشكل أعلاه نجد أن البيانات تشير إلى أن اقتصاد ماليزيا تعرض لركود في الفترة 2020-2021، تبعه تعافي قوي ومستمر بداية من 2022، وتعد سنة 2024 أفضل السنوات أداء من حيث الناتج المحلي خلال الفترة 2019 و2024.

ثانيا) المكانة العالمية لماليزيا في المالية الإسلامية ودور الحكومة الماليزية في تطوير المالية الإسلامية داخل البلاد:

شهد النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا تطوراً سريعاً وملحوظاً في وقت مبكر برغم من ظهوره في وقت متأخر نسبياً، حيث كانت البداية الأولى للتوجه الإسلامي في مجال الصيرفة للبلاد سنة 1983 عندما أصدرت الحكومة الماليزية قانون المصارف الإسلامية، الذي يسمح بإنشائها تماشياً مع الصناديق التي تم استحداثها في الستينيات التي يطلق عليها صناديق الحجاج وهي تدعم الماليزيين في تأدية مناسك الحج إلى مكة المكرمة¹. ولا زالت التجربة الماليزية الخاصة بالمصارف الإسلامية والأدوات المالية الإسلامية المستخدمة في أسواق المال في تطور مستمر للهيكل التنظيمية، حيث نجدها في ماليزيا تقريباً مكتملة مقارنة بالدول الأخرى، وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات والمهارات التي اكتسبتها الدولة الماليزية منذ عقود في مجال الصيرفة الإسلامية وأسواق المال الإسلامية، كما تلعب السوق الماليزية الإسلامية لرأس المال دوراً بارزاً في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، وقد بدأت سوق رأس المال الإسلامية كسوق موازية للسوق المالية التقليدية².

أ. ماليزيا كمركز دولي للمالية الإسلامية:

هي عبارة عن الرؤية المستقبلية الهادفة إلى تطوير الخدمات المالية الإسلامية في ماليزيا وتتجلى هذه الرؤية في:

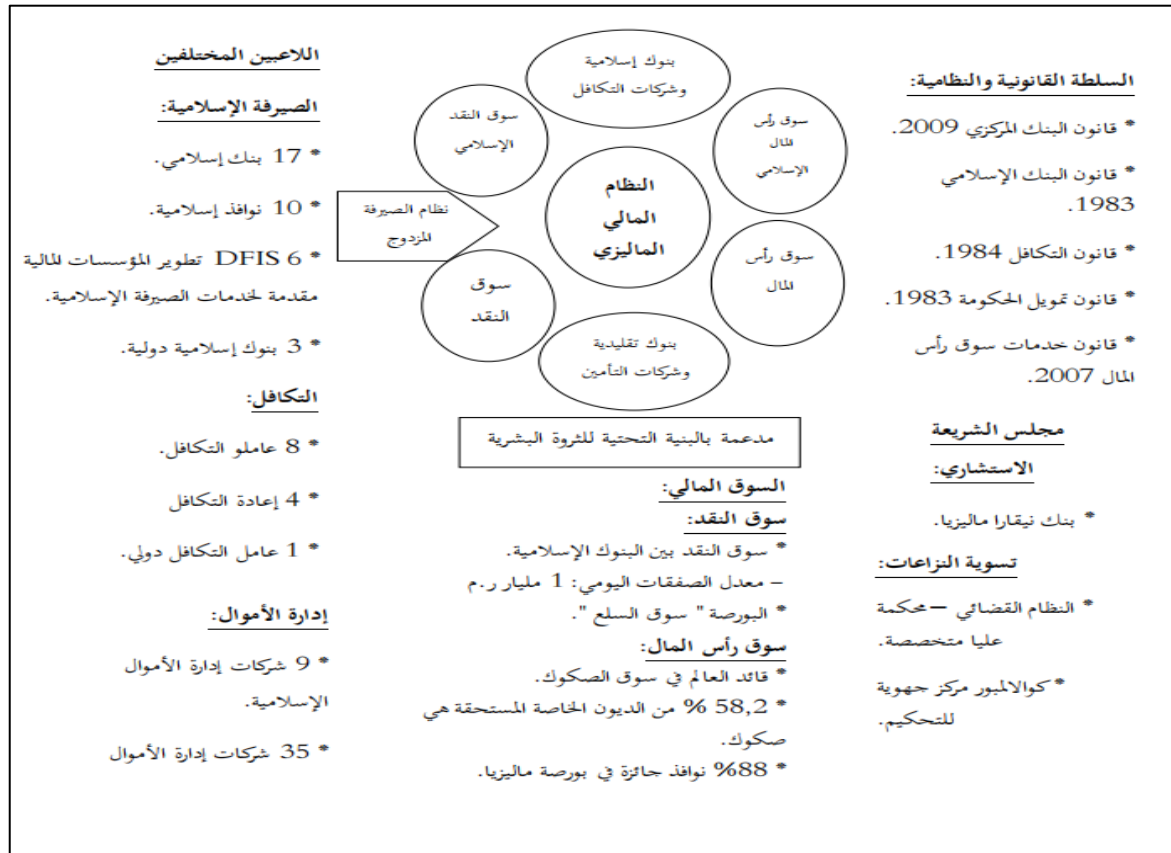
- ماليزيا مركز تأصيل وتوزيع ومتاجرة الأدوات المالية الإسلامية.
 - ماليزيا مركز لإنشاء الصناديق الإسلامية وخدمات إدارة الثروات.
 - ماليزيا مركزاً للعملة الدولية للخدمات المالية الإسلامية.
 - ماليزيا مركزاً للتكافل وإعادة التكافل.
 - ماليزيا مركزاً لتعليم المالية الإسلامية والتدريب والاستثمار والبحوث³.
- وتتمتع ماليزيا بنظام مالي إسلامي شامل يمكن توضيحه في الشكل التالي:

¹ مبطوش العليجة، بوجنان خالدية، دراسة نجاح دولة ماليزيا في الصناعة المالية الإسلامية من خلال التمويل بالصكوك الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 14، العدد 01، 2023، ص 297.

² بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2017-2008) أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم الاقتصادية، 2018، ص 223.

³ مسعودة نصبة، تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس المال الإسلامي، دار المجلاوي، الأردن، 2019، ص 24.

الشكل (3.3) النظام المالي الإسلامي الشامل في ماليزيا



المصدر: مسعودة نصبة، المرجع السابق، ص 25.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنه من أهم الخطوات التي صاحبت تطور الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا هو اهتمام المسؤولين في وقت مبكر بالعنصر البشري، والذي يعد الركن الأساسي في نمو وازدهار أي صناعة، فكان إنشاء الجامعة الإسلامية العالمية ومعاهد التدريب المتخصصة، وإقامة الندوات والمؤتمرات كوسائل لتوفير وتأهيل الكوادر البشرية التي تساهم في سد احتياجات القطاع المصرفي والمالي، بل وحتى على مستوى أعضاء الهيئات الشرعية منعت الأنظمة عضو الهيئة الشرعية من شغل عضوية أكثر من مصرف واحد، وذلك لتشجيع استقطاب طلبة العلم للعمل في تلك الهيئات وتطوير مهاراتهم ومعارفهم¹.

ب. مؤشرات نجاح الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا: هناك عوامل عديدة أدت إلى جعل ماليزيا من الدول الرائدة في صناعة التمويل الإسلامي، خاصة في مجالات الخدمات المصرفية الإسلامية والصكوك والمنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في المنطقة منها:

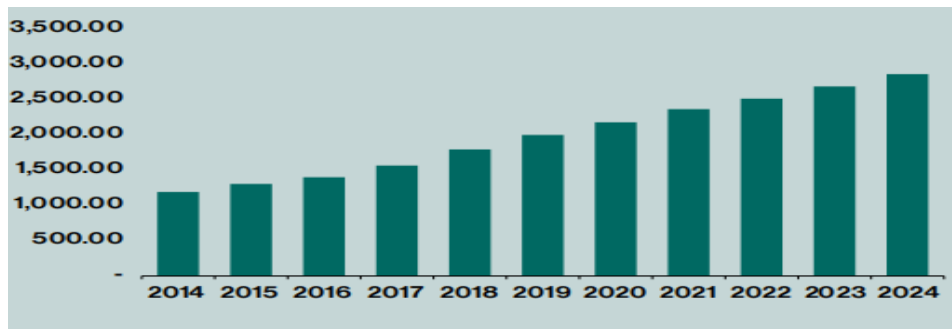
¹ وهيبه بن شوك، عبدوس سميرة، دراسة التجربة الماليزية في الصناعة المالية الإسلامية تقييم أداء النظام المالي الإسلامي للفترة (2018-2010) المجلة الدولية للأداء الاقتصادي، المجلد 03، العدد 02، 2020، ص ص 19، 20.

❖ **تنوع المنتجات المصرفية:** عموماً تم تشكيل المنتجات المصرفية الإسلامية باستخدام مبدأ المعاملات مثل المراجعة الاستصناع، الإجارة، المضاربة، المشاركة، الوكالة، الكفالة وغيرها، إذ أن البنوك الإسلامية في ماليزيا تقدم اليوم أكثر من 50 منتج وخدمة، والتي تطورت طيلة أربع فترات أساسية، المرحلة الأولى في (1983) وكانت بمثابة فترة تجريبية وتم انشاء بنك ISLAM MALAYSIA BERHAD، وقانون المصارف الإسلامية، حيث كانت أول مرحلة لنجاح التجربة الماليزية في التمويل الإسلامي¹، أما المرحلة الثانية: (1993) تم إضافة منتجات جديدة مثل: المراجعة، تمويل رأس المال العامل بين البنوك الإسلامية، سوق المال وتوريق الأصول، أما المرحلة الثالثة: (1999) تم إدخال منتجات مالية جديدة كبطاقات الائتمان الإسلامية والتمويل الإسلامي والإجارة الثابتة التمويل، ثم المرحلة الرابعة (الحالية) وفيها تم بداية العمل بالمشاركة والمشاركة المتناقصة، التمويل عن طريق المضاربة والمستثقات المالية والمنتجات المركبة والتحوط وجميع المنتجات المالية الأخرى التي تم ادخالها حديثاً.

❖ **القدرة على مواجهة المخاطر المالية:** اتبعت ماليزيا القواعد الصارمة للتمويل الإسلامي، حيث تهدف لمعالجة مشكلة السيولة الكامنة في التمويل، وقام البنك المركزي الماليزي (نيغارا) بإنشاء سوق مالية إسلامية للبنوك الإسلامية للاستثمار في بنك إسلامي آخر، وقامت الحكومة أيضاً بإطلاق مجموعة من الاستثمارات الحكومية وذلك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، مما عزز سوق ما بين البنوك الإسلامية، والحد من خطر حدوث أزمة سيولة.

❖ **الاستحواذ على إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية:** ثلث سوق سندات العالم المدعومة على الأصول الحقيقية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية تم إصداراتها في ماليزيا نظراً لامتلاكها سوق متينة من الصكوك الإسلامية الأولية وسوق نشطة من الصكوك الإسلامية الثانوية، لذلك فإنها تعتبر بمثابة المركز العالمي من حيث إصدارات الصكوك الجديدة وكذلك الصكوك القائمة².

الشكل (4.3) الحصة السوقية ومؤشرات النمو



Source: Bank Negara Malaysia, annual report 2024, p 84

¹ لشهب الصادق بوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد 01، 2015، ص 95.

² مبطوش العلجة، بوجنان خالدية، المرجع السابق، ص ص 298، 299.

لقد تم تسجيل نمو إيجابي في عام 2024، وارتفعت حصة صناعة الصيرفة الإسلامية من إجمالي التمويل في النظام المالي من 45.6% في عام 2023 إلى 46.6% في عام 2024، وظلت الصيرفة الإسلامية مرنة وذات رأس مال جيد، وهذا يعكس صلابة صناعة المالية الإسلامية في ماليزيا.

ج. دور الحكومة الماليزية في تطوير المالية الإسلامية داخل البلاد:

في عام 2024، واصل بنك نيغارا ماليزيا (BNM) للنهوض بالتمويل الإسلامي بالتعاون مع أصحاب المصلحة الرئيسيين، وظلت الجهود مركزة على تعزيز مساهمة قطاع التمويل الإسلامي في التنمية الاقتصادية والاستدامة والشمول المالي، كما عزز بنك BNM البيئة التنظيمية لتعزيز التمويل القائم على القيمة والأدوات المالية المبتكرة. وعلى الصعيد العالمي، تعاون بنك نيغارا الماليزي بنشاط مع صناعة لتعزيز الريادة الفكرية لماليزيا في مجال التمويل الإسلامي ووضعت ماليزيا كبوابة دولية للتمويل الإسلامي، ويشمل ذلك تعزيز الروابط عبر الحدود، وتعزيز الوضوح في فهم الشريعة وتطبيقها في الأنشطة المالية الحديثة وتعزيز الاعتراف المتبادل بالشريعة وتبادل الرؤى وأفضل الممارسات من خلال مختلف المحافل الدولية بحيث تتماشى هذه الجهود مع أولويات التنمية المحددة في مخطط القطاع المالي 2022 و2026، ويمكن ذكر الجهود المبذولة من طرف الدولة الماليزية باختصار في النقاط التالية¹:

- تعزيز منظومة التمويل الإسلامي من أجل تحقيق الاستدامة من خلال الأثر الاقتصادي والاجتماعي: حيث توسّطت البنوك الإسلامية بمبلغ 216.1 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023 استفاد منها 8 مليون حساب من خلال المبادرات التي تتماشى مع أهداف مبادرة التمويل القائم على الوساطة القائمة على القيمة* تعكس هذه الأرقام نموا كبيرا بنسبة 64.5% من حيث القيمة و61.2% في الانتشار مقارنة بعام 2022 مما يدل على التزام المتزايد من قبل البنوك الإسلامية بأهداف مبادرة التمويل القائم على القيمة، كما أظهرت البنوك الإسلامية أيضا تقدما كبيرا في تعزيز الاقتصاد الأخضر ذي القيمة العالية من خلال الارتفاع الكبير في التمويل الأخضر. وعلى الرغم من أن مبالغ التمويل لا تزال ناشئة نسبيا، إلا أنها زادت بنسبة 50% تقريبا، من 16.5 مليار رينجيت ماليزي في عام 2022 إلى 25.9 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023، وبالإضافة إلى ذلك، تضاعف عدد الحسابات أكثر من ثلاثة أضعاف ليصل إلى 140.798 حسابا في عام 2023.

¹ Bank Negara Malaysia annual report, 2024, p 73.

* تقرير الوساطة القائمة على القيمة (VBI) لعام 2023 الصادر عن جمعية المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية الماليزية (AIBIM) تأسست رابطة المؤسسات المصرفية والمالية الإسلامية الماليزية (AIBIM) في عام 1995 بهدف تعزيز إنشاء وتسيير أنظمة وممارسات مصرفية إسلامية سليمة في ماليزيا. وبالتعاون والتشاور مع بنك نيغارا ماليزيا والهيئات التنظيمية المحلية الأخرى، تعمل الرابطة على تعزيز وتمثيل مصالح أعضائها لتعزيز برامج التعليم والتدريب المتعلقة بالصيرفة الإسلامية.

مقارنةً بالعام السابق وتشمل مجالات التركيز المحددة على النقل الأخضر النظيف والأخضر والتمويل الانتقالي والإدارة المستدامة للمياه ومياه الصرف الصحي.

- **توسيع نطاق الحلول التمويلية من خلال برامج CAKNA:** ظلت خطط CAKNA* في متناول الشركات الصغيرة والمتوسطة في إدارة تدفقاتها النقدية طوال دورة حياة المشروع لعقود المشتريات الحكومية. منذ إنشائه في عام 2021، قدم برنامج 1CAKNA 919 مليون رينجيت ماليزي كتسهيلات تمويلية غير مدينة، استفاد منها 305 من البائعين من الشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم توسيع نطاق البرنامج الآن ليشمل جميع الوزارات والوكالات على مستوى الدولة، مما يوفر سيولة للشركات الصغيرة والمتوسطة عبر نطاق أوسع من أنشطة الأعمال من خلال ثماني مؤسسات مالية مشاركة. وخلال العام، تم تقديم برنامج CAKNA 2 كمرفق تمويلي لمساعدة الشركات الصغيرة والمتوسطة في إنجاز مشاريعها في الوقت المناسب خاصة صغار المقاولين مع المشاريع الحكومية المتعلقة بالتوريدات أو الخدمات أو أعمال المقاولات¹.

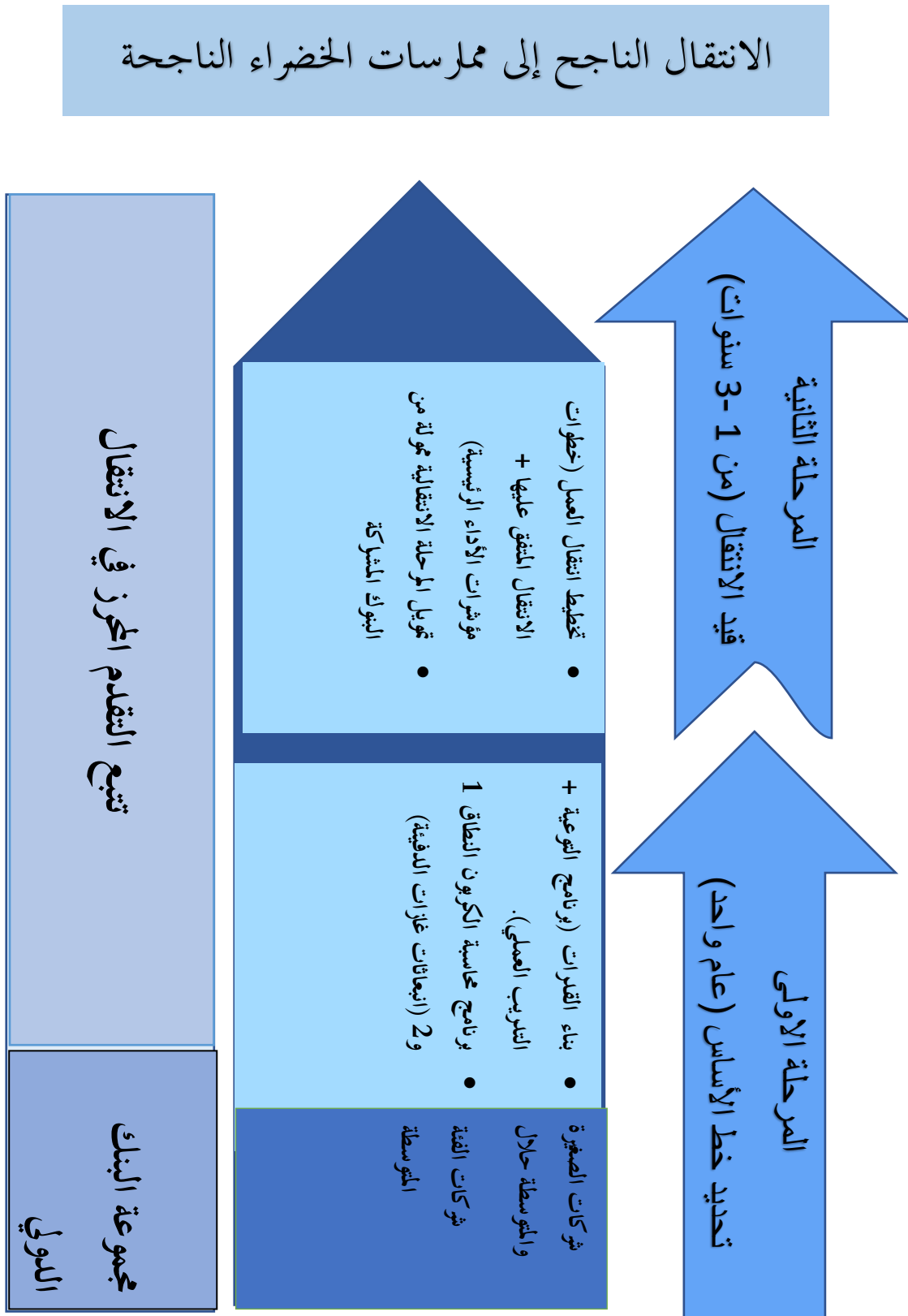
- **النهوض بالتجارة والأعمال الحلال:** حيث يوفر قطاع الحلال فرصاً كبيرة للتمويل الإسلامي لدعم الاقتصاد الحقيقي مع تزايد الطلب العالمي على المنتجات الحلال على مستوى العالم يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع الوكالات الحكومية ذات الصلة المساعدة في دعم شركات الحلال للنمو وتوسيع إمكاناتها التصديرية وفي مايو 2024 أعلن بنك ماليزيا الوطني بالتعاون مع وزارة المالية والبنك الإسلامي للتنمية ومركز النمو الشامل والتمويل المستدام التابع لمجموعة البنك الدولي في ماليزيا عن برنامج تخضير الأعمال الحلال التجريبي تهدف هذه المبادرة إلى دعم جهود التخضير من خلال شركات الحلال الماليزية لا سيما الشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات المتوسطة في تلبية احتياجات التحول الأخضر².

* برنامج يهدف إلى تعزيز فرص الحصول على التمويل للمؤسسات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة وصغار المقاولين (G1-G4) الذين حصلوا على عقود حكومية ويحتاجون إلى تمويل من المؤسسات المالية لتعزيز تدفقاتهم النقدية ومركزهم المالي، ويوجد برنامجان في إطار برنامج CAKNA يلي برنامج "1CAKNA" احتياجات السيولة للشركات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة بعد تسليم العقود، يلي برنامج "2 CAKNA" الاحتياجات التمويلية لصغار المقاولين لتنفيذ عقودهم، وتتنوع أنواع التسهيلات ومعايير التأهيل والمؤسسات المالية المشاركة في برنامجي "1CAKNA" و "2 CAKNA"

¹ Bank Negara Malaysia annual report, 2024, p 73.

² Ibid, p74.

الشكل (5.3) رسم توضيحي لهيكل وآلية تحضير الأعمال التجارية الحلال



Source: Bank Negara Malaysia annual report 2024 p76

2.1.3. الإطار العام لسوق رأس المال في ماليزيا:

مما لا شك فيه أن ماليزيا استطاعت أن تقدم نموذجاً تنموياً فريداً تشهد عليه الدول المتقدمة قبل النامية عن طريق الأخذ بنظام الحكم المحلي والذي ترجع نشأته إلى عهد الاستعمار البريطاني الذي ظل ما يقرب من مائتي عام عن طريق تطبيق الولايات لهذا النظام، وتعد حقبة رئاسة مهاتير محمد من العام 1981-2003 هي الحقبة التي شهدت انطلاقة النموذج الماليزي للتنمية الإجمالي ونجحت ماليزيا في تحقيق جانب كبير من الأهداف التنموية المتضمنة في خططها الاقتصادية وقد ركز مهاتير على نموذج التنمية الياباني بشكل خاص لكي تهدي ماليزيا بنفس النهج الذي اتبعته اليابان، و تتمثل في وطنية النظام وأخلاقيات العمل، نظام الإدارة عال الكفاءة، التعاون الوثيق بين الحكومة والقطاع الخاص¹، ولعل من بين العوامل التي أدت إلى تحقيق هذه الطفرة التنموية هو التركيز على الأسواق المالية باعتبارها أحد مصادر تمويل المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص، وعلى وجه الخصوص سوق رأس المال الذي أصبح سوقاً للأصول المالية متوسطة².

أولاً نبذة تاريخية لتطور سوق رأس المال الماليزي:

أ. محطات تطور سوق رأس المال الماليزي:

مر سوق رأس المال الماليزي بعدة محطات، نوضحها من خلال الجدول التالي:

الجدول (2.3): محطات تطور سوق رأس المال الماليزي

السنة	الأحداث التاريخية
1930	أصبحت جمعية سماسرة الأوراق المالية في سنغافورة منظمة رسمية للأوراق المالية في ملايا وكنتيجة لذلك أسست بورصة ماليزيا
1937	أعيد تسجيلها باسم رابطة سماسرة الأوراق المالية في ملايو، ولكنها لم تتداول الأسهم العمومية بعد.
1959	تأسيس البنك المركزي الماليزي وبداية صناعة الأوراق المالية في ماليزيا
1960	تشكيل البورصة الملايوية وبدأ التداول العام في 9 مايو من ذلك العام.
1961	في عام 1961 تم إدخال نظام مجالس التداول في مجلسين للتداول، أحدهما في سنغافورة والآخر في كوالالمبور وتم الربط بين غرفتي التداول بخطوط هاتفية مباشرة في سوق واحدة مع إدراج نفس الأسهم والحصص بمجموعة واحدة من الأسعار في كلا المجلسين
1964	تأسست البورصة الماليزية رسمياً وفي العام التالي مع انفصال سنغافورة عن ماليزيا استمرت البورصة في العمل تحت اسم بورصة ماليزيا وسنغافورة (MSSE).

¹ بن قائد الشيخ، المرجع السابق، ص 226.

² جعفر سحاسورياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته رسالة ماجستير، جامعة اليرموك الاقتصاد والمصارف الإسلامية جامعة اليرموك كلية الشريعة والدراسات الإسلامية قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية الفصل الدراسي الأول 2006-2007 ص 13.

1973	مع إنهاء تبادل العملات بين ماليزيا وسنغافورة، تم فصل بورصة الأوراق المالية الماليزية السنغافورية إلى بورصة كوالالمبور للأوراق المالية (KLSEB) وبورصة سنغافورة للأوراق المالية (SES). واستمر إدراج الشركات الماليزية في بورصة SES والعكس صحيح. تولت بورصة كوالالمبور للأوراق المالية (KLSEB) عمليات بورصة كوالالمبور المحدودة بضمان.
1980	وتعتبر شركة Arab Malaysian Finance (AMF) Bond من الشركة الخاصة التي أصدرت أول السندات في ماليزيا. وبعد هذا العام، فإصدارات السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر مقابلاً بإصداراتها من القطاع العام
1993	تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية
1994	أسست بورصة كوالالمبور KLSE وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم بعض المنتجات الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة (Call Warrants)، وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة (Warrants) يحصل عليه القطاع العام والخاص
2001	اعتماد على الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي التي افتتحها وزير المالية المالي في تاريخ 22 فبراير 2001م بستة أهداف جوهرية منتظمة
2004	تم تغيير اسمها إلى بورصة ماليزيا في عام. وهي تتألف من مجلس رئيسي ومجلس ثانوي وبورصة MESDAQ (سوق ACE الآن) برأسمال سوق إجمالي يبلغ (397,39 مليار دولار أمريكي).
2024	في 7 ماي وصلت القيمة السوقية لبورصة ماليزيا إلى 2 تريليون رينجيت ماليزي لأول مرة

المصدر: (1) مايا إبراهيم فني، إبراهيم عبد الحليم عبادة، ميساء منير ملحم، الصكوك وآثارها على السوق المالي الإسلامي، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، المجلد العاشر، العدد الثاني، 2019، ص ص 163، 164.

(2) بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، العدد 14، 2015، ص 19.

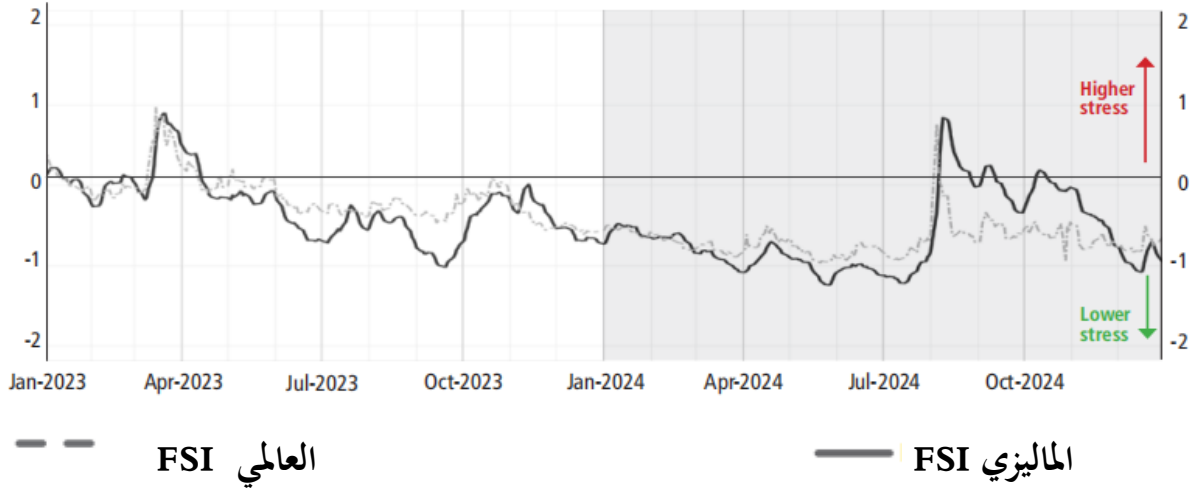
ب. المراجعة للتطورات والتوقعات لسوق رأس المال الماليزي سنة 2024:

على الصعيد المحلي سجل الاقتصاد الماليزي انتعاشاً قوياً مدعوماً بالطلب المحلي القوي، وذلك في المقام الأول من التحسن في الاستثمارات الخاصة بالإضافة إلى انتعاش الأنشطة التجارية، ونتيجة لذلك تفوق سوق رأس المال الماليزي على نظرائه الإقليميين خلال العام مع استمراره في أداء وظيفته في تمكين وتيسير جمع رؤوس الأموال لتمويل الاقتصاد المحلي وظلت الضغوط المالية في ماليزيا أقل من متوسطها التاريخي في عام 2024 باستثناء الربع الثالث من العام الذي يرجع في الغالب إلى عمليات البيع التي شهدتها السوق العالمية في أوت والخوف بشأن الانتخابات الأمريكية وتفوق أداء سوق رأس المال المالي الماليزي على معظم نظرائه الإقليميين¹، وجاء هذا التفوق في الأداء بشكل رئيسي على خلفية الأرباح القوية للشركات والنمو الاقتصادي الواعد الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بالتداول.

من المتوقع في المستقبل أن يظل سوق رأس المال المحلي مستقراً، مدعوماً بأساسيات الشركات والأساسيات الاقتصادية السليمة، والسيولة المحلية الوفيرة، وبيئة السياسات الداعمة.

¹ SECURITIES COMMISSION MALAYSIA, ANNUAL REPORT 2024, p 24 - 26

الشكل (6.3) مؤشر الإجهاد المالي العالمي لمكتب مراقبة الأصول الأجنبية (FSI) ومؤشر الإجهاد المالي الماليزي (MFSI)



Source: Securities commission Malaysia, annual report, 2024, p 25

إن مؤشر الإجهاد المالي العالمي (FSI) مأخوذ من مكتب البحوث المالية بوزارة الخزانة الأمريكية، في حين أن مؤشر الإجهاد المالي الماليزي (MFSI) مقدر داخليا باتباع منهجية ماثلة، وتشير قيمة مؤشر الإجهاد المالي فوق الصفر إلى وجود ضغوط مالية أعلى من المتوسط التاريخي في الاقتصاد.

ثانيا) مفهوم سوق رأس المال الماليزي:

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي اختلافا كبيرا على مفهوم أسواق رأس المال بشكل عام، حيث يتكون سوق رأس المال في ماليزيا من سوق رأس مال تقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، ويعد سوق رأس المال الماليزي كبقية الأسواق العالمية الأخرى كأحد الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل في المشاريع التنموية الماليزية في العصر الحديث، ومكان المنافسة للشركات المتطورة في ماليزيا للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى آفاق أفضل¹، ويمكن تبين الجدول التوضيحي التالي:

¹ جعفر سحاسورياني صفر الدين، المرجع السابق، ص 12.

الجدول (3.3): حجم سوق رأس المال الماليزي من 2019 إلى 2024

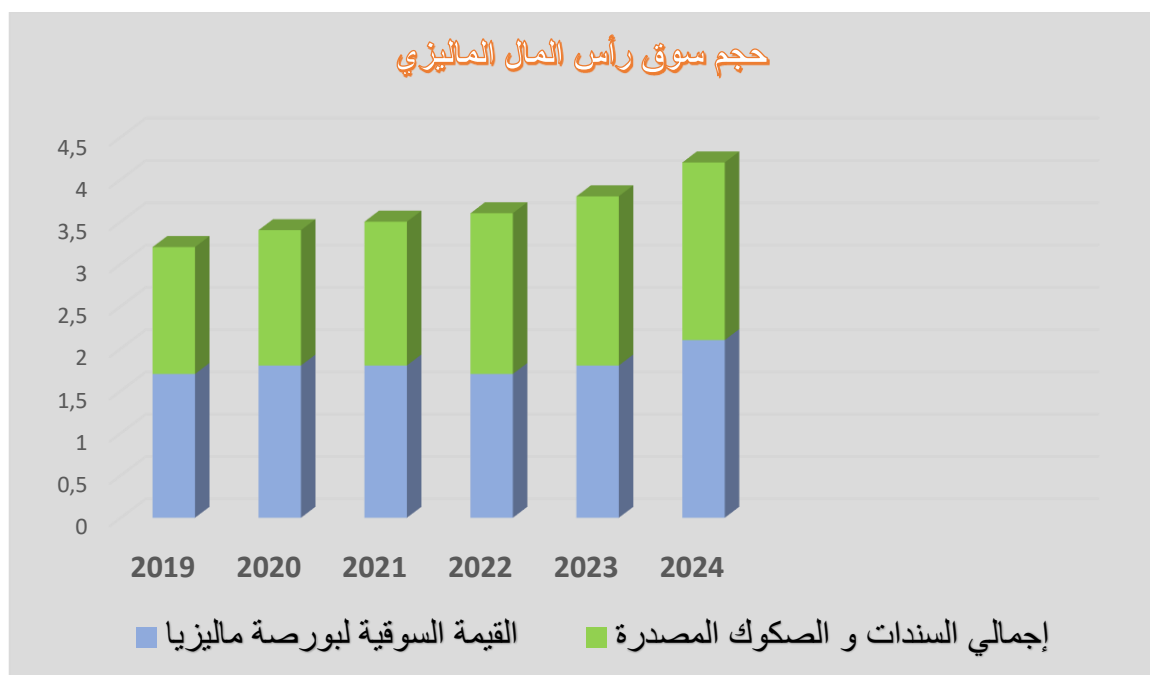
الوحدة: تريليون رينجيت ماليزي

2024	2023	2022	2021	2020	2019	
2.1	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	إجمالي السندات والصكوك المصدرة
2.1	1.8	1.7	1.8	1.8	1.7	القيمة السوقية لبورصة ماليزيا
4.2	3.8	3.6	3.5	3.4	3.2	المجموع

Source: Securities commission Malaysia annual report, 2024, p27.

للتوضيح أكثر نضع الشكل التالي:

الشكل (7.3): حجم سوق رأس المال الماليزي من 2019 إلى 2024



المصدر: من إعداد الطالب بناء على المعلومات الواردة في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والشكل أعلاه، نجد أن المسار التصاعدي لإجمالي السندات والصكوك الإسلامية المصدرة في ماليزيا من 1.5 تريليون رنغيت سنة 2019 إلى 2.1 تريليون رنغيت في 2024، إلى جانب تحسن القيمة السوقية لبورصة ماليزيا من 1.7 إلى 2.1 تريليون رنغيت، يعكس ديناميكية واضحة في نمو سوق رأس المال الماليزي. مما يؤكد نجاح ماليزيا في تبني نهج مزدوج يجمع بين الأدوات التقليدية والإسلامية، مع تعزيز بيئة تشريعية وتنظيمية جاذبة للاستثمار، ويعكس أيضا هذا النمو تنوع الأدوات المالية واستقرار الاقتصاد الكلي، بالإضافة إلى تنامي ثقة

الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

المستثمرين، خاصة في ظل توجه الدولة نحو ترسيخ التمويل الإسلامي كدعامة أساسية ضمن استراتيجيتها الوطنية من أجل تعزيز الشمول المالي.

ثالثاً) أقسام سوق رأس المال الماليزي:

ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام وهي: سوق الملكية، سوق السندات، سوق المشتقات كل الأوراق المالية يتم تداولها عبر المنصات التالية¹:

- **السوق الرئيسي MAIN MARKET** هو السوق الرئيسي للشركات الكبيرة ذات السجلات التشغيلية والأرباح القوية، مع حد أدنى للقيمة السوقية المطلوبة عند الإدراج يبلغ 500 مليون رينجيت ماليزي.
- **سوق ACE التسمية السابقة (MESDAQ)** هي سوق بديلة يحركها الرعاة ومصممة للشركات الأصغر حجماً التي تظهر إمكانات نمو قوية. ولا يُشترط حد أدنى من الأرباح أو السجل التشغيلي للإدراج في السوق.
- **سوق LEAP** عبارة عن منصة لجمع الأموال لما يُنظر إليه على أنه شركات صغيرة ومتوسطة الحجم لا تحصل على خدمات كافية، ولا تحتاج إلى إثبات أي سجل تشغيلي أو مالي. هذه السوق التي يحركها المستشارون متاحة فقط للمستثمرين المحنكين، أما أقسام سوق رأس المال الماليزي هي:

أ. **سوق الملكية:** إن كل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية Bursa Malaysia وتتميز بورصة ماليزيا بكونها من بين أكبر البورصات في رابطة دول جنوب شرق آسيا (ASEAN) حيث يوجد بها أكثر من 1,000 شركة مدرجة. والجدير بالذكر أن 811 (81.51%) من أصل 1,014 كياناً مدرجاً في البورصة المحلية كانت أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية كما في نهاية ديسمبر 2023. وشكلت هذه الكيانات 1.16 تريليون رينجيت ماليزي أو 64.32% من القيمة السوقية الإجمالية لبورصة ماليزيا كما في التاريخ نفسه، مسجلة زيادة بنسبة 3.25% مقارنة بنهاية عام 2022².

جدول (4.3): القيمة السوقية لمجموع إصدارات أدوات الملكية

الوحدة مليار رينجيت ماليزي

2024	2023	2022	2021	2020	
31,37	13,63	9,44	7,01	11,9	إجمالي القيمة السوقية

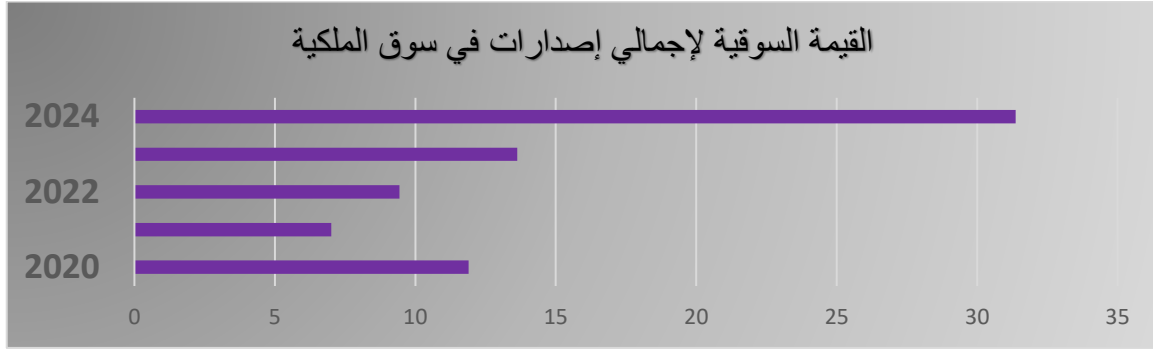
Source: Securities commission Malaysia annual report 2024, 2023, 2022, 2021, 2020.

ويمكن توضيح ذلك بالأشكال التالية:

¹ <https://www.capitalmarketsmalaysia.com/public-equities/>

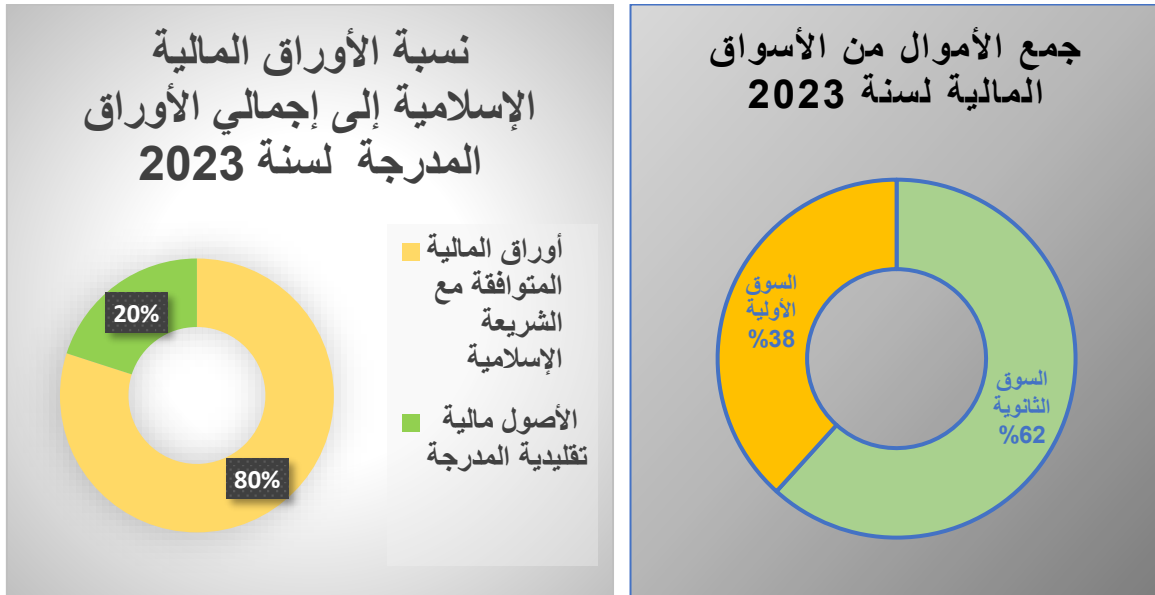
² المرجع نفسه.

الشكل (8.3): القيمة السوقية لمجموع إصدارات أدوات الملكية



المصدر: من اعداد الباحث استنادا إلى الجدول أعلاه.

الشكل (9.3): يوضح جمع الأموال من الأسواق المالية ل 2023 ونسبة الأوراق المالية الإسلامية إلى إجمالي الأوراق المدرجة.



المصدر: Capital markets malaysia CM²: بتاريخ: 22/04/2025

<https://www.capitalmarketsmalaysia.com/public-equities>

من حيث جمع الأموال، تم جمع ما مجموعه 9,4 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023. ومن هذا المبلغ، جاء 3,6 مليار رينجيت ماليزي من السوق الأولية، أي من خلال 32 طرْحًا عامًا أوليًا. انخفضت أنشطة جمع الأموال من السوق الثانوية إلى 5,8 مليار رينجيت ماليزي (2022: 22,6 مليار رينجيت ماليزي) وسط انخفاض أنشطة الشركات. على الرغم من الأداء المتباين في مختلف القطاعات، استمر إجمالي جمع التبرعات للاكتتابات العامة الأولية في الاتجاه الصعودي، مما جعل إجمالي الإصدارات يتماشى مع متوسط 10 سنوات البالغ 111,2 مليار رينجيت ماليزي سنويًا. وينقسم سوق الملكية الماليزي بدوره إلى:

❖ الأدوات المالية المتداولة في سوق الملكية الماليزي: وتتمثل في: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وسبق لنا شرح هاذين النوعين من الأوراق المالية ولا تختلف في مفهومها وطريقة التداول بها في سوق الماليزي عن بقية الأسواق

الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

العالمية، ووحدات الاستثمار في العقار **property trust units** هي وحدات الاستثمار في العقارات، وللتوضيح أكثر يمكن تلخيص المعلومات في الجدول والشكل التاليين:

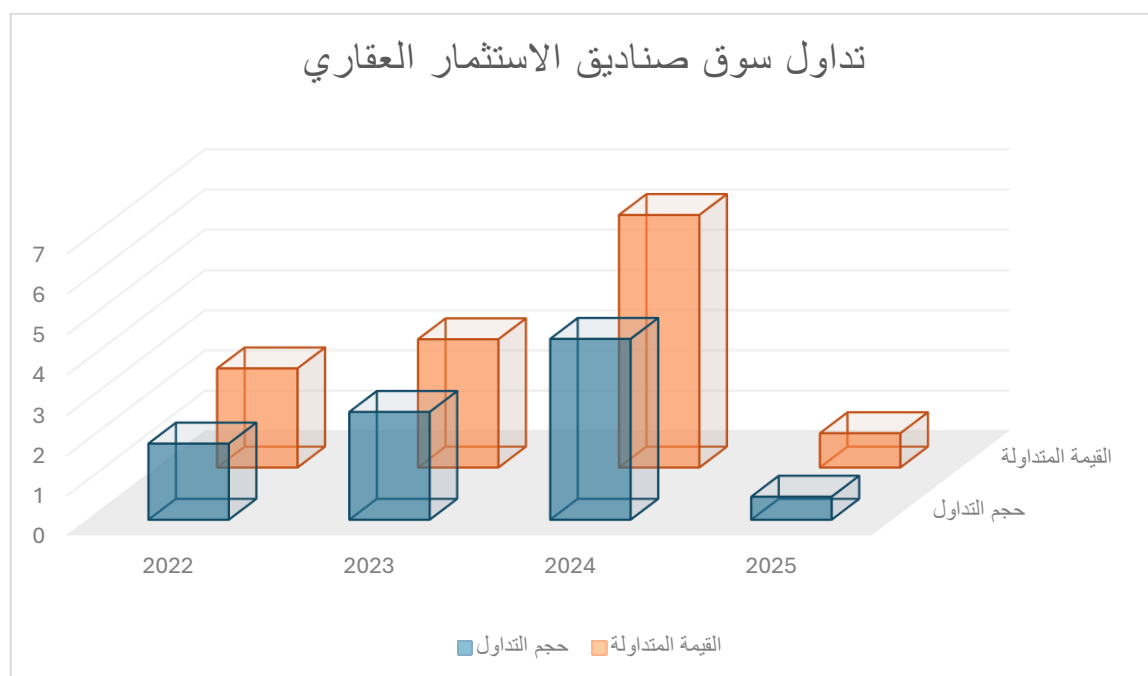
الجدول (5.3): حجم وقيمة التداول في سوق صناديق الاستثمار العقاري خلال الفترة 2022 و2025

الوحدة مليار رينجيت ماليزي

2025	2024	2023	2022	
0.572	4.494	2.679	1.893	الحجم المتداول
0.852	6.276	3.187	2.464	القيمة المتداولة

المصدر: المرجع نفسه.

الشكل (10.3): حجم وقيمة التداول في سوق صناديق الاستثمار العقاري 2022 و2025



المصدر: من اعداد الطالب من خلال الجدول أعلاه.

من خلال البيانات أعلاه نلاحظ أن سوق رأس المال الماليزي شهد نموا ملحوظا في الحجم والقيمة المتداولة بين 2022 و2024، تلاه تراجع كبير في 2025، مما يعكس تقلبا في نشاط السوق وهذا يعود إلى عوامل اقتصادية أو استثمارية مؤقتة، ومن بين أوراق المالية المتداولة في سوق الملكية مايلي:

- **شهادات الشراء من الأسهم الموجودة: Call warrants** إنها حق يسمح لصاحبها أو المستثمرين بشراء كمية من أسهم الشركة المعينة القائمة في البورصة في فترة محددة وبسعر معين مسبقا وليس التزاما، وعادة تصدر

هذه الشهادات من قبل الطرف الثالث الوسطة المالية على أساس الأسهم المتاحة، لذا هذه الشهادات لا يرفع رأس مال الشركة أو سيولة الأسهم فيها ولها مدة استحقاق سنتان على الأكثر¹.

– **Warrants Transferrable Subscription** الجديدة الأسهم من الشراء

Rights-TSR، وهي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقا ولها مدة استحقاق محددة بحدود عشر سنوات ومن أحد أغراضها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة، بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق²، وكل هذه الأوراق المالية يتم تداولها عبر المنصات التالية:³

• **اللوحة الرئيسية MAIN BOARD** قائمة أولى تسجل فيها الشركات التي تملك كل منها رأس مال لا يقل عن 60 مليون رينجيت ماليزي.

• **اللوحة الثانوية SECONDARY BOARD** قائمة ثانية تسجل فيها الشركات التي لا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجيت ماليزي.

• **البورصة الماليزية لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة THE MALAYSIAN EXCHANGE OF SECURITIES DEALING AND AUTOMATED QUOTATION BHD (MESDAQ)** وهي

عبارة عن إدراج أسهم الشركات المتعلقة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجية العالية، والتي لم تدرج في اللوحتين الرئيسيتين والثانوية شبيهة NASDAQ الأمريكية.

ب. **سوق السندات**: سوق السندات في ماليزيا يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا والسندات المتداولة في هذا السوق تشير إلى سندات التي تمثل قروضا طويلة الأجل بمدة استحقاق أكثر من سنة واحدة وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل⁴. ويمكن إصدار سندات الأفراد والصكوك وتداولها إما في بورصة ماليزيا Bursa Malaysia أو خارج البورصة OTC من خلال بنوك معينة، ويمكن توضيح اجمالي الإصدارات سندات الشركات والصكوك من 2019 إلى 2024 من خلال الجدول التالي:

¹ مسعودة نصبة، المرجع السابق، ص 38.

² المرجع نفسه.

³ جعفر سحاسورياني صفر الدين، المرجع السابق، ص 19، 20.

⁴ مسعودة نصبة، المرجع السابق، ص 40.

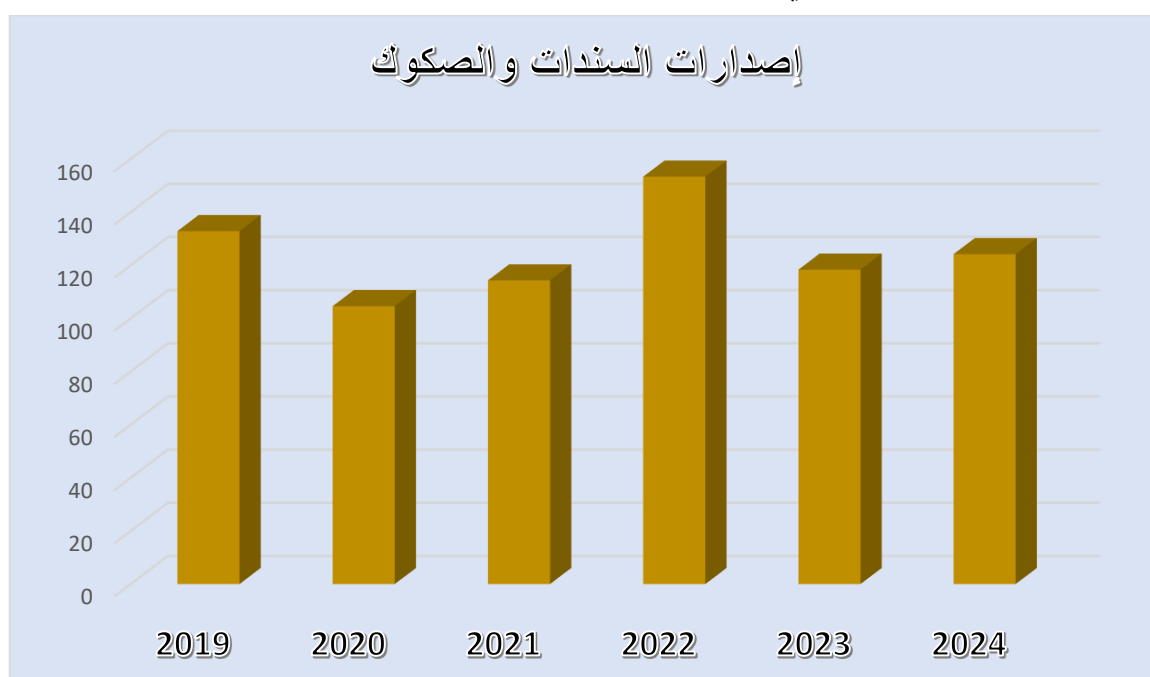
الجدول (6.3): إجمالي الإصدارات سندات الشركات والصكوك من 2019 إلى 2024

الوحدة مليار رينجيت ماليزي

2024	2023	2022	2021	2020	2019	
124,15	118,33	153,32	114,28	104,58	132,82	إجمالي الإصدارات

source : Securities commission Malaysia annual report,2019,2020,2021,2022,2023,2024.

الشكل (11.3): إجمالي الإصدارات سندات الشركات والصكوك من 2019 إلى 2024



المصدر: من اعداد الطالب استنادا إلى معطيات الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والشكل أعلاه تشير بيانات إجمالي الإصدارات في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة من 2019 إلى 2024 إلى تذبذب يعكس التفاعل الديناميكي بين الأوضاع الاقتصادية المحلية والتقلبات العالمية، فقد شهد سوق رأس المال تراجع في عام 2020، حيث انخفضت الإصدارات من 132.82 مليار إلى 104.58 مليار رينجيت، ويرجع ذلك لتداعيات جائحة كوفيد-19 وما تبعها من انكماش اقتصادي وتباطؤ في النشاط الاستثماري، لكن سرعان ما تعافى سوق رأس المال الماليزي، إذ ارتفعت الإصدارات تدريجياً إلى أن بلغت ذروتها في عام 2022 عند 153.32 مليار رينجيت، وفي العامين 2023 و2024، شهدت الإصدارات انخفاضاً نسبياً، وهو ما يمكن تفسيره بتوجهات حذرة في السياسات المالية والنقدية، إلى جانب إعادة تموضع المستثمرين في ظل بيئة

الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

اقتصادية أكثر حذراً، وهذا يعكس مدى مرونة سوق رأس المال الماليزي واستجابته الواعية لمتغيرات المشهد الاقتصادي الإقليمي والعالمي.

❖ الأدوات المالية المتداولة في سوق السندات الماليزي:

ينقسم سوق السندات الماليزية إلى قطاعين عام (السندات الحكومية) وخاص (سندات الشركات). السندات الحكومية تشمل:

- أوراق الدين الحكومية الماليزية (MGS) وتعتبر أوراق مالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل قرضاً تحصل عليه الحكومة من الأفراد أو الهيئات بهدف الإنفاق العام وفيها تتضاءل مخاطر التوقف عن السداد، وتصدر هذه السندات لتمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل ويمكن أن تصدر من خلال نظام المزاد العلني Auction System والاككتاب.
- إصدارات الاستثمار الحكومية الماليزية (MGII) هي أوراق مالية طويلة الأجل تصدرها حكومة ماليزيا وتستند إلى المبادئ الشريعة الإسلامية. وهي توفر نفس التدفقات النقدية الفعالة وطبيعة أدوات الدخل الثابت، وتعكس السندات الحكومية الماليزية التقليدية في العديد من جوانبها¹.
- أذونات الخزنة الماليزية (MTB) أوراق مالية قصيرة الأجل مخفضة تصدرتها حكومة ماليزيا لرأس المال العامل
- أذن الخزنة الإسلامية الماليزية (MITB) هي محاكاة لأذونات الخزنة التقليدية مع تطابقها لإحكام الشريعة الإسلامية.
- سندات الشركات (أو سندات الدين الخاصة) من القطاع الخاص. وتستفيد الشركات من سوق السندات للحصول على التمويل من خلال:
- سندات طويلة الأجل وسندات متوسطة الأجل (MTN) هي عبارة عن سندات دين تستحق عادةً - أي يتم سدادها - ما بين 5 إلى 10 سنوات، ولكن قد يكون الأجل أقل من سنة واحدة أو قد يصل إلى 100 سنة. ويمكن إصدارها على أساس قسيمة ثابتة أو عائمة².
- أوراق تجارية قصيرة الأجل (CP) هي شكل من أشكال السندات الأذنية غير المضمونة التي تدفع معدل فائدة ثابت. وعادةً ما تصدرها البنوك أو الشركات الكبيرة لتغطية المستحقات قصيرة الأجل والوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل، مثل تمويل مشروع جديد³.

¹ عن موقع: <https://www.capitalmarketsmalaysia.com/public-fixed-income/>، بتاريخ: 2025/5/10.

² عن موقع: <https://www.bnm.gov.my/financialmarkets/bondmarket#pt1>، بتاريخ: 2025/5/10.

الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

يعتبر النظام **System RENTAS** الذي تسجل فيه كافة الأمور المتعلقة بتعاملات السندات سواء كانت السندات تقليدية أم إسلامية لاسيما تسوية السندات والتداول بها تقع مسؤولية الإشراف والرقابة لسوق السندات الثانوية كاملة على البنك المركزي الماليزي (بنك نيغارا) أما فيما يخص الرقابة على السوق الأولية فتقع كاملة على عاتق هيئة الأوراق المالية الماليزية¹.

ت. سوق المشتقات المالية:

❖ الأدوات المالية المتداولة في سوق المشتقات الماليزي وتتكون من قسمين رئيسيين هما²:

➤ أولا عقود المستقبلات وتنقسم بدورها إلى:

✓ عقود مستقبلات الملكية وتتمثل في عقود المستقبلات المؤشر كوالالمبور المركب طرحت في ديسمبر 1995.

✓ عقود مستقبلات المالية: وتتكون من :

- عقود المستقبلات لمعدل الاقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر طرحت في ماي 2004.
- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات طرحت في سبتمبر 2003 .
- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في مارس 2002
- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات طرحت في سبتمبر 2003.

ت. الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي أصبح سوق رأس المال الماليزي القطاع الذي يشارك فيه العديد من المستثمرين وحجم الأموال المتداولة فيه كبير جدا وهذا السوق بحاجة إلى رقابة وإشراف من الجهات المحددة للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفاعلية، وبذلك اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية الهامة³، وتنقسم الجهات المشرفة على رقابة السوق المالي في ماليزيا إلى:

الجهة العليا لرقابة سوق رأس المال الماليزي والمتمثلة في هيئة الأوراق المالية SECURITIES COMMISSION التي أسست في 1 مارس من سنة 1993 وجهات فرعية للرقابة على السوق المالي ويمكن تلخيصها في الشكل الموالي:

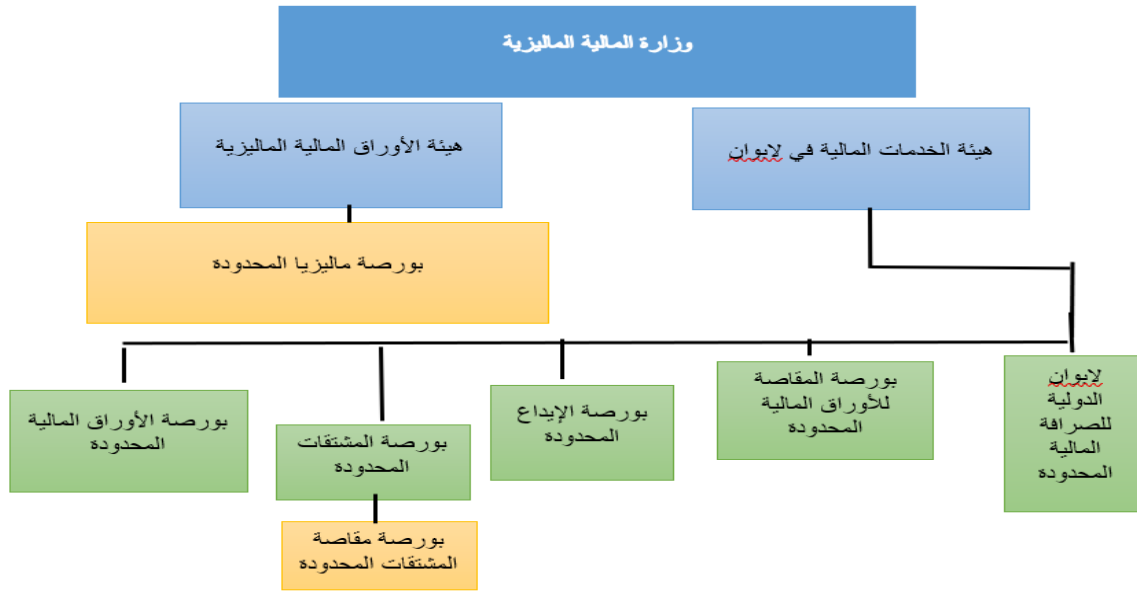
³ عن موقع: <https://www.investopedia.com/articles/investing/070313/introduction-commercial-paper> بتاريخ 2025/5/10.

¹ مسعودة نصبة، المرجع السابق، ص 41.

² المرجع نفسه، ص 44.

³ المرجع نفسه، ص 46.

الشكل (12.3): الهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا



المصدر: الموقع الإلكتروني لبورصة ماليزيا:

https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/our_organisation/regulatory_structure

3.1.3. وظائف سوق رأس المال الماليزي وأهم التحديات التي تواجهها:

أولاً وظائف سوق رأس المال الماليزي مما لا شك فيه أن مستوى المزدهر لنظام المالي والاقتصادي الماليزي الذي توصل إليه راجع إلى حد كبير للأهمية البالغة التي لعبها سوق رأس المال الماليزي كأحد أدوات تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيادي أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار في المشاريع التنموية في ماليزيا ويتحقق ذلك من خلال الوظائف التي يقوم بها السوق المالي:¹

- الوساطة أو المعبر التي يتم من خلاله تدفق الأموال بين الجهات التي تحقق فوائض بما فيها المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية وصندوق الحجاج والأفراد من جهة وبين الجهات التي تعاني من عجز على وجه الخصوص مثل قطاعات الصناعة والزراعة والسياحة والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.
- تجميع رؤوس الأموال لتمويل المشاريع التنموية الاجتماعية والاقتصادية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة.
- تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا بتوفير خدمة الوسيط لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال بهدف استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، وتطور الملكية للشركات ذاتها
- تجميع الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل يساعد السوق في عمليات التطور الاقتصادي الماليزي.

¹ جعفر سحاسورياني صفر الدين، المرجع السابق، ص 16.

- أداة لقياس مستوى النمو والتقدم للاقتصاد الماليزي من تغير في الأسعار للأصول المالية المتداولة وحجم التعاملات في سوق الأوراق المالية يومياً إلى تدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.
- يساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتعبئة الموارد المالية المعطلة واستخدامها بالطريقة المثلى.
- درجة المخاطرة عالية وسيولة أقل مقارنة بالأسواق النقدية الأمر الذي يتحمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة.
- توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الاجل مما يزيد من سرعة تداولها.

ثانياً) التحديات التي تواجهها سوق رأس المال الماليزي: بالرغم من الآثار الإيجابية التي حققها سوق رأس المال في جعل ماليزيا من البلدان البارزة اقتصادياً في منطقة بلدان جنوب شرق آسيا إلا أنه لا يزال هناك صعوبات الواجب تخطيها كباقي اقتصاديات في العالم للبقاء على وتيرة التطور بل ومن الممكن تسريع هذه التوتيرة للالتحاق بركب الاقتصاديات المتطورة ومن بين هذه العواقب نلخصها في الجدول التالي:

الجدول (7.3): التحديات التي تواجهها سوق رأس المال الماليزي

تطورات الاقتصاد الكلي وتحديات السياسات	
انخفاض التضخم في أسعار المستهلكين الرئيسية والأساسية إلى أقل من 2% وهو المتوسط خلال العقد الماضي.	الإبقاء على الموقف الحالي للسياسة النقدية على المدى القصير وتعديل معدلات حسب الاقتضاء.
ينص قانون المالية العامة والمسؤولية المالية العامة لعام 2023 على انخفاض العجز الرئيسي من 5% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2023 إلى 3% بحلول عام 2028	تسريع وتيرة ضبط أوضاع المالية العامة للحد من تعرض ماليزيا للصدمة الاقتصادية وضغوط الإنفاق
في حين انخفاض عجز الحكومة المركزية في عام 2023 ارتفع عجز القطاع العام الموحد والذي يشمل الحكومة العامة والشركات العامة غير المالية.	توسيع نطاق الإطار المالي ليشمل القطاع العام الموحد والالتزامات الطارئة.
تبلغ الإيرادات الضريبية 12% فقط من الناتج المحلي الإجمالي. أطلقت ضريبة السلع والخدمات (GST)، وهي ضريبة القيمة المضافة، في عام 2015 ولكنها ألغيت في عام 2018	إعادة فرض ضريبة السلع والخدمات بنسبة منخفضة مع تعويض الأسر ذات الدخل المنخفض بتحويلات مستهدفة.
يدفع 15% فقط من القوى العاملة ضرائب الدخل الشخصي. ومقارنة بنظيراتها في المنطقة فإن المعدل الهامشي الأعلى أقل ويبدأ من النسب المئوية للدخل الأعلى وعدد الشرائح الضريبية مرتفع	توسيع القاعدة الضريبية لضرائب الدخل الشخصي، وتخفيض العتبات من التي تطبق عليها معدلات ضريبية أعلى.
سيكون وجود إدارة ضريبية قوية أمراً أساسياً لزيادة الإيرادات الضريبية الإضافية.	زيادة تحسين إدارة الضرائب وإنفاذها
تعزيز الحوكمة ومكافحة الفساد	
تقلل التعيينات السياسية في المؤسسات المملوكة للدولة من جودة الإدارة وتثير مخاوف بشأن النزاهة.	اشتراط الإفصاح المنهجي عن الأصول بالنسبة للأعضاء رفيعي المستوى في السلطة التنفيذية والمشرعين.
وغالباً ما تلعب حماية المبلغين عن المخالفات دوراً رئيسياً في الكشف عن قضايا الفساد البارزة.	التأكد من أن التعيينات في الشركات المملوكة للدولة تستند إلى الجدارة من خلال وضع حد أدنى من متطلبات التأهيل وفترات التهذنة الإلزامية للمسؤولين السابقين.
نحو نمو أكثر شمولية	
فالإنفاق الاجتماعي ضئيل ومجزأ ويفتقر إلى الاستهداف في حين أن الإعانات الشاملة	توحيد برامج الحماية الاجتماعية المجزأة وتحسين استهدافها مع إلغاء التدريجي للإعانات.
غير فعالة في الحد من أوجه عدم المساواة. ونتيجة لذلك، ليس لسياسات الاجتماعية سوى آثار ضئيلة على أوجه عدم المساواة.	زيادة الإنفاق الاجتماعي بمجرد تعبئة إيرادات إضافية.
تعمل نسبة كبيرة من القوى العاملة في وظائف غير رسمية ولا تحصل على استحقاقات التأمين الاجتماعي بما في ذلك معاشات الشيخوخة.	إعفاء العمال ذوي الأجور المنخفضة من الاشتراكات الإلزامية في نظام المعاشات التقاعدية القائم على الاشتراكات بعد توسيع نطاق معاشات الشيخوخة غير القائمة على الاشتراكات لمنع فقر الشيخوخة
تعتبر التكاليف المرتفعة ومحدودية توافر خدمات رعاية الأطفال من العقبات المهمة التي تحول دون زيادة مشاركة المرأة في القوى العاملة.	تحسين إمكانية الحصول على رعاية الأطفال بأسعار معقولة من خلال توسيع مرافق رعاية الأطفال العامة وتعزيز الدعم العام لتكاليف رعاية الأطفال وتوسيع نطاق خطط الحوافز لمرافق رعاية الأطفال التي يوفرها أصحاب العمل.

مواجهة التحديات المناخية	تفتقر ماليزيا إلى استراتيجية طويلة الأجل بشأن كيفية تحقيق أهداف التخفيف.
وضع استراتيجية تنمية منخفضة الانبعاثات على المدى الطويل.	يمكن لتسعير الكربون أن يقلل من انبعاثات غازات الاحتباس الحراري بكفاءة ولكنه قد يقلل من القوة الشرائية الحقيقية للأسر ذات الدخل المنخفض.
الإلغاء التدريجي لإعانات الوقود وإدخال تسعير الكربون من خلال ضريبة الكربون أو خطة لتداول الانبعاثات، وحماية الأسر الضعيفة من خلال التحويلات المستهدفة	إن انبعاثات غازات الاحتباس الحراري الناتجة عن الطاقة ناتجة جزئياً عن الاعتماد القوي على طاقة الوقود الأحفوري
زيادة تشجيع التوسع في مصادر الطاقة المتجددة. تبسيط إجراءات الترخيص والتوسع في استخدام المزايدات.	تتطلب مخاطر المناخ تعزيز المرونة المالية وتقاسم المخاطر بين أصحاب المصلحة، بما في ذلك من خلال آليات التأمين
وضع استراتيجية لتمويل مخاطر الكوارث والتأمين ضدها وتهيئة ظروف إطار عمل مستقرة للتأمين ضد الفيضانات	جعل المشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة محركاً للنمو
تبسيط وتوحيد برامج المشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة للحد من الازدواجية وزيادة الكفاءة والحد من الارتباك بين المستفيدين.	تدير حوالي 80 وزارة ووكالة حكومية مركزية حوالي 275 برنامجاً من برامج المشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة ومتناهية الصغر مما يؤدي إلى تداخل كبير.
تهيئة ظروف إطار عمل محايدة للشركات وملانمة للنمو تمكن من إنشاء وتوسيع الشركات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة.	يمكن للظروف الإطارية المواتية للنمو أن تساعد الشركات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة على التوسع
زيادة وصول الفئات السكانية الضعيفة والريفية إلى الخدمات الرقمية. تضيق الفجوة الرقمية.	تواجه الشركات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة العاملة في المناطق الريفية وفي شرق ماليزيا عدم كفاية البنية التحتية الرقمية والاتصال الرقمي
عزيز الاستثمار في الشركات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة من خلال التمويل الجماعي للأسهم والتمويل من نظير إلى نظير ، وحشد المزيد من صناديق رأس المال الاستثماري الخاص من خلال تحسين الحوافز الضريبية والإطار القانوني والتنظيمي.	وتعتمد الشركات الناشئة الناشئة في الغالب على مصادر التمويل الداخلي، نظراً لصعوبة الحصول على قروض مصرفية أو استثمارات في الأسهم وأسواق رأس المال الاستثماري صغيرة ويوفر القطاع العام معظم تمويل رأس المال الاستثماري.
تعزيز الاستثمار في المشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة من خلال قنوات جديدة، مثل التمويل الجماعي والتمويل من نظير إلى نظير.	وتعتمد الشركات الناشئة الناشئة في المقام الأول على مصادر التمويل الداخلية نظراً لصعوبة الحصول على قروض مصرفية أو استثمارات في الأسهم.
تقليل المتطلبات التنظيمية على متاجر البيع بالتجزئة، بما في ذلك السقوف السعرية المحددة على السلع الأساسية.	إنتاجية العمالة في قطاعات البيع بالتجزئة والأغذية والمشروبات منخفضة لوائح دخول قطاع التجزئة صارمة وتخضع للعديد من التصاريح.
إعادة تقييم تكاليف وفوائد الشركات المملوكة للدولة في القطاعات التي يعمل فيها القطاع الخاص بكفاءة وإيجاد مجال أكثر تكافؤاً للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم من خلال تحسين حوكمة الشركات المملوكة للدولة.	ثمانية من الشركات العشر المدرجة ذات القيمة السوقية الأعلى هي شركات مملوكة للدولة وتشكل الشركات المملوكة للدولة مجتمعة 42% من القيمة السوقية للأسهم ولديها 68000 شركة تابعة.

Source: OECD Economic Surveys, Malaysia 2024, P 16

2.3. سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والرقابة الشرعية عليه:

شهد نمو السوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا أبعاد دولية مكنه من أن يصبح النموذج الأمثل للاقتصاد

الإسلامي المتطور محلياً ودولياً.

1.2.3. الإطار المفاهيمي لسوق رأس المال الاسلامي الماليزي:

أولاً التطور التاريخي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا: يمكن توضيح التطور التاريخي من خلال الجدول

التالي:

الجدول (8.3): التطور التاريخي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

السنة	التطور التاريخي
1963	إنشاء مجلس الحجاج الماليزيين صندوق (تابونج حجي) وهو صيغة الهدف منها ادخار المال لمساعدتهم وتمكينهم من تحمل مصاريف الحج.
1983	بعد نجاح نموذج صندوق الحج بدأ التوجه الى سن قوانين وتشريعات لتأسيس بنوك إسلامية وهذا بتأسيس هيئة مختصة مكونة من خبراء ماليين ومصرفيين وفي نفس السنة تم إنشاء بنك "إسلام" وهو أول بنك إسلامي في ماليزيا ويخضع لمبادئ الشريعة الإسلامية.
1984	سن قانون التكافل
1999	تم إنشاء ثاني بنك إسلامي في ماليزيا وهو بنك معاملات ماليزيا لتسريع عملية التقدم في الصناعة المصرفية في ماليزيا.
2001	تأسيس معهد الخدمات المالية والمصرفية الإسلامية في ماليزيا ووضع مخطط الرئيسي تحت تسمية استقرار القطاع المالي 2001-2010
2005	تأسيس المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي تحت رعاية ورقابة البنك المركزي الماليزي حيث تم الاشراف على تدريب أكثر من 2000 طالب بالإضافة إلى المسؤولين التنفيذيين في القطاع المالي من 78 دولة مختلفة.
2006	إطلاق برنامج يهدف إلى جعل ماليزيا قطبا ومركزا إسلاميا دوليا.
2011	وضع مخطط ثنائي طويل المدى للنظام المالي سمي بمخطط القطاع المالي 2011-2020 وهو خطة استراتيجية الهدف منها ترسيم الاتجاه المستقبلي للنظام المالي والانتقال به الى العالمية بدءا بالتمويل الإسلامي الدولي.
2013	اعتماد قانون الخدمات المالية الإسلامية وهو قانون يهدف إلى تعزيز الإطار التنظيمي والرقابي للصناعة المالية الإسلامية.
2014	بلغ عدد البنوك الإسلامية في ماليزيا 11 بنكا ذات ملكية محلية و6 بنوك ذات ملكية أجنبية.

Source : Revue Algérienne de Finance Islamique Vol. 02, N° : 01 (2024) pp 37, 38.

ثانيا) مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وخصائصه:

أ. تعريف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

هي السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة مثل الربا والميسر والغرر تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا يعزز وينشر الثقة بين السوق والمستثمرين¹.

¹ مسعودة نصبة، المرجع السابق، ص ص 55، 56.

ب. خصائص سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يستمر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في الحصول على حصة أكبر من إجمالي سوق رأس المال في ماليزيا وذلك راجع إلى الأهمية التي يكتسبها السوق على نظيره التقليدي في تلبية الطلبات المتزايدة لجمهور المسلمين الماليزيين وإقبالهم على الأدوات المالية الإسلامية. ويمكن عرض أهم الخصائص التي تميزه كالآتي:

- الاشراف والرقابة الشرعية من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية للتأكد من مطابقة الأنشطة لأحكام الشريعة الإسلامية دون التدخل المباشر في أعمال السوق لتأثير على قوى العرض والطلب حيث يتم الحصول على المعلومات فقط من الإدارة المختصة بهدف تحليل ودراسة أنشطة السوق لمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى الشرعية.
- خلو العمليات والخدمات المقدمة من أي محظور شرعي: الفائدة الربوية من كل عملياته أخذًا أو عطاءً في تداول الأوراق المالية كذلك عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر والميسر حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح.
- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية: يقوم سوق رأس المال الإسلامي بعملية محاكاة بعض الأدوات المالية التقليدية ودراسة كيفية تعاملها ثم نزع كل الشوائب المتعلقة بالمعاملات المحظورة شرعا مثل الأسهم العادية وعقود المشتقات وتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا.
- تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة عن اصدار القوانين والتشريعات المعمول بها في السوق¹.

ثالثا) وظائف وتطورات سوق رأس المال الاسلامي الماليزي:

أ. وظائف سوق رأس المال الاسلامي الماليزي: يقوم سوق رأس المال الإسلامي بعدة وظائف يعطيها أهمية كبيرة نذكر أهمها:

- المساهمة في دفع بعجلة التنمية الاقتصادية في القطاعين العام والخاص وهذا من خلال تعبئة الأموال لأصحاب الأموال الفائضة وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة.
- جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا وأدى ذلك إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا وارتقائه نحو الأفضل.
- أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية هي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي بطرحها للأهداف المسطرة في الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي والترويج للأدوات المالية

¹ جعفر سحاسورياني صفر الدين، المرجع السابق، ص 42 - 44.

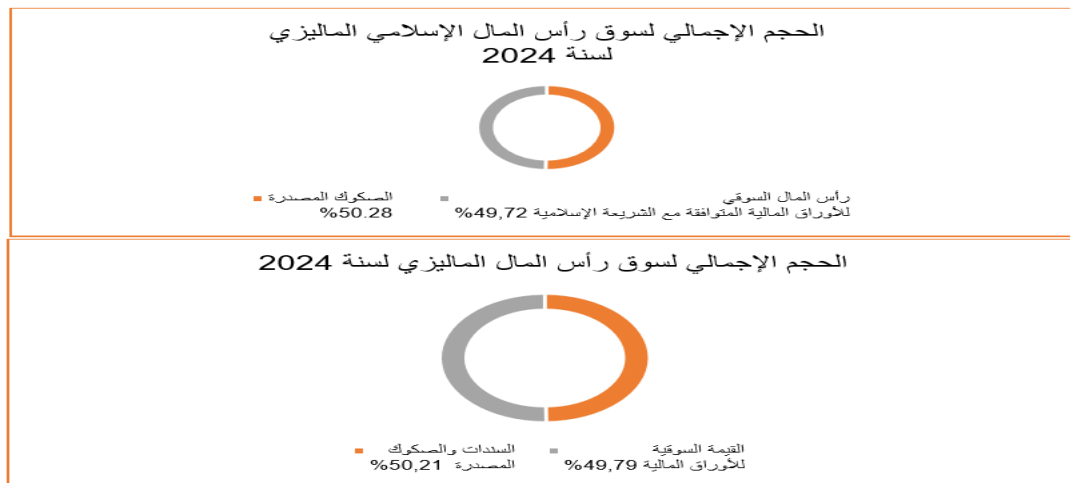
الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

الإسلامية المتداولة في السوق المحلية والعالمية مما يسمح بدوره بجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.

- تلبية حاجات المستثمرين المسلمين الذين يريدون تجنب المعاملات المحرمة شرعا وحماية حقوقهم من خلال اعداد القوانين والتشريعات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية مما يعزز من ثقتهم بهذه السوق.
- تلبية حاجات الجهات المصدرة للأدوات المالية القابلة للتداول شرعا وهذا من شأنه زيادة الثقة الذي يدفع بها الى الإصدار المزيد من الأوراق المالية في السوق.¹

ب. تطورات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي لسنة 2024: حافظ سوق رأس المال الاسلامي على مساهمته الكبيرة حيث يمثل 63,04% من إجمالي سوق رأس المال حيث توسع سوق رأس المال الاسلامي بنمو ايجابي بنسبة 8.5% على أساس سنوي حيث ارتفعت من 2.426,77 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023 إلى 2.634,13 مليار رينجيت ماليزي في نهاية عام 2024. ويتألف السوق المالي الاسلامي من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بإجمالي قيمة سوقية تبلغ 1.309,79 مليار رينجيت ماليزي، وصكوك بإجمالي مبلغ مستحق قدره 1.324,34 مليار رينجيت ماليزي، ومما سبق يمكن التوضيح أكثر من خلال الشكل التالي:

الشكل (13.3): الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي ل 2024



source: Securities commission Malaysia, annual report, 2024, p233

كما لدينا الاحصائيات التالية حول تطور حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

¹ مسعودة نصبة، المرجع السابق، ص ص 67، 68.

الجدول (9.3): تطورات حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال 2020 و2024

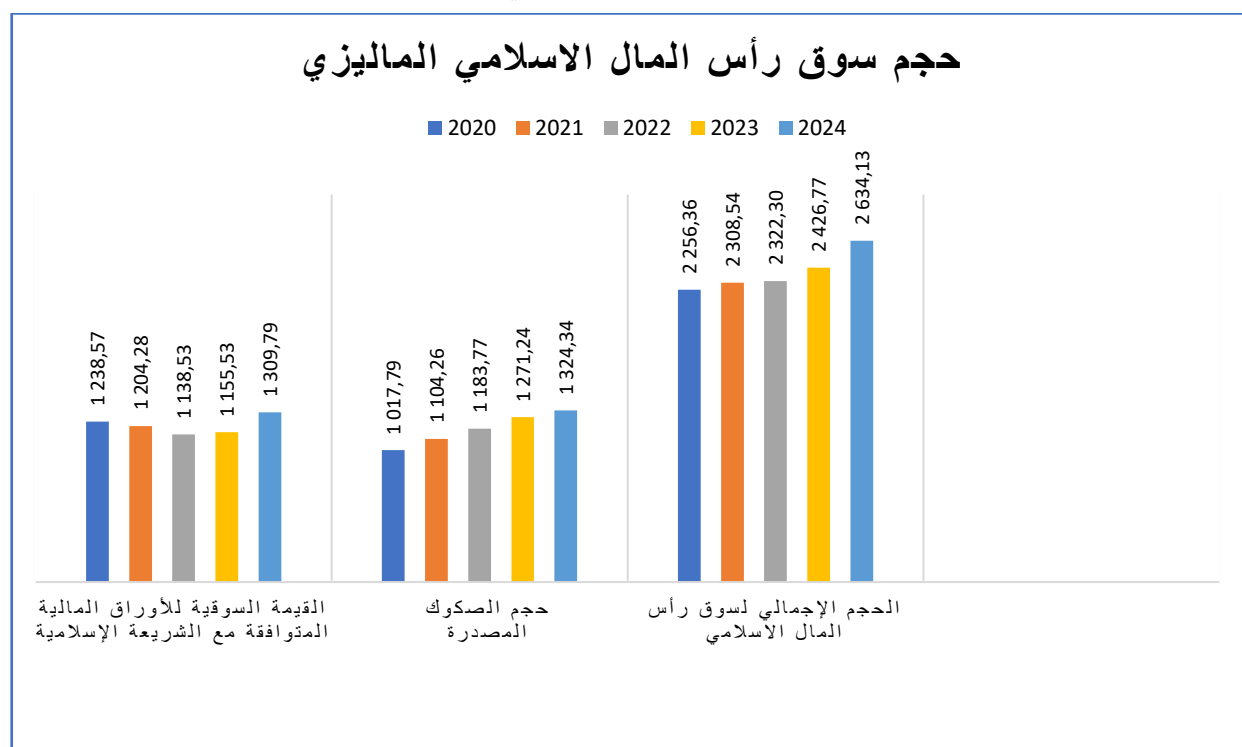
الوحدة مليار رينجيت ماليزي

2024	2023	2022	2021	2020	القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
1 309,79	1 155,53	1 138,53	1 204,28	1 238,57	
1 324,34	1 271,24	1 183,77	1 104,26	1 017,79	حجم الصكوك المصدرة
2 634,13	2 426,77	2 322,30	2 308,54	2 256,36	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي

Source: Securities commission Malaysia, annual report, 2020 (p163), 2021(p147), 2022(p172), 2023(p226), 2024(p233)

كما يمكن تحويل المعلومات الواردة في الجدول إلى الشكل التالي:

الشكل (14.3): تطورات حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال 2020 و2024



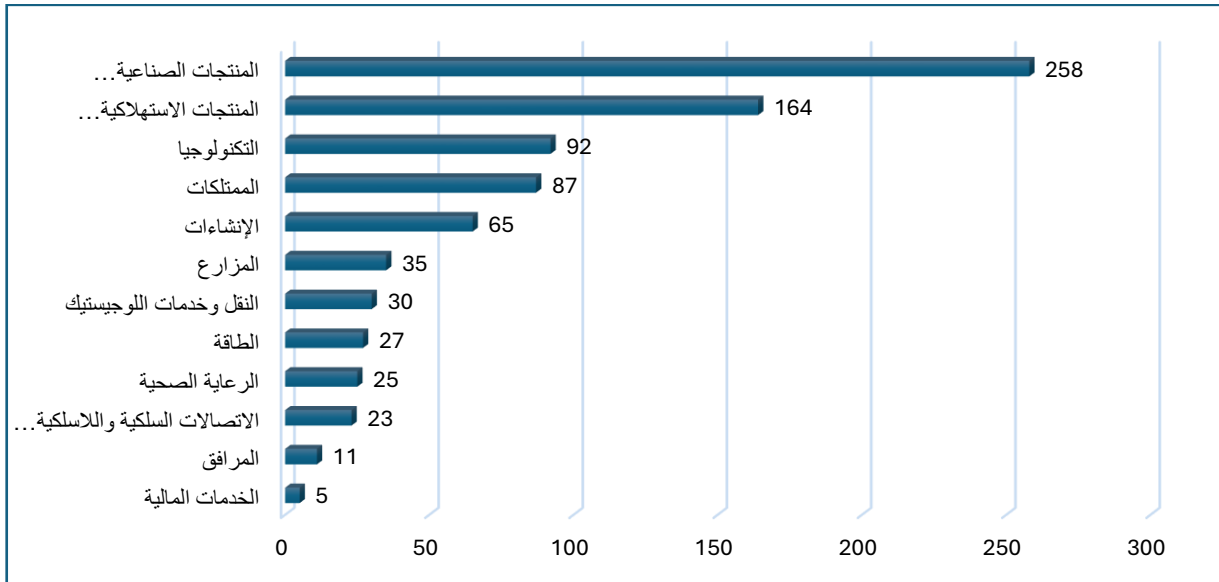
المصدر من إعداد الطالب بناء على المعلومات الواردة في الجدول أعلاه

اعتباراً من نهاية عام 2024 ارتفع عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من 811 إلى 822 وهو ما يمثل 79,11% من إجمالي 1039 ورقة مالية مدرجة في بورصة ماليزيا. سجلت القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية زيادة إلى 71,11% مقارنة بنهاية عام 2023 لتبلغ 1.309,79 مليار رينجيت ماليزي أو 96,62% من إجمالي القيمة السوقية بحلول ديسمبر 2024.

الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

ويمكن توضيح الشكل التالي الذي يبين التوزيع حسب القطاعات للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية 2024.

الشكل (15.3): التوزيع حسب القطاعات للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية 2024.



Source: Securities commission Malaysia, annual report, 2024, p234

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن التوزيع حسب القطاعات للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية 2024 قد حظي بها قطاع المنتجات الصناعية والاستهلاكية، كما نجد التكنولوجيا في المرتبة الثالثة، وتمت ملاحظة أيضا أن الخدمات المالية كانت في آخر الترتيب.

2.2.3. الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الاسلامي الماليزي:

هناك باقة متنوعة من الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال الاسلامي الماليزي تشبه إلى حد ما تلك المتداولة في سوق رأس المال التقليدي، لكن بما أننا نتناول في مبحثنا الثاني سوق رأس المال الإسلامي وجب علينا ذكر تلك الأدوات المالية المتداولة من المنظور الشرعي الإسلامي والتي تعتبر الركيزة التي يمكن لنا أن نرى بوضوح تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي مقارنة بسوق رأس المال التقليدي.

أولاً) الأسهم المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي:

وتشمل الأسهم العادية المدرجة في القائمة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا المتوافقة مع أحكام الشريعة، بحيث أن هيئة الأوراق المالية الماليزية تعتبر المشرف على عملية الفحص والمراقبة بشكل دوري مرتين سنويا ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها.

تقدم بورصة ماليزيا باعتبارها بورصة متكاملة مجموعة جيدة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. ويحدد تطوير منهجية فحص الأوراق المالية من قبل المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية مدى توافق الأوراق المالية المدرجة والمتداولة في بورصة ماليزيا مع الشريعة الإسلامية¹، ونذكر بعض الأنواع التالية :

أ. شهادات الشراء من الأسهم الموجودة **call warrants**

وهي أداة لتحفيز المستثمرين للاستثمار في الأسهم العادية وهي عبارة عن شهادة تعطي لصاحبها الحق وليس الالتزام في شراء عدد معين من الأسهم العادية الموجودة في سوق رأس المال الماليزي أو عدم شرائه في فترة زمنية معينة وبسعر معين القابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور إسلامي بشرط أن تكون الأسهم الأصلية هي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة وأن هذه الشهادات موجودة في وقت العقد لأنها تستند إلى الأسهم العادية القائمة والمتداولة في سوق رأس المال الماليزي.²

ب. شهادات الشراء من الأسهم الجديدة :

وهي شهادة يقوم المستثمر بشرائها تحول له حق الشراء لعدد محدد من أسهم جديدة للشركة في تاريخ لاحق ولا تلزمه بذلك تصدر من الشركة بسعر محدد مسبقا بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية فيما يسمى بسعر التنفيذ في فترة معينة وتعرف بشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لأنها قابلة للتحويل إلى الأسهم العادية تكون قابلة للتداول في السوق الماليزي من منظور شرعي وتقوم خصائصها على أساس النظرة الإسلامية.³

ثانيا) صناديق الاستثمار الإسلامية:

لقد بدأت الصناديق الإسلامية المحلية في ماليزيا التواجد منذ انطلاق أول صندوق إسلامي سنة 1993 تحت اسم الاتكال تابونغ العربي الماليزي الذي تديره شركة برهاد للائتمان العربية الماليزية، ومنذ ذلك الوقت عرف القسم الإسلامي من شركات الائتمان نموا هائلا وصارت هذه الصناديق شيئا فشيئا قبلة المستثمرين للمشاركة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وفي سنة 2002، وقدمت هيئة الأوراق المالية الماليزية التعليمات واجراءات على صناديق الاستثمار لتوجيه المستثمرين قبل الاستثمار فيها. ويمكن عرض أهم التطورات لصناديق الاستثمار فيما يلي:

¹ عن موقع:

https://www.bursamalaysia.com/trade/our_products_services/islamic_market/bursa_malaysia_i/shariah_compliant_stocks

² مسعودة نصبة، ص ص 104 – 106.

³ المرجع نفسه، ص ص 107، 109.

الجدول (10.3): تطور الأصول المدارة من الصناديق الاستثمار الإسلامية

2024	2023	2022	2021	2020	
246,09	226,14	205,80	224,8	216,8	الأصول الإسلامية المدارة
1069,07	975,48	906,46	951,05	905,46	إجمالي صناعة إدارة الصناديق
23,02%	23,18%	22,71%	23,64%	23,94%	النسبة المئوية للأصول المدارة الإسلامية إلى إجمالي صناعة إدارة الصناديق

Source: Securities commission Malaysia ,annual report ,2020, 2021 ,2022, 2023 ,2024.

نلاحظ نمو مستمر في قطاع صناعة إدارة الصناديق الإسلامية وكذا تطور قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية 2020 و 2024.

ثالثاً) أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي:

يتم التعامل بأنواع عديدة من الصكوك الإسلامية في ماليزيا، ويتداول في سوق رأس المال الماليزي مجموعة من الصكوك من أهمها صكوك المراجعة، بيع بالثمن الآجل وصكوك المضاربة والمشاركة.

أ. صكوك البيع بثلثين آجل/ المراجعة حسب التجربة الماليزية:

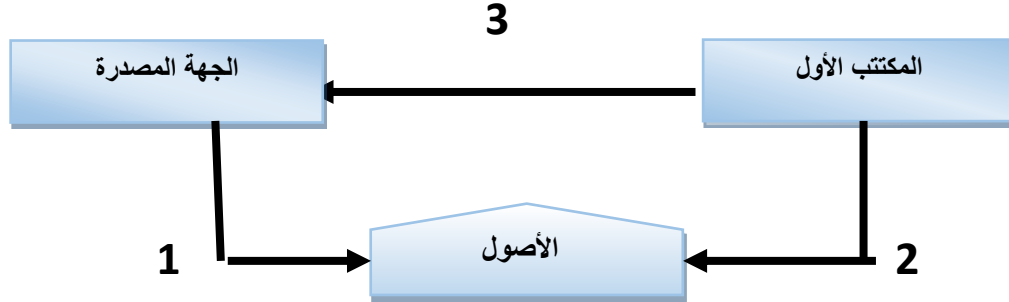
هي صكوك البيع بثلثين آجل/ المراجعة من الناحية التطبيقية في ماليزيا بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها مبني على أساس عقد البيع بالثلثين الآجل/ المراجعة وفي هذا التعريف نجد أن بنية هذه الصكوك قائمة على أساس أنها أدوات دين لبيع بثلثين آجل/ المراجعة¹، ولكن نجد اختلافا تاما عن التعريف الصادر عن هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية عن صكوك المراجعة، بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك وهذه الوثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها كتكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وقبضها وتخزينها²،

¹ بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، رسالة ماجستير، تخصص: نقود وتمويل، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008، ص190.

² بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص ص94، 95.

ويكتب فيها البائعون لبضاعة المراجعة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المراجعة¹، ويمكن تلخيص خطوات إصدار صكوك البيع بضمن آجل في ماليزيا بالشكل التالي:

الشكل رقم (16.3): آلية إصدار صكوك البيع بضمن آجل/ المراجعة في ماليزيا



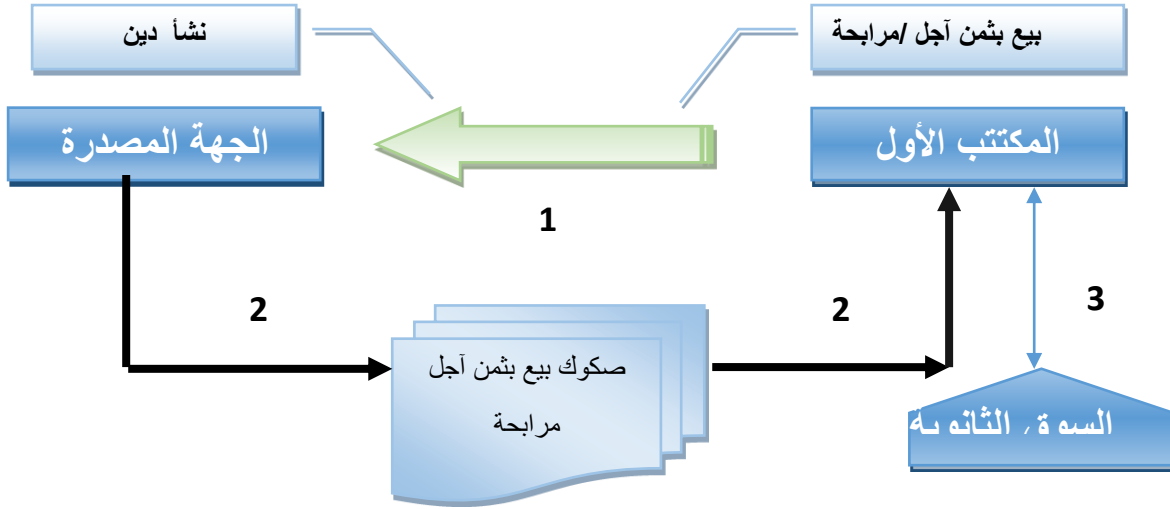
المصدر: سحاسورياني صفر الدين جعفر، المرجع سابق، ص 94.

وتتم هذه الآلية وفق الخطوات التالية:

- تعين الجهة المصدرة للأصول التي ستحزها من قبل جهة المكتب الأول.
- تقوم جهة المكتب الأول بشراء تلك الأصول بقيمة معينة ولتكن 200 مليون رينجنت ماليزي نقداً.
- تبيعها مرة ثانية إلى الجهة المصدرة (الصاحب الأصول الأول) بضمن أعلى من الثمن الأول أقساطاً مؤجلة وليكن بقيمة 224 مليون رينجنت ماليزي مثلاً على أساس البيع بالثمن الآجل أو المراجعة.
- أما عملية التصكيك فتعتبر الخطوة الثانية في إصدار هذه الصكوك في التجربة الماليزية وتتم وفق الخطوات التالية:
- بعد إعادة الأصول من جهة المكتب الأول إلى الجهة المصدرة بضمن مؤجل أعلى من الثمن الحالي وهذا البيع قائم على البيع بضمن آجل أو المراجعة.
- تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المراجعة بهذه القيمة باعتبارها إثبات دين لها لدى جهة المكتب الأول، ثم يقوم بعد ذلك المكتب الأول ببيعها في السوق الثانوية وتتداول هناك.
- ويمكن شرحها وفق الشكل التوضيحي التالي:

¹: حسان حسين حامد، صكوك الاستثمار، ورقة بحثية مقدمة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية، 200، المنامة، البحرين، ص 7.

الشكل (17.3): عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بضمن أجل / مرابحة في ماليزيا



Source :Ahmad Ibrahim, applied shari'ah in financial transactions p 12

<http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial->

وفي هذا الصدد لابد من توضيح وجه الاختلاف الوحيد بين صكوك البيع بضمن أجل وصكوك المربحة، إذ يختلفان أساساً من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فإن إصدار صكوك البيع بالضمن الآجل للاستثمارات التي يكون الآجل فيها طويلاً تبدأ مدتها من خمس سنوات فما فوق، أما إصدار صكوك المربحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الآجل وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً، مع العلم أن كلا من صكوك البيع بضمن أجل وصكوك المربحة لا يجوز تداولهما في السوق الثانوية لأن بيع الدين لا يجيزه الفقهاء، ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجيز تداول صكوك المربحة ولكن ضمن وعاء غالبته من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة مثلاً¹، وفي ماليزيا جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية في إجتماعها بتاريخ 29 جانفي 1997 واللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقتضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لا سيما في إصدار صكوك البيع بضمن لأجل و المربحة، ومن بين الحجج التي قدمت في هذا الإطار مايلي²:

- يجوز بيع الدين بضمن حال لأنه لم يوجد نص على حرمة هذا البيع إلا الحديث المتعلق ببيع الكالي³.

- الاعتماد على ما جاء في نص الآية القرآنية (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا)، الآية: 275، سورة البقرة.

- اللجوء إلى هذا النوع من النوع من البيع في سوق رأس المال الماليزي، وهذا من أجل رفع الضرر الأكبر وهو الربا المحرم شرعاً، وعليه فإن هذا البيع أفضل من عمل عناصر أخرى محرمة شرعاً.

¹ هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التمويل في ظل الوضع المالية والمصرفية، المجلد: 21، العدد الأول، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2013، ص50.

² بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص194.

³ سحاسورياني صفر الدين جعفر، المرجع سابق، ص.110

ب. صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية:

تعريفها فيه ماليزيا: الوثائق أو الشهادات التي تمثل بما قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة وقد جاء في هذا التعريف تعريف كل من الاستصناع والاستصناع الموازي وحتى عملية تقسيط الدين الذي أقره المجمع الفقهي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامية في قرار 65(7/3)، وأول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان سنة 2003م من طرف شركة SKS Power Sdn Bhd بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي ومدة استحقاق هذه الصكوك من خمس إلى تسع سنوات¹، ويتم إصدار هذه الصكوك في ماليزيا وفق الآلية التالية:

- إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف مثلا بناء مشروع (المصنوع).

- إن الجهة المصدرة تبيع المصنوع إلى الجهة الممولة نقدا بثمان تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع.
- إن الجهة الممولة تدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة، تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نقدا ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون المقاول تابعا للجهة المصدرة.
- تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فورا بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقا لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المراجحة، ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

ت. صكوك الإجارة حسب التجربة الماليزية:

تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي (وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة)، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملت الصكوك، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة، نجد هنا أن التعريف قد مس جوانب صكوك الإجارة السابق ذكرها في القسم النظري.

وتعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا، ففي 3 جويلية 2002، كانت الحكومة الماليزية قد أصدرت صكوك الإجارة (الصكوك الدولية الماليزية) (Malaysian Global Sukuk) المتداولة في البورصة لابوان المالية العالمية (Labuan International Financial Exchange –LFX) بعملة أجنبية (بقيمة 600 مليون

¹: Securities Commission Annual Report 2003 , p. 2 -45

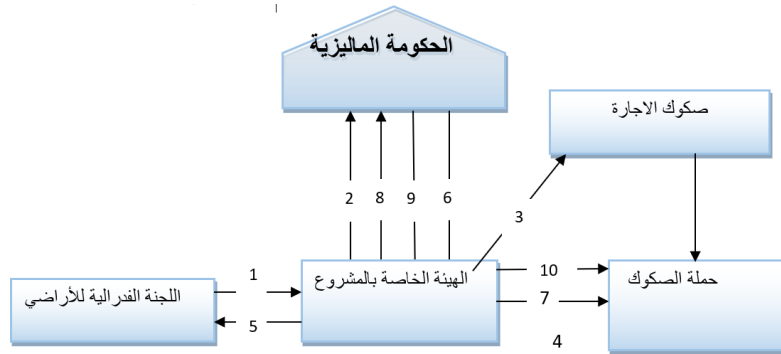
الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

دولار أمريكي) لمدة استحقاق خمس سنوات أي إلى غاية 2007، أما آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا، وكان إصدارها وفق الخطوات التالية¹:

- بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع أراضٍ بـ 600 مليون دولار من طرف اللجنة الفدرالية للأراضي Federal Lands Commission.
- عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية.
- إصدار الصكوك.
- دفع قيمة الصكوك من طرف حملت الصكوك.
- تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع.
- دفع قسط التأجير من طرف الحكومة الماليزية للجنة.
- تقديم أقساط دورية لحملت الصكوك.
- بيع الأصل عند التصفية النهائية.
- تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية.
- تسديد قيمة البيع لحملت الصكوك وانتهاء العملية.

يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا وفق الشكل التالي:

الشكل (18.3): آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا



SOURCE: Ahmad Ibrahim, applied shari'ah in financial,

transactions.pdf <http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial->

ث. صكوك المشاركة حسب التجربة الماليزية:

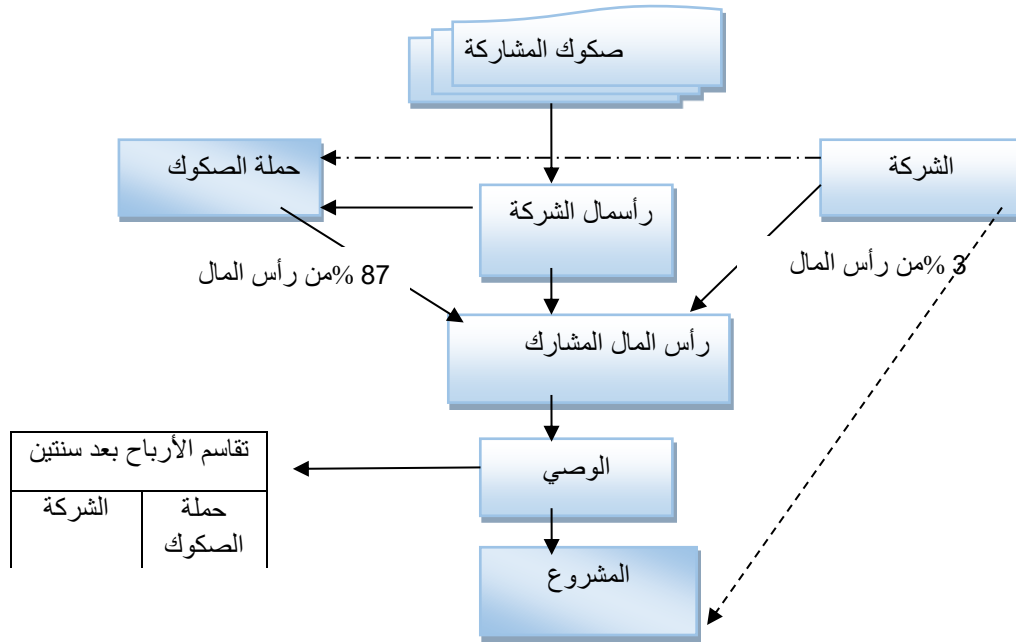
لم نجد لها تعريفا صريحا لدى هيئة الأوراق المالية الماليزية، حيث تم الاكتفاء على مستواها بوضع تعريف للمشاركة كعقد استثمار وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية 2004. وكانت أول إصدار

¹ بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص ص200، 201.

الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

- لصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah One Capital Bhd بقيمة 2.50 مليار رينغت ماليزي أما آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا، فيتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية:
- تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة بـ 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة.
 - دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي.
 - مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع.
 - إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع.
 - دفع أجرة الوصي من طرف الشركة وتمثل آليتها وفق الشكل التالي:

الشكل (19.3): آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، المرجع سابق، ص 204.

ج. صكوك المضاربة حسب التجربة الماليزية:

لم يعط لها تعريفا صريحا ما عدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 2004 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.

وكان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal Assest Bhd بقيمة 80.0 مليون رينجنت ماليزي، أما آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا، حيث يتم إصدارها وفق الخطوات التالية:

الفصل الثالث:

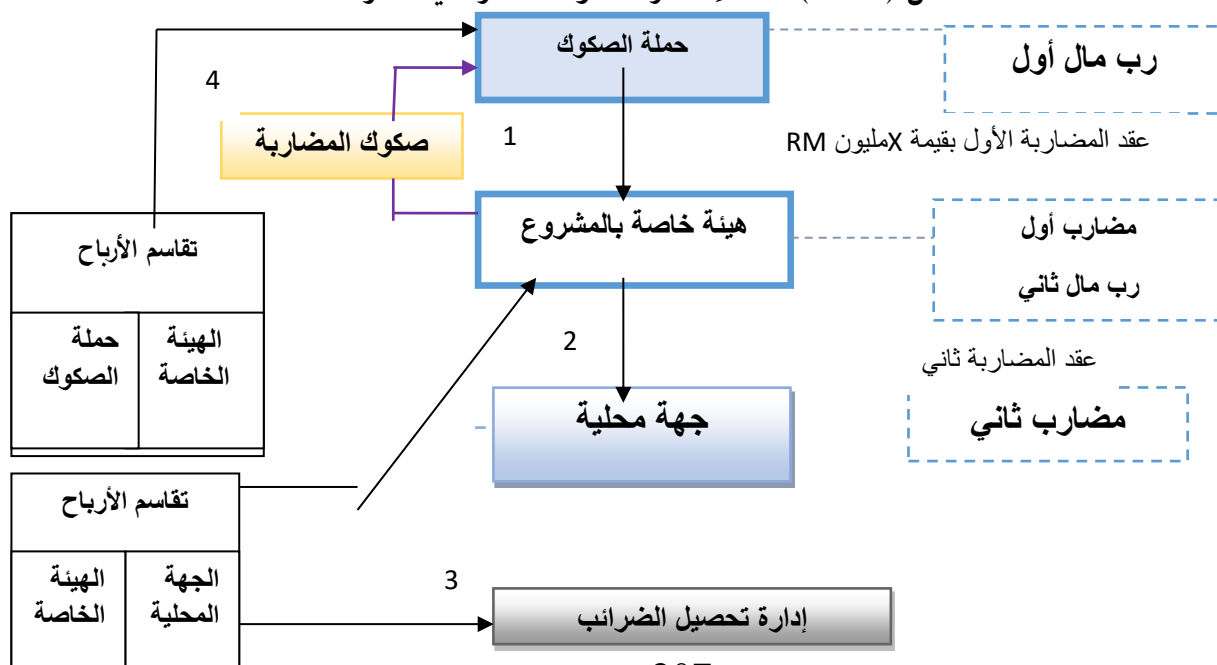
- تقوم البلدية بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينغت ماليزي ويقوم حملت الصكوك (جهة المكتب الأول) بالتسديد نقدا حيث يعتبر هنا حملت الصكوك (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى.

-تقوم هذه الهيئة بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية وتكون هذه الجهة المحلية في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية.

- بعد الانتهاء تقسم الهيئة المحلية (مضارب ثاني) بينها وبين الهيئة الخاصة بالمشروع (رب مال ثاني) وذلك بعد اقتطاع الضرائب من طرف مصلحة الضرائب.

- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضارب أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك، وتمثل آليتها وفق الشكل التالي:

الشكل (20.3): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 207.

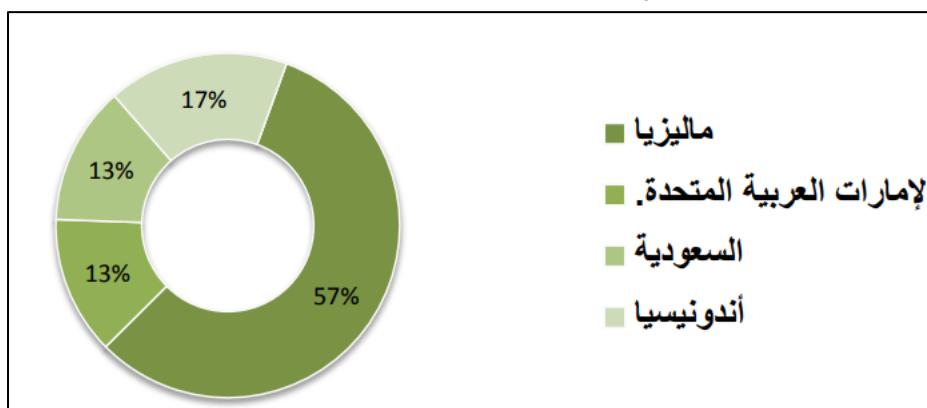
ح. الصكوك الخضراء في ماليزيا:

يمكن تعريف الصكوك الإسلامية الخضراء بأنها: (الأوراق المالية الإسلامية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتوجه نحو الاستثمارات الخضراء والمشاريع الصديقة للبيئة المسؤولة اجتماعيا في إطار التنمية المستدامة)، وحسب البنك الدولي، فإن الصكوك الإسلامية الخضراء يمكن أن توفر للمستثمرين درجة عالية من الثقة في أن أموالهم ستستخدم لهدف معينة، والتزاما بمبادئ الشريعة الإسلامية الأساسية، ستوجه الأموال التي تمت تعبئتها من خلال إصدار الصكوك إلى الاستثمار في أصول ومشاريع معلومة مثل مشروع الطاقة المتجددة¹.

¹فريد كورتل وخديجة عرقوب، دور الصكوك الخضراء في تحقيق التنمية المستدامة في ماليزيا، تاريخ الاطلاع: 2025/6/10 على الموقع:

ويمكن تبيان توزيع الصكوك الخضراء حسب الدول بالشكل التالي:

الشكل (21.3): توزيع الصكوك الخضراء حسب الدول خلال 2020 و2021

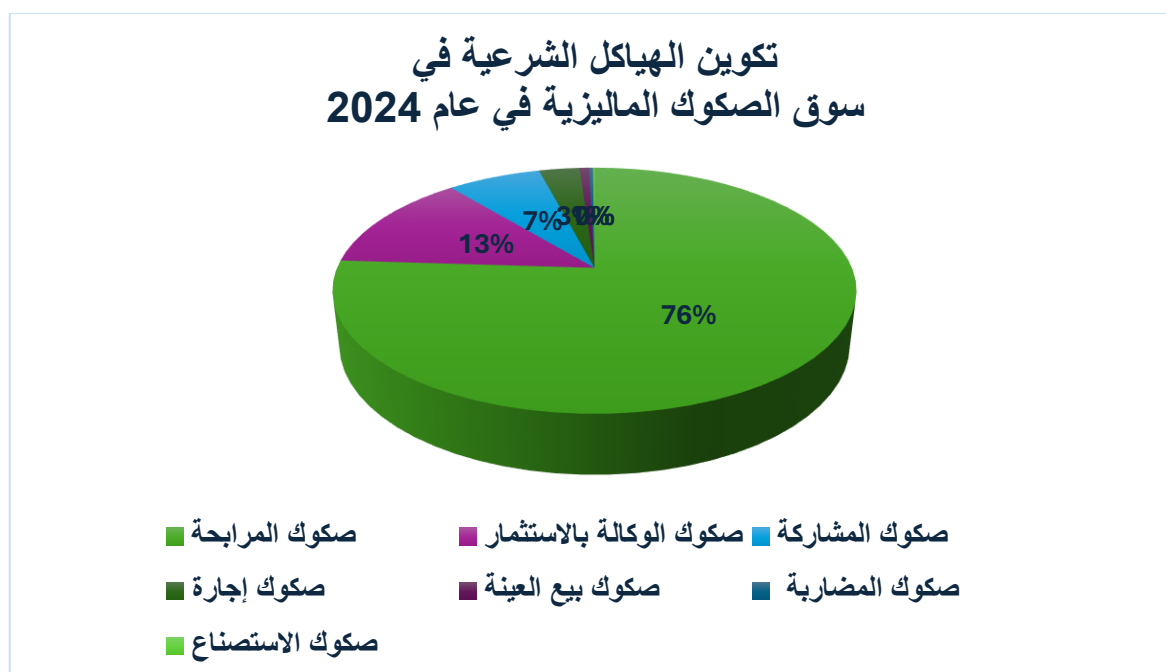


Source: climate bonds initiative, Infrastructure Investment Opportunities for Green Bond, Loan & Sukuk Investment ,report 2021, p4.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن ماليزيا في مقدمة المجموعة من الدول المصدرة للصكوك الخضراء

بنسبة 57%، ثم تليها أندونيسيا بنسبة 17%، ثم تأتي السعودية والإمارات العربية المتحدة بنسبة متشابهة 13% لكل منهما، أما عن أنواع الصكوك الإسلامية خلال سنة 2024 فيمكن تمثيلها من خلال الشكل التالي:

الشكل (22.3): أنواع الصكوك المصدرة في ماليزيا لسنة 2024



source: bank of negara, annual report, 2024, p 83.

يتضح من الرسم البياني السابق أنه:

- نالت صكوك المراجعة حصة الأسد بأكثر من 3/4 من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا سنة 2024.
- تتبعها صكوك الوكالة بالاستثمار بنسبة 13% حيث يعتبر الهيكل الأكثر شيوعاً في ماليزيا (المعيار الشرعي AAOIFI رقم 46)
- كذلك صكوك المشاركة لكن بنسبة أقل من 7% وفي الأخير تمثل إصدارات باقي أنواع الصكوك الإسلامية نسبة أقل من 1%.
- في عام 2024 أعلنت الحكومة الماليزية عن (عقد الوكالة للخدمات) والتي ستضيف إلى مجموعة متنوعة من عقود الوكالة. وقد وافق المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) على هذا الهيكل في 30 أبريل 2024، وهو بمثابة بديلاً للمراجعة ويقدم الهيكل الجديد بُعداً جديداً لإصدار الصكوك، حيث يجمع بين مبدأي الوكالة والخدمات.
- يعالج الهيكل الجديد متطلبات هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الدولية (المعيار الشرعي AAOIFI رقم 56) حيث يقوم مبدئ العقد على أن الوكيل ليس مديراً (كما في عقد المضاربة)، ولا شريكاً (كما في عقد المشاركة)، وليس له سلطة اتخاذ قرار بشأن أي محفظة استثمارية وبالتالي لا يوجد ضمان لرأس المال لأنه يتعلق بالخدمات المتعلقة بتحصيل الرسوم أو الإيجارات وتوزيع العوائد على حاملي الصكوك.
- يهدف إصدار الصكوك الوكالة للخدمات بحلول عام 2025، إلى دعم أهداف التحول المناخي والطاقة.

3.2.3. الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الماليزي ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره:

أولاً) مفهوم الرقابة الشرعية في ماليزيا: تعد الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع بروز قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية لأن بعض الأنشطة في هذه السوق تحتاج إلى الاجتهاد لذلك كانت الحاجة داعية لإيجاد هذه الرقابة ، بالنسبة لتجربة الماليزية فتمارس الرقابة الشرعية من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية ، وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس مال الإسلامية في ماليزيا وهي الأساس الذي يعتمد عليه العديد من مشاركي السوق لاسيما المستثمرين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامية بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامية عن سوق التقليدية في ماليزيا¹.

¹نبيل خليل طه سمور، المرجع السابق، ص120.

ثانيا (دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال:

تلعب هيئة الأوراق المالية دور كبير في تطوير سوق رأس المال في ماليزيا يمكن ذكر الأدوار التي أوكلت لها فيما يلي¹:

- تنمية وتطوير سوق رأس المال لتواكب التطورات الحاصلة عالميا.
- الإشراف على المبادلات المالية وغرفة التصفية ومركز الودائع حتى تضمن التعامل السلس وتوفير الثقة للمستثمرين.
- منح التصاريح والإشراف على جميع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.
- تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية المالية والأدوات المالية الأخرى والالتزام الكامل للحكومة الماليزية في تنشيط وتدعيم وتعزيز هذا السوق، الأثر الايجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا، ساهم في التزام المصدرين والمستثمرين في تعليمات السوق.

3.3. الصكوك الإسلامية الماليزية ودورها في سوق رأس المال الماليزي والدروس المستفادة من أجل انشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر:

في هذا المبحث سيتم التطرق إلى دراسة أثر الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي وكذا تقييم التجربة الماليزية والخروج بدروس مستفادة لإنشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر.

3.3.1. دراسة ارتباط وأثر إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزي:

تتضمن هذه الدراسة ابراز الدور الذي تلعبه الصكوك المصدرة في التأثير على أحد أهم وأقدم المؤشرات المالية في ماليزيا، وهو COMPOSIT INDICE وهذا حتى نخرج بنتائج تساعد على فهم ما تأثير الصكوك في الأسواق المالية.

أ. المنهجية المستخدمة: من أجل دراسة الأثر تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي الذي يعتمد على جمع البيانات المتعلقة بمؤشر سوق رأس المال الماليزي باعتباره مؤشرا بارزا في السوق المالية الماليزية، وكذا حجم إصدارات الصكوك الإسلامية للتوصل إلى بعض النتائج التي تبرز أهمية الصكوك، وقد اعتمد في ذلك على الأسلوب الرياضي في بعض النماذج الإحصائية المستخدمة في قياس العلاقة بين المتغيرات. كما تم استخدام برنامج spss27 من أجل الحصول على نتائج دقيقة وصحيحة.

- المتغيرات المستخدمة في الدراسة تمثلت في متغير مستقل هو حجم إجمالي الصكوك الإسلامية ومتغير تابع هو مؤشر كوالا لامبور INDICE COMPOSIT.

¹: نزار سناء، دور آليتي التوريق والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي 2001 و2015، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2017 الجزائر، ص167.

- النموذج الإحصائي: تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي العام:

$$Y_t = B_0 + B_1X_{1t} + B_2X_{2t} + \dots + B_K X_{Kt} + U$$

$$t=1 \dots n$$

$$K=1 \dots m$$

U: متغير عشوائي يسمى حد الخطأ.

BK: قيمة معامل الانحدار العام.

$B_K H_0 = 0$: أي المتغيرات المفسرة ليس لها علاقة بالمتغير التابع.

$B_K H_1 \neq 0$: أي المتغيرات المفسرة لها علاقة بالمتغير التابع H_1 .

وفي دراستنا هذه سيتم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط مع حساب معامل الارتباط بيرسون.

- المتغيرات المستخدمة في الدراسة تمثلت في متغير مستقل هو حجم إجمالي الصكوك ومتغير تابع هو مؤشر كوالا لامبور **INDICE COMPOSIT**.

- دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق: **COMPOSIT INDICE**

بفرض أن **SUK GLOB**: إجمالي الصكوك الإسلامية السنوية في ماليزيا.

IND COMP المؤشر العام لأسعار السوق الماليزية لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر.

وباستخدام برنامج **SPSS27** يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : المتغير المفسر **SUK GLOB(x)** ليس له تأثير على متغير التابع **IND COMP (y)**

H_1 : المتغير المفسر **SUK GLOB** له تأثير على المتغير التابع **IND COMP**

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بالصكوك السنوية والمؤشر العام للبورصة الماليزية **IND COMP** المتحصل

عليهما من التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والبنك المركزي الماليزي، للفترة الممتدة من 2001 إلى 2024 الموضحة في الجدول التالي:

الجدول (11.3): إجمالي الصكوك الإسلامية وقيم المؤشر **COMPOSIT** في ماليزيا 2024-2001

السنوات	الصكوك الإسلامية	مؤشر composite
2001	18.19	696.02
2002	17.6	646.32
2003	12.0	793.94
2004	15.16	907.43
2005	43.32	899.79

1096.24	42.07	2006
1445.03	121.30	2007
876.75	43.2	2008
1272.78	33.96	2009
1518.91	40.33	2010
1530.73	78.90	2011
1688.95	71.09	2012
1866.96	99.13	2013
1804.03	76.07	2014
1692,50	48,33	2015
1641,70	63,73	2016
1796,80	94,15	2017
1690,60	72,68	2018
1588,60	102,39	2019
1627,21	76,98	2020
1567,53	91,40	2021
1394,63	125,20	2022
1454,66	91,41	2023
1642,33	92,32	2024

Source: Securities Commission Annual Reports: (2001-2002-2003-2004-2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014 ,2015, 2016 ,2017,2018,2019,2020,2022,2023 ,2024, p88)

انطلاقاً من المعطيات في الجدول أعلاه يتم التحصل على النموذج المقدّر كما هو مبين في الملحق 1 و2:
تشير النتائج أن قيمة الارتباط بين حجم الصكوك الإسلامية في ماليزيا ومؤشر سوق رأس المال الماليزي يساوي: 0,74 وهذا مؤشر على وجود علاقة قوية ومن إشارة الارتباط يتضح أن العلاقة طردية ونظراً لقيمة الدلالة $SIG=0,001$ أي أقل من 0,05 لذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة على أساس وجود علاقة طردية قوية بين حجم الصكوك الإسلامية ومؤشر سوق رأس المال الماليزي.

قيمة مربع الارتباط R SQUARE وعليه نجد أن المتغير المستقل الصكوك الإسلامية يفسر ما نسبته 54,8% من التباين الحاصل في المتغير التابع الذي هو مؤشر COMPOSITE.

تفسر النتائج أن قيمة T تساوي 6,959 ومستوى الدلالة يساوي 0,05 لذلك نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة أي وجود تأثير للصكوك الإسلامية على سوق رأس المال الماليزي.

أشارت النتائج أن قيمة F تساوي 26,646 ومستوى الدلالة 0,001 وهي أقل من 0,05 لذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.

الفصل الثالث: دراسة تقييمية لدور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال في ماليزيا

قيمة المعامل للحد الثابت $B=832,970$ والحد الثابت لمتغير الصكوك هو 8,435، وعليه يمكن كتابة معادلة الدراسة كالآتي: $Y = 832,970 + 8,435 X$

حيث X : الصكوك الإسلامية في ماليزيا

Y : مؤشر سوق رأس المال الماليزي.

2.3.3. تقييم التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية:

تعتبر التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية تجربة رائدة وناجحة إلى أبعد الحدود، إلا أنه توجد بعض التحديات والعراقيل، لا بد من تداركها من أجل تطوير ونمو أكثر لسوق رأس المال الماليزي:

أولاً) النقاط الإيجابية للتجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية:

- الريادة العالمية في حجم الإصدارات (حيث تستحوذ ماليزيا على أكثر من 30% من سوق الصكوك العالمية وفقاً لتقارير البنك الإسلامي للتنمية وستاندرد آند بورز 2023).
 - تنوع أدوات الصكوك وهيكلها الشرعي حيث تشمل صكوك الإجارة، المراجعة، المضاربة، المشاركة، الاستصناع وغيرها، مما يعكس مرونة شرعية وابتكار مالي.
 - هناك دعم حكومي وتنظيمي قوي في ماليزيا، حيث تمتلك بنية تشريعية ومؤسسية قوية (مثل: لجنة الرقابة الشرعية المركزية في البنك المركزي وهيئة الأوراق المالية).
 - تتميز ماليزيا بالبنية التحتية المالية والشرعية المتكاملة، حيث توجد مؤسسات تعليمية ومراكز بحثية متخصصة (مثل المعهد الدولي للاقتصاد الإسلامي).
 - يتيح السوق المالي الماليزي الدخول السهل للمستثمرين الأجانب، بفضل استقراره وتنظيمه.
- ثانياً) التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا: وتتمثل في النقاط التالية:
- سيطرت الصكوك الإسلامية السيادية، حيث معظم الإصدارات تصدرها الحكومة أو شركات مملوكة للدولة مما أدى إلى ضعف مشاركة القطاع الخاص، وهذا ما يقلل من ديناميكية السوق.
 - التحديات المرتبطة بالابتكار الشرعي.
 - عدم التجانس في المعايير الشرعية عالمياً رغم ريادة ماليزيا، إلا أن بعض هياكل الصكوك لا تحظى بقبول واسع في بعض دول (مثل الخليج).

- بالإضافة إلى ذلك محاكاة أسواق رأس المال التقليدية: إذ تقوم أسواق رأس المال بعرض جميع لوائحها وتعليماتها وعقودها وإجراءاتها على هيئة الرقابة الشرعية لإجارتها وضمان خلوها من أي مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية وعلى الرغم من وضوح وثبات الأحكام الرئيسية الحاكمة لمجال العمل المالي الإسلامي، فإن مجال الاجتهاد في مسائل التطبيقات العملية مازال واسعاً الأمر الذي قد تختلف معه هيئات الرقابة الشرعية بين أسواق رأس المال مما يصعب معه تطوير معايير موحدة مقبولة للجميع، وهذا ما يحد في كثير من الأحيان من تدويل بعض

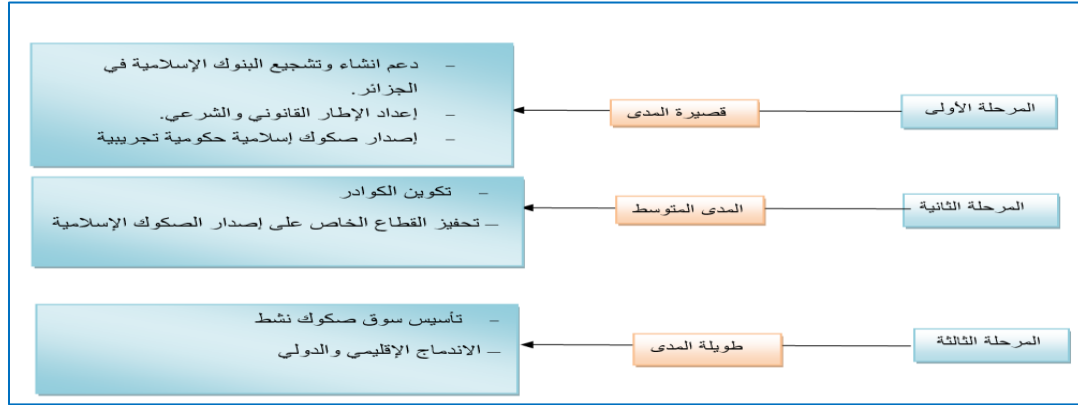
المنتجات المالية الإسلامية، ومن جهة ثانية، قد تظهر معه بعض الشكوك في الدور الفعلي لهيئات الرقابة الشرعية مما يضعف من مصداقيتها.

- محدودية منتجات سوق رأس المال الإسلامية، حيث لا تزال تواجه تحديات فيما يتعلق بابتكار المنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتطويرها وهيكلتها، وتتمثل أهم التحديات المتعلقة بهذا الجانب في المواءمة في تفسير الشريعة محدودية إصدارات الأطر القانونية والتنظيمية فضلا على الإطار الضريبي الميسرة للإصدار والتعامل بالأدوات المالية الإسلامية... الخ وهذا ما يجعل المنتجات المالية الإسلامية محدودة وغير متنوعة مقارنة مع المنتجات التقليدية.
- الإسهام الفعلي والمستمر في تطوير وتفعيل سوق رأس المال الإسلامي لأن العبرة ليست في إمكانية إيجاد بل في إمكانية الاستمرار والمواصلة أيضا.

3.3.3. الدروس المستفادة من أجل إنشاء سوق مالي إسلامي في الجزائر:

- من الممكن استفادة الجزائر من التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية بشكل فعال من أجل إنشاء سوق مالي إسلامي متكامل، وذلك من خلال تبني مجموعة من المبادئ والخطوات المستخلصة من النجاحات الماليزية:
- يجب إصدار قوانين خاصة بالصكوك الإسلامية من خلال طبيعة الصكوك (ملكيتها، تصنيفها، حقوق المستثمرين) وآليات إصدارها وتداولها.
- إنشاء هيئة رقابة شرعية وطنية تابعة للبنك المركزي تضمن التوافق الشرعي.
- يجب أن تبادر الجزائر بإصدار صكوك سيادية لتمويل مشاريع البنية التحتية (طرق، مستشفيات، مدارس...)، وهذا ما يعزز الثقة ويشجع المستثمرين.
- لابد من إدراج المالية الإسلامية في مناهج التعليم الجامعي.
- إنشاء مراكز تدريب خاصة تكون الموارد البشرية مهنية وشرعية في مجال الصكوك الإسلامية.
- الاستفادة من الخبرات المالية الإسلامية من خلال الإرسال بعثات دراسية للتدرب في ماليزيا.
- يجب تبني معايير هيئات مثل: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية.
- تطوير البنوك الإسلامية في الجزائر وتمكينها من خلال ترتيب إصدارات الصكوك، تسويقها، توفير حسابات استثمارية للمكتتبين.
- الاستثمار في المنصات الرقمية المحلية لتسهيل الاكتتاب والتداول في الصكوك وربطها بمحافظ رقمية.
- ويكمن توضيح مقترح لاستراتيجية تطوير سوق رأس المال الجزائري من خلال الصكوك الإسلامية:

الشكل (23.3): تصور مقترح لاستراتيجية تطوير سوق رأس المال الجزائري من خلال الصكوك الإسلامية



المصدر: من إعداد الطالب بناء على ما تم استخلاصه سابقا.

خلاصة الفصل:

- تم التطرق في هذا الفصل إلى أبرز الجوانب المتعلقة بالصكوك الإسلامية، إلى جانب تقديم دراسة قياسية تطبيقية بسيطة في سوق رأس المال الماليزي، حيث خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الهامة، من أبرزها:
- تتسم الصكوك الإسلامية بتنوعها الكبير، إذ تشمل عدة صيغ تمويلية مثل صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك المغارسة وغيرها، بما يعكس مرونتها في تلبية احتياجات التمويل المختلفة.
 - تساهم آلية التصكيك الإسلامي بفعالية في تنمية سوق رأس المال، من خلال تعزيز نشاط السوق، وتوسيع قاعدة الأدوات المالية المتاحة، واستقطاب استثمارات ذات طابع إنتاجي وربحي.
 - يتكون سوق رأس المال الماليزي من سوقين متكاملين: سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي، حيث يشكل هذا التنوع ركيزة أساسية في هيكلة السوق.
 - كشفت النتائج عن وجود علاقة ارتباط قوية بين حجم إصدارات الصكوك وأداء مؤشر سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2001 و2024، مما يؤكد الدور المحوري الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في دعم وتطور سوق رأس المال الماليزي، فرغم الأحداث الكثيرة التي حصلت مثل أزمة الرهن العقاري 2008 والأزمة العالمية لجائحة كورونا حافظ سوق رأس المال الماليزي على استقراره وتطوره. وبناء عليه، يوصى بأن تعمل الدول العربية على تطوير أدوات تمويلية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعلى رأسها الصكوك الإسلامية، بما يساهم في ترقية أداء أسواقها المالية وتعزيز جاذبيتها الاستثمارية.

خاتمة عامة

من خلال المعالجة التحليلية لموضوع الدراسة، يتضح أن الصكوك الإسلامية قد شكلت آلية مالية متقدمة، أفرزتها الحاجة إلى أدوات استثمارية تتسق مع المبادئ الشرعية، وتستوفي في الوقت ذاته متطلبات الكفاءة الاقتصادية، فهي تقوم بدور جوهري في إعادة تشكيل سوق رأس المال الماليزي، عبر تنويع هياكل التمويل، وتعزيز عمق السوق المالي وسيولته، واستقطاب استثمارات نوعية تعلي من شأن الاستدامة والمسؤولية الأخلاقية. كما وفرت إطاراً تمويلاً مرناً يمكن القطاعات الاقتصادية من تمويل مشروعات استراتيجية دون اللجوء إلى أدوات مالية قائمة على الفائدة، ويعود هذا النجاح، بدرجة كبيرة، إلى البنية التشريعية المتقدمة والرؤية المؤسسية التي تبنتها ماليزيا لتطوير سوق مالية إسلامية متكاملة. وبناء عليه، يمكن استخلاص النتائج النظرية والتطبيقية من خلال ما يلي:

اختبار الفرضيات:

1. تقوم عملية التصكيك الإسلامي على أسس متكاملة تجمع بين الضوابط الاقتصادية والمالية من جهة، والمبادئ الشرعية المستمدة من أحكام الفقه الإسلامي من جهة أخرى، بما يضمن توافقها مع مقاصد الشريعة وعدم مخالفتها لأحكام الدين الإسلامي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
2. توجد علاقة طردية قزية بين الصكوك الإسلامية وسوق رأس المال الماليزي وتم اثبات ذلك من دراسة العلاقة بين حجم اصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
3. يوجد تأثير للصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الماليزي ، حيث كلما زاد حجم اصدار الصكوك الإسلامية كلما زاد المؤشر المالي العام في سوق رأس المال الماليزي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

النتائج النظرية:

- تتعرض المؤسسات المالية للمخاطر النظامية، لأنها تستثمر عادة في نفس أنواع من الأوراق المالية وتتعرض بشكل مماثل للظروف التي يمكن أن تتسبب في انخفاض أسعار تلك الأوراق المالية إلى انخفاض كبير، أزمة الائتمان في عام 2008 و 2009 توضح كيف أن التخلف الهائل عن سداد الرهن العقاري يمكن أن تتسبب في انخفاض كبير في أسعار الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري والأوراق المالية السهمية
- لا يعتمد السوق المالي في تقسيمه على معيار واحد بل هناك عدة معايير يتركز عليها وهذا راجع إلى توسع دائرة نشاطاته وزيادة أهميته بالنسبة للأفراد والمؤسسات المالية وحتى الحكومات.
- تنوع الأدوات المتداولة في سوق را يزيد من عمقه وسهولة تحويل رؤوس الأموال إلى سيولة
- يتعامل سوق رأس المال التقليدي بمحظورات شرعية لذلك أرغم الاقتصاد الإسلامي إيجاد حلول خاص به يستمد مبادئه وقواعده من قواعد الشريعة الإسلامية.

- يمكن للهندسة المالية الإسلامية محاكاة الهندسة المالية التقليدية في كونها تقوم على إيجاد أدوات مالية تمكن من التحوط ضد مخاطر الاستثمار، لكن الاختلاف الجوهرى هو أن الهندسة المالية الإسلامية تحكمها ضوابط الشرع الإسلامى مما يجعلها مستقلة بمبادئها وأهدافها القائمة عليها.
 - يعتبر التصكيك من منتجات الهندسة المالية الإسلامية كونه إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة وتصدر وفق عقد شرعى وتأخذ أحكامه، ويطلق على هذه الوثائق والشهادات المالية المتساوية القيمة اسم الصكوك الإسلامية.
 - تلعب الصكوك الإسلامية دورا كبيرا على مستوى الاقتصاد مما يجعلها أداة لجذب المدخرات واستثمار الأموال وكذا دورها الكبير في تمويل المشاريع الاقتصادية التنموية، التمويل عجز الميزانية العامة للدولة.
 - إن سوق رأس المال الإسلامى في ماليزيا يعتبر من أهم مكونات النظام المالى الماليزى ككل، وقد بذلت الحكومة الماليزية مجهودات جبارة في إنشائه وتطويره لتحقيق مجموعة من الأهداف في الاقتصاد الماليزى.
- النتائج التطبيقية:**
- ساهمت الصكوك الإسلامية في ماليزيا في تحسين كفاءة سوق رأس المال الإسلامى لما توفره من سيولة في السوق والاقتصاد ككل، كما زادت من كبر حجم السوق من خلال مؤشرات حجم السوق، ومؤشرات حجم التداول ومؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية.
 - يمكننا استنساخ التجربة الماليزية الناجحة في المجال المالى الإسلامى لما لها من مميزات على مختلف القطاعات المالية والمصرفية الماليزية في الجزائر وذلك لتنشيط السوق المالى الإسلامى الجزائرى خاصة وأن المجتمع الجزائرى متقبل لحد كبير لمبادئ الشرع الحنيف.
 - وفي سياق مجهودات الحكومة تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الهيئة الاشرافية والرقابية التي لعبت دورا بارزا في تطوير سوق رأس المال الإسلامى الماليزى خاصة من الناحية الشرعية مما جعله يختلف اختلافا كبيرا عن سوق رأس المال التقليدى، حيث أنشأت هيئة الأوراق المالية قسمين لضبط التعامل في هذه السوق وضمان التزامها بمبادئ الشريعة الإسلامية هما: قسم سوق رأس المال الإسلامى واللجنة الاستشارية الشرعية.
 - توجد علاقة طردية بين إصدارات الصكوك الإسلامية وزيادة نشاط سوق رأس المال الماليزى، حيث تعد الصكوك الإسلامية هي السبب الرئيسى لتطور هذا السوق.
 - إن سوق رأس المال الماليزى الإسلامى ساهم مساهمة كبيرة في تطوير السوق المالى الماليزى ككل.
 - تعتمد ماليزيا على إصدارات صكوك المراجعة والمشاركة من أجل تنشيط سوق رأس المال الماليزى.
 - تخلت ماليزيا على صكوك البيع بثمن أجل وصكوك الاستصناع نظرا للخلافات الشرعية الواقعة بشأنها.

- بالرغم من الجوانب الإيجابية للتصكيك الإسلامي وما يمكن أن يحققه من منافع لسوق رأس المال بصفة خاصة والاقتصاد بصفة عامة إلا أن إجراءات إصدارها وتنفيذها يمكن أن تكون معقدة ومكلفة بحيث التكلفة لا تشمل تكلفة التمويل فحسب وإنما تشمل أيضا تكلفة وقت الإدارة والتنظيم والتوثيق اللازم وكذا توفير الإمكانيات البشرية وبهذا فهي تشكل عبئا ماليا كبيرا بالأخص في ظل غياب التشريعات القانونية من أجل حماية المستثمر ، وهذا ما تم استخلاصه من التجربة الماليزية، حيث أن التكاليف العالية لبعض أنواع الصكوك كصكوك الاستصناع مثلا أدت إلى التخلي عن هذا النوع، مما يؤدي إلى تقليص فرص التوسع في عمليات التصكيك.

التوصيات:

لكي تكون الصكوك الإسلامية بديلا للسندات الربوية لابد من:

- تشجيع البحث الاقتصادي الإسلامي والعمل أكثر من أجل جعل الصكوك الإسلامية أكثر توافق مع الفقه الإسلامي.
- عدم المحاكاة لابد من وجود منطلق جديد يميز الاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد الوضعي.
- زيادة الامتيازات وتشجيع المستثمرين من أجل جذبهم للاستثمار في الصكوك الإسلامية.
- تساهم عملية التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال من خلال تنشيط السوق وتنوع الأدوات وزيادة الاستثمارات المربحة، لذلك لابد من توحيد الفتاوى الشرعية المختلفة حول العمل في سوق رأس المال لتجنب الخلافات الفقهية بين الفقهاء.

آفاق البحث:

- دراسة تجربة الدول الغربية في مجال إصدار الصكوك الخضراء الإسلامية.
- تحليل سبل الانتقال التدريجي من الأسواق المالية التقليدية إلى نماذج إسلامية متكاملة.
- بحث أثر الأزمات المالية العالمية على أداء أسواق الصكوك الإسلامية وإمكانية تحصينها من آثار العدوى المالية.
- تحليل سبل الانتقال التدريجي من التمويل التقليدي إلى التمويل الإسلامي في الجزائر.

قائمة المراجع

والمصادر

قائمة المصادر:

- القرآن والسنة

قواميس وكتب فقهية:

- ابن الماجة، ضعيف سنن، كتاب التجارات باب الشركة والمضاربة، رقم (454-2331)، (دون معلومات أخرى).

قائمة الكتب

- (1) أبو نصر أحمد بن محمد السمرقندي، المحقق أحمد جابر البدران، كتاب الشروط وعلوم الصكوك، دار النشر للجامعات مصر، 2017.
- (2) أبوبكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2015.
- (3) أحمد سعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، 2012.
- (4) أحمد سعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، 2012.
- (5) أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2013.
- (6) أحمد صحي العيادي، أدوات الاستثمار الإسلامية، دار الفكر عمان الأردن، 2010.
- (7) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2010.
- (8) إسماعيل محمد صادق، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، دار العربي، مصر، 2016.
- (9) أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، 2007.
- (10) جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى، الجزائر، 2011.
- (11) حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- (12) حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، 2006.
- (13) حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، 2002.
- (14) حكيم براضية، جعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي، دار اليازوري، الأردن، 2016.
- (15) زاهرة علي بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مؤسسة الوراق الأردن، 2016.
- (16) زهري كريم محمد عبد السميع، الصكوك المالية الإسلامية، دار حميثرا، 2023.
- (17) زياد رمضان د. مروان شحوط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، 2008.
- (18) سالم صلال، زاهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، دار الصادق الثقافية، 2017.

- 19) سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية، دار الفكر العربي القاهرة مصر، 2010 01
- 20) سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1996
- 21) شاهين محمد عبد الله، دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، دار حميثرا، 2017
- 22) شقيري النوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2007
- 23) شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2007
- 24) صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار اليازوري عمان الأردن، 2011
- 25) صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، دون سنة، 2009 .
- 26) صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، 2003 .
- 27) ضياء مجيد، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
- 28) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الجامعي، 2003
- 29) عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 21، 2021.
- 30) عبد الكريم أحمد قندوز، الصكوك الإطار النظري والتطبيقي، صندوق النقد العربي، العدد 14، 2022.
- 31) عزيزة بن سميعة، البورصة والأسواق المالية، دار الأيام، الأردن، 2018.
- 32) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، 2013
- 33) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، وجدة للكتاب العالمي، 2006.
- 34) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 35) متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، مصر، 2010 .
- 36) محمد الفاتح، محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان، الأردن، 2014
- 37) محمد بن بلعيد أمنو البوطيبي، الأوراق التجارية المعاصرة، دار الكتب العلمية، لبنان، 2006.
- 38) محمد بن علي القرني، صكوك التمويل الإسلامية، دار الميمان، السعودية، 2019.
- 39) محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 1997.
- 40) محمد صالح بن ألفا، عمر جالو، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، 2015..
- 41) محمد عبد الله شاهين، أسواق المال، دار حميثرا، مصر، 2018
- 42) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، مصر، 2005.

- (43) مسعودة نصبة، تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس المال الإسلامي، دار المجلاوي، الأردن، 2019
- (44) منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، المجمع العالمي للبحوث الشرعية في التمويل الإسلامي، 2013
- (45) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999
- (46) نصار، أحمد محمد محمود، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، دار الكتب العلمية، لبنان، 2010
- (47) نihal فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.

- (48) نوال بوعلام، البورصة والاسواق المالية، دار اليازوري، الأردن، 2021.
- (49) هوشيار معروف، الاستثمارات وأسواق المالية، دار صفاء، عمان، 2009 .

قائمة الأطروحات والرسائل العلمية

- (1) بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية، دراسة التجربة الماليزية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم الاقتصادية، 2008-2017
- (2) جعفر سحاسورياني صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية الفصل الدراسي الأول 2006-2007
- (3) عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، التجربة الماليزية أمودجاً، جامعة محمد خيضر، بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، السنة الجامعية 2014/2015
- (4) نوريا مت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية الماليزية (تقدير اقتصادي وشرعي)، رسالة استكمالها لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير جامعة اليرموك الاقتصاد والمصارف الإسلامية، الفصل الدراسي الأول، 2006/2007

قائمة المجالات

- (1) إبراهيم علي المنصوري، تطبيقات مراوحة الصكوك الوطنية في المصارف الإسلامية بدولة الامارات العربية المتحدة وإشكالاتها الفقهية، مجلة البحوث العلمية والدراسات الإسلامية، المجلد 13، العدد 1، السداسي الأول 2021.
- (2) الزعبي حمو، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية تجربة ماليزيا، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، -دراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، 2008.

- (3) زكية بوسته، فطيمة الزهرة نوى، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية بين التنظير والتطبيق، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، - جامعة بسكرة، العدد، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018.
 - (4) سميرة مشراوي، الجوانب الشرعية في الصكوك الإسلامية، مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية، العدد الثالث المجلد 02، العدد 01، 2021
 - (5) عشوب ليلي، الصكوك الإسلامية الخضراء كآلية مستحدثة لتمويل وتعزيز التنمية المستدامة، حالة ماليزيا نموذجا، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 13، العدد 02، 2023
 - (6) عيمان علام عزالدين حملة، الأهمية الاقتصادية للصكوك المالية الإسلامي، المجلة الجزائرية للاقتصاد الإسلامي، المجلد الأول العدد الأول/جوان، 2022
 - (7) غويني سمير، رزيق كمال، مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 2017.
 - (8) فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية (إسرا)، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، - المجلد العاشر، العدد الأول، يونيو 2019
 - (9) مبطوش العلجة، بوجنان خالدية، دراسة نجاح دولة ماليزيا في الصناعة المالية الإسلامية من خلال التمويل بالصكوك الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 14 / العدد 01، 2023.
 - (10) محسن أبو عوض، آلية ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول 2013
 - (11) وهيبه بن شوك، عبدوس سميرة، دراسة التجربة الماليزية في الصناعة المالية الإسلامية تقييم أداء النظام المالي الإسلامي للفترة 2018-2010، المجلة الدولية لأداء الاقتصادي، المجلد 03، العدد 02، 2020
 - (12) يوسف تبزي، الصكوك الإسلامية مخاطرها وآليات معالجتها، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 13، المجلد 02-2015.
- قائمة الأبحاث والتقارير:
- (1) أختر زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، منظمة المؤتمر الإسلامي لجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، 26 30 أبريل 2009
 - (2) تقديرات مجلس الخدمات المالية الإسلامية، استناداً إلى بيانات من Refinitiv ، 2024

- (3) التقرير السنوي للسوق المالية الإسلامية الدولية، الطبعة الثالثة عشر، 2023
- (4) عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، الموافق 2010
- (5) عدنان أحمد يوسف، الصكوك الإسلامية خصائصها ودورها والتحديات التي تواجهها، الدراسات والأبحاث والتقارير اتحاد المصارف العربية، جانفي 2025
- (6) قرار المؤتمر الوطني العام رقم 4 بشأن قانون الصكوك، طرابلس ليبيا، 2016
- (7) قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 137 (15/3) بشأن صكوك الإجارة، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، منظمة التعاون الإسلامي، الإصدار الرابع 2020
- (8) منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، المجمع العالمي للبحوث الشرعية في التمويل الإسلامي، 2013 .
- (9) النص الكامل للمعايير الشرعية هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية SABB المناامة البحرين 2017
- (10) نور مطر الجراد، نيفين سعيد، عملية إصدار الصكوك الإسلامية، مديرية الدراسات والأبحاث scfms، هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، 2022 .

قائمة الكتب بالإنجليزية

- Frederic S, Mishkin Stanley G. Eakins, **financial markets and institutions**, tenth edition, 2024
- Maureen burton, Reynold nesiba, Bruce brownan, **introduction to financial markets and institutions**, second edition, Routledge, 2015 78
- Seth C. Anderson, l Jeffery, A. Born, l Oliver Schulenburg, **Closed-End Funds, Exchange-Traded Funds, and Hedge Funds**, springer ,2010
- KENNETH S. PHILLIPS RONALD J. SURZ, CIMA hedge funds, john Wiley, 2003
- Jana sacks Ph.D., **elementary financial derivatives**, a guide to trading and valuation with application, Wiley, 2016
- Anthony Saunders, Marcia Millon, **Cornett Otgontsetseg (Otgo) Erhemjamts, Financial Markets and Institutions**, McGraw Hill, New York, 2022
- jeff Madura, **Financial Markets and Institutions**, 13th Edition, Cengage Learning, Inc ,2021

- Reilly brown Leeds , investment analysis and portfolio management, Eleventh Edition, Cengage, 2020
- Dualeh, Suleiman Abdi, Islamic Securitization: Practical Aspects. This is adapted from a paper given at the Noga Hilton, Geneva, 1998.
- climate bonds initiative, Infrastructure Investment Opportunities for Green Bond, Loan & Sukuk Investment ,report 2021.

قائمة التقارير بالإنجليزية

- Islamic financial services industry, stability report,2024
- Sukuk Guidebook*, DIFC and Clifford Chance, 2009
- IMF Country Reports 25/057 Malaysia: Article IV Consultation-Press Release, and Staff Report, 2025
- Bank Negara Malaysia, annual report ,2024
- SECURITIES COMMISSION MALAYSIA, ANNUAL REPORT, 2024
- OECD Economic Surveys Malaysia 2024 -
- Revue Algérienne de Finance Islamique, Vol. 02, N° 01 -2024
- BNM FAST, Bank of negara analytics ,2024
- climate bonds initiative, Infrastructure Investment Opportunities for Green Bond, Loan & Sukuk Investment ,report 2021

قائمة المواقع الالكترونية

- 1) <https://faculty.ksu.edu.sa/ar/aalhmoud/publication/120237>
- 2) <https://www.britannica.com/place/Malaysia>
- 3) www.ekonomi.gov.my
- 4) <https://www.capitalmarketsmalaysia.com/public-equities/->
- 5) https://www.bursamalaysia.com/reference/insights/derivatives/about_contracts/futures_contract
- 6) <http://platform.almanhal.com/Reader/Article/99075>

الملاحق

الملحق 1

Corrélations

Corrélations			
		المؤشر المركب في سوق راس المال الماليزي	حجم اصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا
حجم اصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا	Corrélation de Pearson	,740**	1
	Sig. (bilatérale)	,000	
	N	24	24
المؤشر المركب في سوق راس المال الماليزي	Corrélation de Pearson	1	,740**
	Sig. (bilatérale)	,000	
	N	24	24

** . La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

Variables introduites/éliminées^a

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	حجم اصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا ^b	.	Introduire

a. Variable dépendante : المؤشر المركب في سوق راس المال الماليزي

b. Toutes les variables demandées ont été introduites.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,740 ^a	,548	,527	263,22857

a. Prédicteurs : (Constante), حجم اصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا

الملحق 2

ANOVA^a

	Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	1846291,684	1	1846291,684	26,646	,000 ^b
	de Student	1524364,106	22	69289,278		
	Total	3370655,790	23			

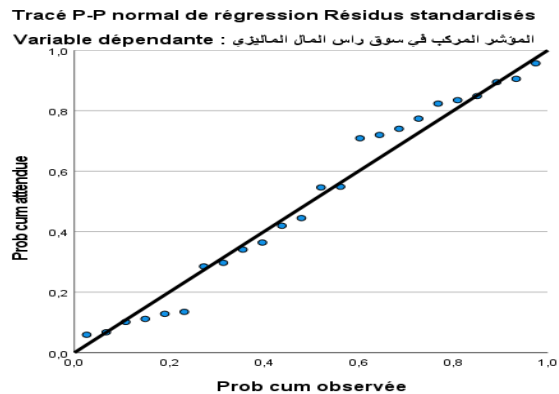
a. Variable dépendante : المؤشر المركب في سوق راس المال الماليزي

b. Prédicteurs : (Constante), حجم اصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا

Coefficients^a

	Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	832,970	119,690		6,959	,000
	حجم اصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا	8,435	1,634	,740	5,162	,000

a. Variable dépendante : المؤشر المركب في سوق راس المال الماليزي



يحتاج الاقتصاد الإسلامي، مثل غيره من الأنظمة الاقتصادية، إلى تعزيز دور أسواق رأس المال، خاصة في ظل الزيادة الملحوظة في نشاط المؤسسات الاقتصادية التي تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية. هذه المؤسسات بحاجة إلى مصادر تمويل تتماشى مع التزاماتها الشرعية. ونظراً لأن نجاح وتطور أسواق رأس المال يرتبط بشكل وثيق بتنوع وتطور الأدوات المالية المتاحة فيها، فإن ذلك يتطلب تكثيف الجهود وتنسيقها لتطوير أدوات مالية إسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث الإصدار والتداول. وهذا سيساهم في تنشيط وتعزيز سوق رأس المال الإسلامية، ولعل الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات الشرعية التي لاقت رواجاً ملحوظاً إذ تمتاز بقدرتها على الدمج بين متطلبات التمويل الحديثة وأحكام الشريعة الإسلامية.

وتعد ماليزيا من البلدان الرائدة في التمويل الإسلامي وتحتل الصدارة الدولية في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية فيها وعليه تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية الصكوك في التمويل لسوق المال الإسلامي الماليزي من خلال إتباع منهجين منهج الوصفي التحليلي منهج كمي قياسي لتقدير العلاقة التوازنية بين الصكوك والسوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2004-2024) ومن خلال دراسة العلاقة والتأثير بين الصكوك الإسلامية وسوق رأس المال الماليزي بحساب معامل الارتباط بيرسون والانحدار الخطي باستخدام برنامج spss 27 تم التوصل إلى وجود علاقة ارتباطية موجبة كبيرة ووجود تأثير للصكوك الإسلامية على تطوير وتنشيط سوق رأس المال الماليزي.

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

Summary

The Islamic economy, like other economic systems, needs to enhance the role of capital markets, especially in light of the remarkable increase in the activity of economic institutions that adhere to the provisions of Islamic law. These organizations need sources of financing that are in line with their Shari'ah obligations. Given that the success and development of capital markets is closely linked to the diversity and sophistication of the financial instruments available in them, this requires intensifying and coordinating efforts to develop Islamic financial instruments that comply with the provisions of Islamic law in terms of issuance and trading. This will contribute to the revitalization and enhancement of the Islamic capital market.

Islamic Sukuk is perhaps one of the most important Shariah instruments that have gained popularity, as it is characterized by its ability to combine the requirements of modern finance with the provisions of Islamic law.

Malaysia is one of the leading countries in Islamic finance and occupies the international lead in issuing Sukuk in its stock market. Therefore, this study aims to highlight the importance of Sukuk in financing the Malaysian Islamic financial market by following two approaches, a descriptive analytical approach and a standard quantitative approach to estimate the balanced relationship between Sukuk and the Malaysian Islamic financial market during the period (2004-2024) By studying the relationship and impact between Islamic sukuk and the Malaysian capital market by calculating the Pearson correlation coefficient and linear regression using the spss27 program, it was found that there is a significant positive correlation and an impact of Islamic sukuk on the development and revitalization of the Malaysian capital market, and the impact of Islamic sukuk on the development and revitalization of the Malaysian capital market.

Keywords: Islamic Sukuk, Sukuk, Islamic capital market, Malaysian capital market

