

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 08 ماي 45 قالة

قسم العلوم الاقتصادية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير



تخصص: تمويل التنمية

دور التصكك في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية

- دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

إشراف الأساتذة الدكتور:

عديلة مريم

من إعداد الطلبة:

- سمية عطافي

- شهرزاد نايلي

دفعة: 2011 / 2012

التشكرات

نحمد ونشكر الله عز وجل الذي وفقنا لاتمام هذا العمل المتواضع
نتقدم بجزيل الشكر الى من اشرف على هذا العمل الاستاذة الكريمة* مريم
عديلة *

على قبولها تاطيرنا توجيهها لنا وتقديم النصائح لما هو افضل للعمل
كل الشكر وعظيمه مقدم الى من رافقنا خطوة بخطوة وإعطاء الدعم المعنوي
لنا وإمدادنا بالمعلومات اللازمة لانجاز هذا العمل شكرا الى الاستاذتين
الفاضلتين

سعدان آسيا و*عماري صليحة*

كما نتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان الى الاستاذين الكريمين* بن الضيف
محمد عدنان* و*سلطاني محمد رشدي* لتقديمهما لنا العون في الحصول
على المادة العلمية وعدم التردد في ذلك

هذا ونقدم الشكر الكبير الى كل الاساتذة الذين فتحوا لنا الابواب للتواصل
معهم والاستفسار عن كل ما نريده شكرا الى الاساتذة:

شرياق** غردة** عمري** كنيذة** الباهي** كردوسي** بن يوب**
جدي** بوقموم** حجاج** ابراهيمية** فلفول

فهرس العتريك

فهرس المحتويات:

رقم الصفحة	العنوان
	التشكرات
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
أ	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية
3	المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية
3	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية
5	الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية
	المطلب الثاني : الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وأهميته
	الفرع الأول: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية
	الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية
	المطلب الثالث: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية ومعوقاته
	الفرع الأول: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية
	الفرع الثاني: معوقات قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية
	المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية والحكم الشرعي لها
	المطلب الأول: أدوات الملكية والحكم الشرعي لها
	الفرع الأول: تعريف الأسهم
	الفرع الثاني: خصائص الأسهم
	الفرع الثالث: أنواع الأسهم وحكمها الشرعي
	المطلب الثاني: أدوات الدين وحكمها الشرعي

	الفرع الأول: تعريف السندات
	الفرع الثاني: خصائص السندات
	الفرع الثالث: أنواع السندات
	الفرع الرابع: الحكم الشرعي للسندات
	المطلب الثالث: الأدوات الحديثة وحكمها الشرعي
	الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية
	الفرع الثاني: أنواع المشتقات وحكمها الشرعي
	الفرع الثالث: بدائل المشتقات المالية في الإسلام
	المبحث الثالث: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الإسلامية
	المطلب الأول: تنظيم السوق
	الفرع الأول: الأعضاء
	الفرع الثاني: الهيئة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية
	المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية وعملياتها من منظور إسلامي
	الفرع الأول: أوامر سوق الأوراق المالية من منظور شرعي
	الفرع الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية وحكمها الشرعي
	المطلب الثالث: طرق تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية والحكم الشرعي
	الفرع الأول: طرق تحديد الأسعار
	الفرع الثاني: الحكم الشرعي لطرق التسعير
	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: التصكيك
	تمهيد
	المبحث الأول: التأصيل المفاهيمي للتصكيك
	المطلب الأول: ماهية التصكيك
	الفرع الأول: مفهوم التصكيك
	الفرع الثاني: خطوات التصكيك وضوابطه الشرعية
	المطلب الثاني: مزايا التصكيك

	الفرع الأول: مزايا التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي
	الفرع الثاني: مزايا التصكيك بالنسبة للمستثمرين
	الفرع الثالث: مزايا التصكيك بالنسبة للاقتصاد ككل
	المطلب الثالث: عوامل اتساع نطاق التصكيك
	الفرع الأول: الهندسة المالية الإسلامية
	الفرع الثاني: المتغيرات المالية العالمية
	المبحث الثاني: التعامل بالصكوك
	المطلب الأول: نشأة ومفهوم الصكوك
	الفرع الأول: نشأة الصكوك
	الفرع الثاني: مفهوم الصكوك
	المطلب الثاني: أنواع الصكوك وأهميتها
	الفرع الأول: أنواع الصكوك
	الفرع الثاني: أهمية الصكوك
	المطلب الثالث: تداول الصكوك وأرباحها
	الفرع الأول: تداول الصكوك
	الفرع الثاني: أرباح الصكوك
	المطلب الرابع: مخاطر ونجاح الصكوك بين التطلب والتحدي
	الفرع الأول: مخاطر الصكوك
	الفرع الثاني: متطلبات نجاح الصكوك والتحديات التي تواجهها
	المبحث الثالث: الدور الاقتصادي للتصكيك
	المطلب الأول: دور التصكيك على مستوى الاقتصاد ككل
	الفرع الأول: دور التصكيك في جذب المدخرات وتوطين رؤوس الأموال
	الفرع الثاني: دور التصكيك في تمويل المشروعات الصغيرة
	الفرع الثالث: تمويل عجز الموازنة والمشاريع الحكومية
	المطلب الثاني: دور التصكيك على مستوى سوق الأوراق المالية

	الفرع الأول: إضافة أدوات ومؤسسات مالية إسلامية
	الفرع الثاني: توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في سوق الأوراق المالية
	الفرع الثالث: الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية
	المطلب الثالث: دور التصكيك على مستوى الجهاز المصرفي
	الفرع الأول: دور التصكيك في حل مشكلة نقص السيولة على مستوى المصارف الإسلامية
	الفرع الثاني: دور التصكيك في المواءمة بين موارد البنك واستخداماته
	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
	تمهيد
	المبحث الأول: واقع الصكوك عالميا وحجم إصدارها في أسواق الأوراق المالية
	المطلب الأول: حجم الإصدار العالمي للصكوك والقطاعات والمشاريع الممولة
	الفرع الأول: حجم الإصدار العالمي للصكوك وتزايد أهميتها
	الفرع الثاني: القطاعات الممولة من عمليات الإصدار
	المطلب الثاني: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع والعملية
	الفرع الأول: حجم إصدار الصكوك عالميا بحسب النوع
	الفرع الثاني: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب العملة
	المطلب الثالث: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب الجهة والبلد
	الفرع الأول: إصدارات الصكوك العالمية بحسب الجهة(المصدر)
	الفرع الثاني: من حيث البلد
	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
	المطلب الأول: لمحة عن سوق الأوراق المالية الماليزي
	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي
	الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي

	الفرع الثالث: الهيئات الرقابية لسوق الأوراق المالية الماليزي
	المطلب الثاني: معلومات عامة عن سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا
	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا والإستراتيجية المتبعة لتطويره
	الفرع الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا
	الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
	المطلب الثالث: النظام القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا ودور الهيئة الشرعية
	الفرع الأول: النظام القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي
	الفرع الثاني: هيئة الرقابة الشرعية ومهامها
	المبحث الثالث: تطورات مكانة سوق الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي
	المطلب الأول: نظرة تاريخية لسوق الصكوك الماليزي وتطور نشاطه
	الفرع الأول: نظرة تاريخية
	الفرع الثاني: تطور نشاط سوق الصكوك الماليزي
	المطلب الثاني: التطور النوعي للصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي
	الفرع الأول: الصكوك المتواجدة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي
	الفرع الثاني: دور الصكوك في تخصيص التمويل
	المطلب الثالث: أهمية سوق الصكوك من سوق رأس مال إسلامي في ماليزيا وعوامل نجاح للتجربة الماليزية في الصكوك
	الفرع الأول: أهمية سوق الصكوك من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
	الفرع الثاني: عوامل نجاح التجربة الماليزية
	خلاصة الفصل
	النتائج والتوصيات
	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع

قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
	نسب الإصدار العالمي للصكوك بحسب النوع عام (2008)	(1-3)
	حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع (2009)	(2-3)
	حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب المصدر لعام (2008م)	(3-3)
	إصدارات الصكوك بحسب المصدر خلال (2008) النصف الأول (2009)	(4-3)
	حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب المصدر خلال سنة (2010)	(5-3)
	الحجم الكلي للإصدارات الصكوك بحسب الدول في (2009-2010-2011)	(6-3)
	أهم مراحل تطور سوق الصكوك الماليزي	(7-3)
	تطور إصدارات الصكوك بحسب النوع (2001-2011)	(8-3)

قائمة الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
	قيم إصدارات الصكوك عالميا (2010-2001)	(1-3)
	صكوك دول مجلس التعاون الخليجي والسندات في (2011)	(2-3)
	إصدار الصكوك عالميا بحسب القطاع 9 أشهر (2010)	(3-3)
	الإصدار العالمي للصكوك قطاعيا (الربع الأول والثاني 2011)	(4-3)
	الإصدار العالمي للصكوك قطاعيا (الربع الثالث والرابع 2011)	(5-3)
	حجم إصدار الصكوك العالمية بحسب النوع (2007-2001)	(6-3)
	حجم إصدارات الصكوك بحسب النوع(2007 - 2008)	(7-3)
	حجم إصدارات الصكوك بحسب النوع(2010)	(8-3)
	حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب النوع:(النصف الأول 2011)	(9-3)
	حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب النوع خلال (2011 .3Q)	(10-3)
	حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب النوع(4Q. 2011)	(11-3)
	حجم الإصدارات العالمية بحسب العملة خلال (2007-2001)	(12-3)
	نسب إصدارات الصكوك الدولية بحسب العملة في (2008)	(13-3)
	حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب العملة (4Q.2009)	(14-3)
	حجم الإصدار العالمي بحسب العملات (9 أشهر من 2010)	(15-3)
	حجم الإصدارات العالمية للصكوك بحسب العملات خلال (4Q.2010)	(16-3)
	حجم الإصدارات من الصكوك العالمية بحسب العملات خلال (4Q.2011)	(17-3)
	تطور إصدارات الصكوك حسب المصدر خلال (2007-2001)	(18-3)
	حجم الإصدارات العالمية للصكوك بحسب المصدر خلال (4Q.2011)	(19-3)
	حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب البلد للفترة(2000، نوفمبر 2006)	(20-3)
	الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية الماليزية	(21-3)

	عدد الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية (الفترة 1997-2009)	(22-3)
	حجم إصدار الصكوك في ماليزيا للفترة (2001-2007)	(23-3)
	حجم الإصدار السنوي للصكوك في ماليزيا (2001-2007)	(24-3)
	تطور عدد المؤسسات التي تتوافق إصداراتها مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية	(25-3)
	الصكوك الوسيلة التمويلية المفضلة في ماليزيا	(26-3)
	حجم التداول في سوق الصكوك الماليزي خلال الفترة (2005-2011)	(27-3)
	الإصدارات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بحسب القطاعات (2008)	(28-3)
	إصدار الصكوك بحسب القطاعات في ماليزيا خلال (2011)	(29-3)
	قيمة سوق الأوراق المالية إلى قيمة سوق الأوراق المالية الإسلامية (سبتمبر 2008)	(30-3)

فهرس المحتويات:

رقم الصفحة	العنوان
	التشكرات
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
أ	المقدمة العامة
الفصل الأول: سوق الأوراق المالية الإسلامية	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية
3	المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية
3	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية
5	الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية
7	المطلب الثاني : الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وأهميته
7	الفرع الأول: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية
12	الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية
14	المطلب الثالث: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية ومعوقاته
15	الفرع الأول: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية
18	الفرع الثاني: معوقات قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية
19	المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية والحكم الشرعي لها
20	المطلب الأول: أدوات الملكية والحكم الشرعي لها
20	الفرع الأول: تعريف الأسهم
21	الفرع الثاني: خصائص الأسهم
22	الفرع الثالث: أنواع الأسهم وحكمها الشرعي
30	المطلب الثاني: أدوات الدين وحكمها الشرعي

30	الفرع الأول: تعريف السندات
31	الفرع الثاني: خصائص السندات
32	الفرع الثالث: أنواع السندات
37	الفرع الرابع: الحكم الشرعي للسندات
40	المطلب الثالث: الأدوات الحديثة وحكمها الشرعي
40	الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية
42	الفرع الثاني: أنواع المشتقات وحكمها الشرعي
50	الفرع الثالث: بدائل المشتقات المالية في الإسلام
52	المبحث الثالث: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الإسلامية
52	المطلب الأول: تنظيم السوق
52	الفرع الأول: الأعضاء
64	الفرع الثاني: الهيئة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية
66	المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية وعملياتها من منظور إسلامي
66	الفرع الأول: أوامر سوق الأوراق المالية من منظور شرعي
73	الفرع الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية وحكمها الشرعي
78	المطلب الثالث: طرق تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية والحكم الشرعي
78	الفرع الأول: طرق تحديد الأسعار
80	الفرع الثاني: الحكم الشرعي لطرق التسعير
83	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: التصكيك	
85	تمهيد
86	المبحث الأول: التأصيل المفاهيمي للتصكيك
86	المطلب الأول: ماهية التصكيك
86	الفرع الأول: مفهوم التصكيك
88	الفرع الثاني: خطوات التصكيك وضوابطه الشرعية
93	المطلب الثاني: مزايا التصكيك

93	الفرع الأول: مزايا التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي
94	الفرع الثاني: مزايا التصكيك بالنسبة للمستثمرين
94	الفرع الثالث: مزايا التصكيك بالنسبة للاقتصاد ككل
95	المطلب الثالث: عوامل اتساع نطاق التصكيك
95	الفرع الأول: الهندسة المالية الإسلامية
101	الفرع الثاني: المتغيرات المالية العالمية
105	المبحث الثاني: التعامل بالصكوك
105	المطلب الأول: نشأة ومفهوم الصكوك
105	الفرع الأول: نشأة الصكوك
107	الفرع الثاني: مفهوم الصكوك
110	المطلب الثاني: أنواع الصكوك وأهميتها
110	الفرع الأول: أنواع الصكوك
119	الفرع الثاني: أهمية الصكوك
120	المطلب الثالث: تداول الصكوك وأرباحها
120	الفرع الأول: تداول الصكوك
124	الفرع الثاني: أرباح الصكوك
127	المطلب الرابع: مخاطر ونجاح الصكوك بين التطلب والتحدي
127	الفرع الأول: مخاطر الصكوك
133	الفرع الثاني: متطلبات نجاح الصكوك والتحديات التي تواجهها
136	المبحث الثالث: الدور الاقتصادي للتصكيك
136	المطلب الأول: دور التصكيك على مستوى الاقتصاد ككل
136	الفرع الأول: دور التصكيك في جذب المدخرات وتوطين رؤوس الأموال
138	الفرع الثاني: دور التصكيك في تمويل المشروعات الصغيرة
139	الفرع الثالث: تمويل عجز الموازنة والمشاريع الحكومية
144	المطلب الثاني: دور التصكيك على مستوى سوق الأوراق المالية

144	الفرع الأول: إضافة أدوات ومؤسسات مالية إسلامية
144	الفرع الثاني: توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في سوق الأوراق المالية
144	الفرع الثالث: الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية
145	المطلب الثالث: دور التصكيك على مستوى الجهاز المصرفي
145	الفرع الأول: دور التصكيك في حل مشكلة نقص السيولة على مستوى المصارف الإسلامية
146	الفرع الثاني: دور التصكيك في المواءمة بين موارد البنك واستخداماته
148	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا	
150	تمهيد
151	المبحث الأول: واقع الصكوك عالميا وحجم إصدارها في أسواق الأوراق المالية
151	المطلب الأول: حجم الإصدار العالمي للصكوك والقطاعات والمشاريع الممولة
151	الفرع الأول: حجم الإصدار العالمي للصكوك وتزايد أهميتها
155	الفرع الثاني: القطاعات الممولة من عمليات الإصدار
157	المطلب الثاني: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع والعملية
157	الفرع الأول: حجم إصدار الصكوك عالميا بحسب النوع
164	الفرع الثاني: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب العملة
172	المطلب الثالث: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب الجهة والبلد
173	الفرع الأول: إصدارات الصكوك العالمية بحسب الجهة (المصدر)
178	الفرع الثاني: من حيث البلد
181	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
181	المطلب الأول: لمحة عن سوق الأوراق المالية الماليزي
181	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي
184	الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي
185	الفرع الثالث: الهيئات الرقابية لسوق الأوراق المالية الماليزي

187	المطلب الثاني: معلومات عامة عن سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا
187	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا والإستراتيجية المتبعة لتطويره
190	الفرع الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا
192	الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية
194	المطلب الثالث: النظام القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا ودور الهيئة الشرعية
194	الفرع الأول: النظام القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي
196	الفرع الثاني: هيئة الرقابة الشرعية ومهامها
199	المبحث الثالث: تطورات مكانة سوق الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي
199	المطلب الأول: نظرة تاريخية لسوق الصكوك الماليزي وتطور نشاطه
199	الفرع الأول: نظرة تاريخية
204	الفرع الثاني: تطور نشاط سوق الصكوك الماليزي
208	المطلب الثاني: التطور النوعي للصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي
208	الفرع الأول: الصكوك المتواجدة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي
210	الفرع الثاني: دور الصكوك في تخصيص التمويل
212	المطلب الثالث: أهمية سوق الصكوك من سوق رأس مال الإسلامي في ماليزيا وعوامل نجاح للتجربة الماليزية في الصكوك
212	الفرع الأول: أهمية سوق الصكوك من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
214	الفرع الثاني: عوامل نجاح التجربة الماليزية
216	خلاصة الفصل
217	النتائج والتوصيات
221	الخاتمة العامة
223	قائمة المراجع

المقدمة العامة

أهمية البحث:

إن المنظومة الاقتصادية بمفهومها، هي مجموعة الأجهزة والعناصر المترابطة، المتكاملة والمتفاعلة فيما بينها والتي تخضع لقوانين وإجراءات تنظم عملها لتحقيق هدف مشترك لها يتمثل خاصة في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي. ومن بين هذه الأجهزة المكونة للنظام الاقتصادي سوق الأوراق المالية الذي يعتبر محور التنمية الاقتصادية في الاقتصاديات المعاصرة نظرا لتوفيره عصب الحياة للنشاط الاقتصادي المتمثل في الأموال، وبناء على ما سبق زاد وعي البلدان الإسلامية بمكانة هذا السوق فسعت لإقامة سوق إسلامي للأوراق المالية، تكون معاملاته المالية وفق قوانين مستمدة من مبادئ الشريعة الإسلامية.

ولنجاح أي سوق للأوراق المالية يجب أن يكون هناك إبداع وتطور في المنتجات المالية تراعي في ذلك تطور احتياجات الأفراد، وفي هذا السياق نجد أهم ما وصلت إليه الهندسة المالية الإسلامية، وهو ما يعرف بتقنية التصكيك التي يهدف من ورائها توفير منتجات وأدوات مالية إسلامية قابلة للتداول تمتاز بالمرونة في التعامل والإصدار بحيث تحقق لمالكها التوازن بين الربحية والأمان وإمكانية الحصول على السيولة بأسرع وقت وأقل تكلفة.

الإشكالية:

في ظل المستجدات المالية العالمية وتزايد انتشار الصناعة المالية الإسلامية على المستوى العالمي، وظهر أسواق إسلامية للأوراق المالية واجتهادات لتلبية احتياجات الأفراد ظهرت تقنية التصكيك كأحد صور هذه الاجتهادات ولتكون بديل شرعي لتقنية التوريق، وعليه يتبادر إلى الأذهان الإشكال التالي:

هل تستطيع تقنية التصكيك تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية؟ وكيف ذلك؟

ومن خلال هذه الإشكالية تظهر عدة تساؤلات فرعية سوف تتم الإجابة عليها من خلال محتويات الفصول أهمها:

- ماهي معالم كينونة سوق الأوراق المالية الإسلامية؟

- ماهي مضامين تقنية التصكيك؟

- ما الفرق بين التصكيك والتوريق؟

- ماهي الصكوك الإسلامية؟ ما الفرق بين الصك والسند والسهم؟

- ما مدى فعالية سوق الصكوك الماليزي على مستوى السوق الإسلامي للأوراق المالية بماليزيا؟

الفرضيات:

يمكن حصر فرضيات هذه الدراسة، والتي سوف يجري اختبار صحتها، فيما يلي :

- يعد سوق الأوراق المالية الإسلامية إطار مالي جديد، ملامحه بعيدة كل البعد عن سوق الأوراق المالية

التقليدية.

-يقدم التصكيك ادوات مالية استثمارية قادرة على تفعيل سوق الاوراق المالية الاسلامية.

-سوق الصكوك الماليزي هو سوق تقل أهميته على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا.

أهداف البحث:

تتمثل أهداف هذه الدراسة في الآتي:

-التعرف على مفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية من منظور اسلامي.

-التعرف على حكم التعامل بالأوراق المالية التقليدية.

-التعرف على أدوات الاستثمار الشرعية.

-التعرف على تقنية التصكيك كتقنية حديثة ومعرفة أهميتها على سوق الأوراق المالية الإسلامية من

الناحية النظرية والتطبيقية.

-إعطاء الاقتصاد الإسلامي حقه من الدراسة والاهتمام

أسباب اختيار الموضوع

-موضوع البحث في إطار حقل الدراسة والتخصص

-حدثة الموضوع مما يجعل الموضوع حيويًا ومثيرًا للاهتمام

-قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت الموضوع.

المناهج المتبعة:

اعتمدنا في هذه الدراسة على مجموعة من المناهج التي تتماشى مع محتويات البحث ونوع المعلومات المتحصل عليها، وتتمثل هذه المناهج في:

-**المنهج التاريخي:** تم استخدامه في سرد النشأة التاريخية لكل من سوق الأوراق المالية الإسلامية، الصكوك، سوق الصكوك الماليزي بالإضافة إلى تتبع الإحصائيات التاريخية.

-**المنهج الوصفي:** الذي استخدمناه في ذكرنا للتعريف: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية، تعريف الأسهم، السندات، الصك، التوريق، التصكيك بالإضافة إلى المبادئ والخصائص.

-**المنهج التحليلي:** الذي يتماشى مع معرفة الآثار الاقتصادية للتصكيك وأثره على سوق الأوراق المالية الإسلامية بصفة خاصة.

-**المنهج الوصفي التحليلي:** وذلك بالتطرق بالوصف للبيانات والاحصائيات ومن ثم تحليلها.

أدوات جمع وتحليل البيانات:

لإنجاز هذه الدراسة قمنا بالاعتماد على مجموعة من الأدوات لجمع المادة العلمية تمثلت في:

-**الأدوات البيوغرافية:** الكتب الأبحاث العلمية المقالات، مواقع الانترنت والمجلات

-**الإحصائيات من خلال الجداول والبيانات التي تم تحليلها**

المصطلحات الأساسية:

- سوق الاوراق المالية الاسلامية: سوق منظم ينعقد في مكان معين وفي اوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعا وشراء لمختلف الاوراق المالية المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية، ويهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة

- كفاءة اسواق الاوراق المالية الاسلامية: مدى قدرة هذه الأسواق على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية

- الهيئة الشرعية لسوق الاوراق المالية الاسلامية: تمثل الجهة المسؤولة عن تطبيق أو مراعاة تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية على المعاملات والأنشطة القائمة في السوق الإسلامي من خلال الفتوى والرقابة الشرعية

- الهندسة المالية الاسلامية: مجموعة الأنشطة التي تتضمن ابتكار وتطوير أدوات وآليات تمويلية وصياغة حلول إبداعية لحل مشكلة التمويل في إطار الضوابط الشرعية

-التصكيك: تقسيم ملكية الاصول والموجودات المادية لمشروع حقيقي الى اجزاء يمثل كل منها صكا قابل

للتداول لاغراض الاستثمار في سوق الاوراق المالية وفق الضوابط والمعايير الشرعية

-الصك: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في موجودات

مشروع معين أو نشاط استثماري خاص

-دراسة مبارك بن سليمان محمد آل سليمان (2005):

الذي اهتم بدراسة السوق المالي التقليدي ثم الإسلامي من خلال أحكام الأوراق المالية التقليدية وأحكام الهيكل التنظيمي والتشغيلي للسوق حيث انتهى بعدم جواز معظم الأدوات التقليدية وقد أظهر عدم مخالفة الهيكل التنظيمي والتشغيل للسوق التقليد على القواعد الشرعية الإسلامية. من عمل السماسرة والمتخصصون وشرعية إعطاء الأوامر .

-دراسة شعبان محمد البرواري (2002):

الذي اهتم بدراسة البورصة التقليدية من مفاهيم وهيكل تنظيمي، ثم أحكام الأدوات المالية التقليدية وأحكام مختلف العمليات القائمة بالبورصة مع ذكر البدائل الشرعية للاستثمار الشرعي حيث انتهى بعدم جواز معظم الأدوات المالية التقليدية بالإضافة إلى عدم جواز بعض العمليات القائمة في البورصات التقليدية وجواز عمليات السمسرة.

-دراسة نبيل خليل طه سمور (2007):

الذي ألقى الضوء على سوق الأوراق المالية التقليدية من مفاهيم وتقسيمات ثم وضع هذا السوق في ميزان الفقه الإسلامي من أحكام للأدوات التقليدية والعمليات القائمة في الأسواق التقليدية ثم قام بإسقاط الجانب النظري على الواقع من خلال دراسة حالة السوق الماليزي حيث انتهى بجدية المسؤولين الماليزيين بالاهتمام بالصناعة المالية الإسلامية ورغم هذا الاهتمام ومراعاة الضوابط الشرعية إلا أن السوق الماليزي يحتوي على مخالفات شرعية للعقود القائمة فيه.

-دراسة زاهر بني عامر (2008):

تضمنت الدراسة الأسواق المالية التقليدية نظريا ماهية التصكيك التقليدي والإسلامي والتطرق إلى آثار التصكيك الاقتصادية وعلى أسواق الأوراق المالية الإسلامية حيث انتهى إلى مدى أهمية هذه التقنية على مستوى الاقتصاد ككل وعلى مستوى الجهاز المصرفي وخاصة على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية.

-دراسة أسامة عبد الحليم الجورية (2009):

تم التركيز على الدراسة التفصيلية للصكوك وأهميتها الاقتصادية حيث انتهى بالوصول إلى الأهمية الكبيرة التي تكتسيها الصكوك اقتصاديا.

هيكل البحث:

من أجل الوصول إلى أهداف البحث وفقا لطبيعة المعلومات المتحصل عليها تم ترتيبها وتقسيمها إلى ثلاثة فصول:

الفصل الأول: تطرقنا فيه إلى كل ما يمكن أن يعرفنا على معالم كينونة السوق من خلال ثلاثة مباحث ، تم فيها التعرض إلى ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية والذي اشتمل على النشأة والمفهوم الضوابط والأهمية ،شروط الإنشاء والمعوقات بالإضافة الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية التقليدية ومعرفة الأحكام الشرعية لها لنستخلص أدوات السوق الإسلامي، وإلقاء الضوء على الهيكل التنظيمي والتشغيلي من خلال معرفة المنظمين والعاملين في السوق الاسلامي، وأمر السوق وكيفية تحديد الأسعار.

الفصل الثاني: تم فيه التعريف بالتقنية ومنتجاتها وآلية العمل بهذه المنتجات ثم أهمية هذه التقنية على مستوى الاقتصاد، المصارف، وسوق الأوراق المالية الإسلامية.

الفصل الثالث:

وهو الفصل الذي يبين لنا مكانة تقنية التصكيك في سوق الأوراق المالية الإسلامية على أرض الواقع من خلال تتبع تطورات منتجات هذه التقنية عالميا وفي ماليزيا خاصة.

الصعوبات:

هذا ولم يخل انجاز العمل من بعض الصعوبات التي واجهتنا المتمثلة أساسا في صعوبة جمع المادة العلمية من الناحية النظرية وذلك لقلة الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع بالإضافة إلى صعوبة الحصول على الإحصائيات المتعلقة بالجانب التطبيقي

الفصل الأول

الفصل الأول:

سوق الأوراق المالية الإسلامية

تمهيد:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية.

- **المطلب الأول:** نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية.
 - **المطلب الثاني:** الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وأهميته.
 - **المطلب الثالث:** شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية ومعوقاته.
- المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية والحكم الشرعي لها .

- **المطلب الأول:** أدوات الملكية وحكمها الشرعي.
 - **المطلب الثاني:** أدوات الدين وحكمها الشرعي.
 - **المطلب الثالث:** الأدوات الحديثة وحكمها الشرعي.
- المبحث الثالث: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الإسلامية .

- **المطلب الأول:** تنظيم السوق.
- **المطلب الثاني:** أوامر سوق الأوراق المالية وعملياتها من منظور إسلامي.
- **المطلب الثالث:** طرق تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية وحكمها الشرعي.

خلاصة الفصل .

تمهيد:

يرجع السبب الأساسي لإنشاء أسواق الأوراق المالية إلى زيادة الاحتياج لرؤوس الأموال الضخمة المستخدمة في تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، مما استوجب خلق أسواق تسمى أسواق الأوراق المالية، بحيث يعمل هذا السوق على تحويل الأموال الفائضة من القطاعات التي لديها فائض إلى القطاعات التي تواجه عجز في الأموال اللازمة لتمويل الإنفاق الاستثماري، لذا فأسواق الأوراق المالية لها دور بالغ الأهمية في التطور الاقتصادي والصناعي التي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها، ومما ترتب عن ذلك من استحداث أدوات مالية جديدة بهدف تسريع، تسهيل وتوسيع نطاق التمويل. ومن هذا المنطلق ومواكبة للتطورات وسعيًا لتحقيق التقدم، تعالت الأصوات والنداءات لتكوين وإنشاء أسواق إسلامية للأوراق المالية تحقق ما تحققه الأسواق المالية التقليدية من تمويل ومساهمة في دفع عجلة التنمية، مع مراعاة صحة المعاملات القائمة في السوق والتي توضحها ضوابط عمل السوق الإسلامي.

وقد اهتم هذا الفصل بسوق الأوراق المالية الإسلامية والذي تكون من ثلاث مباحث هي:

المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

المبحث الثاني : أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية والحكم الشرعي لها.

المبحث الثالث: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

للمال دور مهم في تحريك عجلة التنمية الاقتصادية، وهو يعتبر من أهم الشروط الواجب توافرها لإقامة المشاريع الاقتصادية في الإسلام، ويعتبر سوق الأوراق المالية أهم الأسواق التي تسهل انتقال رؤوس الأموال وتزويد الوحدات الاقتصادية بالمال اللازم لتغطية العجز وهذا ما ينطبق على سوق الأوراق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية:

مر إنشاء السوق الإسلامي للأوراق المالية بمراحل عديدة، أكدت كلها على تطبيق ضوابط ومبادئ للمعاملات القائمة بالسوق مستمدة من الشريعة الإسلامية، ونتيجة لحدثة نشأة هذا السوق كانت التعاريف الخاصة به قليلة، تم البحث عنها وتجميعها للوصول إلى مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعود جذور بناء سوق للأوراق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي بضوابط شرعية وفق أسس الاقتصاد الإسلامي، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن حمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني الذي صدر بالأردن مع القانون رقم (13) سنة 1978 م، ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص لسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم (10) لسنة 1981 م، ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984 م، إلى أن جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالي إسلامي، وذلك من خلال طرحه لفكرته في ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس سنة 1984 م، حيث قدم اقتراحه المتمثل في تداول الحصص الاستثمارية في حالة السلم والإيجار والمرابحة (وذلك لمعلومية الربح في هذه الصيغ)، اقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البحرين الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا على أساس

محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار قرار رقم (17) لسنة 1986، الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية لتكون البحرين السباق في هذا المجال¹.

ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق ثانوي مكمل للسوق الأولى التي بدأت تظهر بوادرها في إصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات. حيث جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية الذي عقد بدبي سنة 1406 هـ الموافق ل 1985 م في المادة 08 ضرورة التعاون بين المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد أدوات مالية (خاضعة لضوابط الشريعة الإسلامية) تشكل أساساً لسوق مالي إسلامي، ثم طرحت الفكرة أيضاً في المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية الذي عقد في اسطنبول سنة 1407 هـ الموافق ل 1986 م، وذلك في إطار إنشاء صندوق استثمار مشترك بين البنوك الإسلامية، تساهم فيه هذه الأخيرة وتكون مهمتها إنشاء المشروعات و طرح صكوك أو شهادات لتمويل هذه المشروعات. وقد كان بنك دبي الإسلامي أول من طرح هذه الفكرة، ثم أعاد طرح الفكرة في ندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية بعمان الأردن سنة 1407 هـ الموافق ل 1987 م، كما طرح نفس الفكرة اقتصادي آخر في بحث مقدم إلى ندوة عقدت في ألمانيا سنة 1409 هـ الموافق ل 1988 حيث قال: " من الواضح أن المطلوب ليس هو بذل الجهود من أجل استعمال الطرق التقليدية في تحريك الأموال مع إدخال تغيير هامشي عليها، بل تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوي لهذه الأموال"².

ثم تكررت النداءات بعد أيام قليلة في ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر والتي عقدت في القاهرة سنة 1409 هـ الموافق 1988 م، حيث طالبت الندوة في توصياتها بتطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وإنشاء سوق مالي إسلامي لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد

¹ - سليمان ناصر، " تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية- دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية-"، سلسلة بحوث منهجية مختارة، نشر جمعية التراث، القرارة، غرداية، ط1، 2002، ص ص. 347-348.
² - المرجع نفسه، ص. 348.

الإسلامية. وبعد ذلك جاءت الندوة الأولى للأسواق المالية المنعقدة في الرباط سنة 1989م، والتي قد جاء من بين توصياتها وجوب العناية بأمر هذه الأسواق وتعريف الناس بأحكامها. وبقيت فكرة هذه السوق عبارة عن كتابات وأدوات تتعامل في الأسواق الوضعية وسعت مجموعة من الدول إلى إنشاء هذه السوق حيث أنشئ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994 م¹.

ثم جاء بعد ذلك الاتفاق على إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية في مملكة البحرين بموجب مرسوم ملكي رقم 22 لسنة 2002م في أغسطس من نفس السنة، وباشرت أعمالها منذ ذلك التاريخ، وهي ليست سوقا بالمعنى المكافئ ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية.

وكان الأعضاء المؤسسون للسوق: البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك اندونيسيا، لبوان للخدمات المالية الخارجية (Labuan Offshore Financial Services) (LOFS) كممثل للبنك المركزي الماليزي، بنك السودان، وزارة المالية بسلطته بروناي، وانضمت بعد ذلك عدة بنوك إسلامية وبعض الشركات ممن لهم صلة بالمؤسسات المالية الإسلامية ومن بينها بنك أبو ظبي الإسلامي، بيت التمويل الكويتي، البنك الإسلامي الأردني².

الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

لكي نحدد مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية يتطلب الأمر منا استقراء تعاريف الباحثين فيه ، وهناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية الإسلامية سنذكرها تباعا:

¹ - المرجع نفسه، ص. 349 .

² - محمد عبد الحلیم، " أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية"، ص.1، تاريخ الإطلاع 2011/12/15 ، عن الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/Markets/318.rar>

" هو سوق منظم ينعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"¹.

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

ويمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال هدفه: " أنه ذلك السوق الذي يهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم، ومتفق عليه بين الأطراف المتعاملة بناء على قواعد وقيم الشريعة الإسلامية"³.

وعليه يمكن القول أن سوق الأوراق المالية الإسلامية هو:

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

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

¹ - زكريا سلامة عيسى شطاوي، " الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص. 30.

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

³ - جمال العمارة ورايس حدة، " تحديات السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص. 6.

- سوق منظم يخضع لقوانين وقواعد تنظم وتحكم عملياته.
- يجرى التعامل فيه على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا، والتعامل بها مقيد بالإطار الشرعي.
- للسوق الإسلامي دور فعال من خلال إسهامه في إحداث التنمية الاقتصادية وذلك عن طريق تجميع المدخرات وتمويل المشروعات بما يلي حاجيات المجتمع.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وأهميته

يلتزم القائلون والمتعاملون في أسواق الأوراق المالية الإسلامية بمبادئ وضوابط تشكل نقطة الفصل بين سوق الأوراق المالية التقليدي والإسلامي، ويمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية ركنا هاما في هيكل النظام التمويلي الإسلامي، ويستمد هذه الأهمية من الوظائف التي يؤديها وما يوفره للمتعاملين.

الفرع الأول: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

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

أولا: الالتزام بالقيم الإسلامية في معاملات الأسواق:

كلما كان الالتزام بالقيم ضعيفا كلما كانت هناك اختلالات في الأسواق، ويمكن إجمال القيم الإسلامية

في المجموعات الآتية¹:

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

¹ - حسين شحاتة، " المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة الأزمات في سوق الأوراق المالية"، ص.10، تاريخ الاطلاع 2011/12/17، عن الموقع:

<http://www.darelmashora.com/download.ashx%3Fdocid%3D4da&sa=u&ei=N-AJT-HON4-eot3m-B4&ved=OCBEQFJAB&U>

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

- القيم السلوكية: ومنها التعاون، التضامن، الاستقامة والرفق.

وهذا ما يؤكد قول الرسول صلى الله عليه وسلم: " إن التجار يبعثون يوم القيامة فجارا إلا من اتقى الله

وبر وصدق".

ثانيا: خلو المعاملات من الربا:

وقد أجمع علماء الأمة على تحريم الربا، وهو ما يعني عدم جواز دفع أية عوائد نتيجة تأجيل دفع

المبلغ¹، وهذا ما تؤكد الآيات الكريمة لقول الله عز وجل: " 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"².

ثالثا: تحقيق قاعدة الغنم بالغرم:

تقوم المعاملات المالية في الاقتصاد الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، وعلى

التداول الفعلي للأموال والموجودات، ويحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب والأولويات الإسلامية وتحقيق

المنافع المشروعة، والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال وأصحاب الأعمال والخبرة وفق ضابط

العدل والحق وبذل الجهد³.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- خالد محمود الزهار ورامي صالح عبدة، " نحو أسواق مالية إسلامية"، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، ماي، 2005، ص. 14.

- « **islamic capital market fact finding report** », report of islamic capital market task force of the international organization of securities commission, july 2004, p. 6.on11/12/2011,from the website: finding report.pdfwww.sc.com.my/eng/html/icm/ICM-IOSCOfact

² - سورة البقرة، الآية رقم 275.

³ - زايري بلقاسم مهدي ميلود، " موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، خميس مليانة، يومي 5 - 6 ماي 2009، ص. 12.

* بيع العزير: هو البيع الذي يتضمن خطرا يلحق أحد المتعاقدين فيؤدي إلى ضياع ماله أو جزء منه.
بيع العينة: هو بيع الرجل السلعة إلى أجل، ثم يشتريها ممن باعها له بثمن أقل من الثمن الذي باعها له به.
بيع ما ليس عندك: هو بيع سلعة ليست موجودة عند البائع أو أي شيء قبل تملكه.

رابعاً: تجنب البيوع الغير المشروعة والفاصلة:

والمتمثلة في : (بيع الغرر، بيع العينة وبيع ما ليس عندك، بيع النجش، القمار، الميسر، بيع الكالئ بالكالئ) *¹.

خامساً: ضابط الالتزام بالأولويات الإسلامية:

فقه المعاملات المالية يلزم سوق الأوراق المالية الإسلامية بضبط وترشيد وتوجيه الأموال نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة، وفق أولويات استثمارية ثم ترتيبها في ثلاث مراتب هي الضروريات الحاجات والتحسينيات، لذلك لا يصح إعطاء المشروعات الغير المهمة الأولوية على حساب تلك التي تتميز بالأهمية².

سادساً: معيار الوضوح والشفافية:

يؤكد هذا المعيار أهمية الشفافية والوضوح التي تحدد الهدف من التعاقد والمقصود منه، فالأصل في الأموال الوضوح والشفافية وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للسوق المالي³.

سابعاً: الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

في أسواق الأوراق المالية المعاصرة تكثر المضاربات الغير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار ولكن بغرض التأثير على الأسعار

¹ بيع النجش: هو أن يتفق البائع مع شخص آخر ليزيد في ثمن السلعة المعروضة، ليس بقصد شرائها بل ليقتني به الراغب، فيزيد لزيادته ظن منه أن تلك الزيادة لرخص السلعة، اعتزازاً به، وهذه خديعة محرمة.
القمار: هو المراهنه، وهو كل شيء ترتب عليه غنم أو عزم، وهو كل بيع يغلب عليه الجهالة ويحتف به الغرر والخطر.
الميسر: هو القمار.

بيع الكلي بالكالئ: هو بيع الدين بالدين.

² - حسين شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص. 10.

³ طويطي مصطفى وشرع يوسف، " صيغ التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي وضوابطه"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع، ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرادية يومي 23 - 24 فيفري 2011، ص. 3.

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

لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامي للأوراق المالية لا توجد مثل هذه المضاربات، لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي، مثل المشاركات والإجازات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام حرم الاحتكار حيث قال الرسول صلى الله عليه وسلم: " المحتكر ملعون والجالب مرزوق"¹.

ثامنا: حرية التعاقد:

لقد ضمن الإسلام حرية التعاقد، فلا يتم ولا يصح التعاقد إلا برضى الطرفين²، حيث قال عز وجل: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِنْكُمْ"³.

❖ أهمية الالتزام بالضوابط الشرعية:

للضوابط والأحكام الشرعية التي تحكم المعاملات في السوق الإسلامي للأوراق المالية أهمية كبيرة فيما يتعلق بكفاءة السوق، وهذا ما سيتم توضيحه.

- الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

يعني بها مدى توفر المعلومات للمستثمرين من سرعة وجودها وسهولة الحصول عليها، وقلة

تكلفتها، بحيث تعكس الأوراق المالية المتبادلة القيم الحقيقية للأصول المالية، وأن تكون حركة

الأموال بسهولة وسرعة ودقة، ويظهر نوعان من أنواع الكفاءة هما⁴:

¹ - أحمد محمد نصار، " الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها"، ص 1، تاريخ الإطلاع: 2011/12/10، عن الموقع: <http://www.philadelphia.edu.jo/courses/Markets/Files/Markets/135.doc>

² - خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، مرجع سبق ذكره، ص 15.

³ - سورة النساء، الآية 29.

⁴ - عبد الله بن محمد الرزوين، " كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مقالات، مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية، تاريخ الإطلاع: 2011/12/24، عن الموقع:

<http://www.cibafi.org/newscenter/Details.aspx?Id=11376&cat=12&RetId=0>.

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

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

-الكفاءة في سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الإسلامي:

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

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

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

¹ - المرجع نفسه.

- أما الكفاءة الحقيقية فمعياريها في الأسواق الإسلامية للأوراق المالية يرتبط بمدى قدرة هذه الأسواق على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، ومدى انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية، وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية¹.

الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية

الرأي الفقهي الإسلامي لا يختلف عن الرأي التقليدي من حيث دور أهمية أسواق الأوراق المالية بالنسبة للأفراد والمجتمع، فأسواق الأوراق المالية التقليدية لديها من الأنشطة ما هو مشروع وموافق لأحكام الشريعة الإسلامية، ومنها ما هو غير مشروع، لذلك فإن الشريعة الإسلامية لا تقوم على هدم كل المفاهيم المالية التقليدية والبناء عليها من جديد، وإنما تقوم الشريعة باستثناء وإلغاء ما هو مخالف لأحكام الشريعة وتعديل ما يمكن تعديله ليتوافق مع أحكامها الإسلامية²، ومن هذا المنطلق يمكن إيجاز أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في النقاط التالية:

أولاً: الأهمية والوظائف العامة:

وهي الأهمية والوظائف التي يشترك في تقديمها السوق التقليدي والإسلامي والمتمثلة في³:

1- أهميته بالنسبة للاقتصاد الوطني:

وتتمثل هذه الأهمية في:

- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المنتجة وتنشيط حالة الاقتصاد الوطني

¹ - زاهرة علي محمد بني عامر، " التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص. 196.

² - هناء محمد هلال الحنيطي، " دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، المؤتمر العلمي الدولي الأول حول الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 - 2 ديسمبر 2010، ص. 7.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، ص. 8، تاريخ الاطلاع، 2011/12/16، عن الموقع:

<http://www.kantakji.com/Fiqh/Files/markets/44.Doc>.

- ضياء مجيد، " البورصات، أسواق رأس مال وأدواتها، الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003، ص. 7-8.

- محمد الصيرفي، " البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007، ص. 39.

ككل.

- يمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين مختلف الوحدات الاقتصادية.
- يعتبر مؤشرا هاما على حقيقة الوضع الاقتصادي واتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار.
- يعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

II- أهميته بالنسبة للأفراد والمؤسسات:

- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية.
- يساعد على سرعة تداول الأوراق المالية الإسلامية ومعرفة أسعارها وتحويلها إلى نقد سائل.
- توفير الشفافية من خلال نشر والإفصاح عن جميع البيانات المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أوراقها.

ثانيا: الأهمية والوظائف الخاصة:

وهي التي يتميز بها السوق الإسلامي عن غيره من الأسواق إضافة إلى ما سبق فإن سوق

الأوراق المالية الإسلامية يعمل على¹:

- توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، فسوق الأوراق المالية الإسلامية يتيح فرصة استثمار للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- خليل طه سمور، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص. 102.

- عبد الكريم أحمد قندور، " الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007، ص ص. 20-21.

- توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني، حيث يتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة لإصدار أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لا سيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية، لتعزيز ثقة الجمهور بالجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية، كما توفر السوق الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.

ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية بالنسبة للبنوك الإسلامية:

حيث يسمح سوق الأوراق المالية الإسلامية بدخول البنوك الإسلامية بإصدار أوراق مالية شرعية تسمح له بحل مشكلة السيولة من جهة، وتوجيه هذه السيولة في مشاريع استثمارية من جهة أخرى، ونجد أهم التقنيات في هذا المجال تقنية التصكيك التي تساعد البنك الإسلامي في حل مشكلة السيولة، أما الحيز الذي تتم فيه هذه العملية فهو السوق المالي الإسلامي، مما يؤدي إلى تنويع مصادر التمويل أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي المساهمة في تصحيح تجربة المصرفية الإسلامية¹.

المطلب الثالث: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية ومعوقاته:

إن إنشاء الأسواق في الإسلام يتطلب مجموعة من الشروط التي تحدد كيانه، وتكون بمثابة معالم تواجد السوق، وتعتبر هذه الشروط شروطاً عامة تستنبط منها شروط أي نوع من الأسواق ومنها سوق الأوراق المالية، هذا ويواجه السوق الإسلامي للأوراق المالية مجموعة من المعوقات التي تعرقل نشاطه منها ما هو داخلي متعلق بالدول الإسلامية في حد ذاتها، ومنها ما هو خارجي نتيجة الصراع التنافسي مع السوق الوضعي.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- عبد الكريم أحمد، قندور، مرجع سبق ذكره، ص. 21.

- عيسى مرزوقة ومحمد الشريف شخشاخ، " البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية الإسلامي"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي واقع...وراهات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23 - 24 فيفري 2011، ص. 7-8.

الفرع الأول: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرع من فروع أو نوع من أنواع الأسواق، فلذلك سيتم أولاً التطرق إلى مقومات وشروط إنشاء السوق من المنظور الإسلامي وبعدها شروط إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية.

أولاً: شروط السوق من المنظور الإسلامي:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية¹:

- I- المكان: ويشمل الاتساع والضيق، القرب والبعد والكيف.
- II- الزمان: وهو وقت اجتماع التداول.
- III- السلع والخدمات: وهي ما يتاجر بها وهي تقوم على شروط:
 - أن تكون مما لا إثم فيها.
 - أن تكون لها حرية الانتقال.
 - أن تترك تحديد أسعارها بناء لقوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.
- IV- وسائل الدفع: وهي الوسائل التي يتم بها تداول قيم السلع والخدمات بين البائعين والمشتريين.
- V- أدوات القياس: وهي تختلف باختلاف الزمان واختلاف الحاجة وهي الموازين والمقاييس والمكاييل وغيرها.
- VI- البائعون والمبتاعون: وهم عماد السوق سواء كانوا تجاراً أو مستهلكين.

¹ - بن الضيف محمد عدنان، " تاريخ إنشاء وتعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية"، تاريخ الإطلاع 2011/12/23، عن الموقع:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?p=3202#post3202>.

VII- القائمون على السوق: وهم الذين فوضهم ولي الأمر بالإشراف على السوق لتأمين سلامة

العمل فيه، حيث سمي المحتسب في الفقه الإسلامي، حيث يقوم نظام الحسبة في مجال

السوق الإسلامي بالوظائف التالية:

- مراقبة المعاملات ومنع العقود المحرمة.
- مراقبة الصناعات وأعمال الحرفيين وأصحاب المهن.
- ووضع مواصفات للسلعة ومقاييس لجودة الإنتاج.

ثانيا: شروط قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية:

بناء على المقومات العامة وشروط السوق من منظورها الإسلامي يمكن استخراج شروط سوق الأوراق

المالية والمتمثلة في¹:

- I- المكان:** ليس من الضروري وجود مكان فقد تم تعريف سوق الأوراق على أنه الحيز والمجال، فيمكن إجراء الصفقات عن طريق وسائل الاتصال الحديثة أو التعامل وفق الشبكات الالكترونية وهو ما جاء جوازه في قرار رقم (52) للدورة السادسة لمجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة الاسلامية.
- II- الزمان:** وهنا نجد أن من حيث الوقت فثبات الزمان واجب لإتمام الصفقة، أما من ناحية وحده الزمان فنجد عدم وجود ثباتها وذلك لاختلاف للتوقيت من بلد لآخر.
- III- وسائل الدفع:** والمقصود به المال وما دان العمل هنا هو البيع فإن للبيع أحكام يجب مراعاتها ومنهيات يجب تجنبها كما تم ذكرها في الضوابط الشرعية.
- IV- أدوات القياس:** أنه ولمعرفة قيمة الأدوات المالية: والمبلغ النقدي الذي يساوي هذه الأداة فإنه يتم التوجه إلى آلية السوق التي تحدد لنا سعرها انطلاقا من قانون العرض والطلب.

¹ - المرجع نفسه.

V- **البائعون والمتباعون:** بالإضافة إلى الوسطاء وهم حلقة الوصل بين البائعين والمتباعون

ويجب على هؤلاء الالتزام بالقيم الإسلامية.

VI- **القائمون على السوق:** لكي يكون السوق من الناحية التنظيمية والشرعية لابد من إنشاء

هيئات تقوم بهذه المهمة فتسمى هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامي.

VII- **السلع والخدمات:** وهي الأدوات المالية محل التعامل في هذا السوق حيث تمكن رجال الفقه

والاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية تخضع لضوابط الشريعة.

❖ وهناك العديد من الشروط لنجاح الأدوات التمويلية الإسلامية نذكر منها¹:

- وجود الأساس التنظيمي والقانوني لها، أي ضرورة التعريف بالأوراق التي تصدر ووضع

شروط تحمي حكمتها من حيث الجهة المصدرة، ومصداقية تمثيل هذه الأدوات لأصول ثابتة

حقيقية، وكل ما يجب أن تتضمنه نشرة الإصدار.

- وجود الأساس التشريعي لها.

- لا يجوز تداول الأوراق بسعر سوق يختلف عن القيمة الاسمية للورقة، إلا بعد أن يتم تحويل

حصيلة الإصدار من النقود إلى موجودات عينية، أي أن تقوم الجهة المصدرة بشراء

موجودات من حصيلة هذه الأوراق بمبالغ تشكل الجزء الأكبر من حصيلة الأوراق، وذلك

طبقاً لقرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (05) المتخذ بدورتها الرابعة.

- وجود سوق منظم لتداول هذه الأدوات، حتى يتم توفير السيولة اللازمة لحملة الأوراق بحيث

يشجع هذا المستثمرون فيها، في حالة تأكدهم من وجود سوق منظم يجعل الورقة المالية

سائلة وذلك بتسهيل بيعها عند الحاجة إلى قيمتها، كما أن وجود سوق منظم لهذه الأدوات

يشجع الشركات على إصدار مثل هذه الأدوات وطرحها للاكتتاب.

¹ - هشام جبر، " صناديق الاستثمار الإسلامية"، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة الجامعة الإسلامية، غزة، ماي 2005، ص. 31.

الفرع الثاني: معوقات قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعترض عمل السوق الإسلامي مجموعة من العراقيل والمعوقات التي تثبط نشاطه وتحول دون ظهوره كمنافس قوي للسوق التقليدي، حيث يمكن إجمال هذه المعوقات فيما يلي:

أولاً: على الرغم من توفر الأموال لدى البلدان الإسلامية إلا أن معظمها مهجر إلى الأسواق المالية العالمية، وفي نفس الوقت تتجه معظم البلدان الإسلامية إلى الاقتراض من تلك الأسواق بأسعار وفوائد مرتفعة¹.

ثانياً: عدم وجود سلطة دينية ذات قرارات ملزمة: تلجأ المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية إلى تعيين لجان شرعية، بعضوية بعض علماء الشريعة لبيان رأي الدين وإصدار الفتاوى بخصوص تعاملات هذه المؤسسات وأدواتها مما يؤدي إلى اختلاف الآراء التي تبديها لجان الرقابة الشرعية من مؤسسة إلى أخرى ومن بلد إلى آخر بسبب تنوع واختلاف المدارس الفقهية، فقد يوجد أسلوب مسموح للتعامل به في بلد ما ولا نجد ذلك في بلد آخر، حتى إن الأمر قد يختلف من مؤسسة إلى أخرى في البلد نفسه، وهذا يحرم مؤسسات النظام الإسلامي من وحدة الرأي الفقهي، وإمكانية التنسيق والتعاون المحلي والدولي².

ثالثاً: عدم تطوير أدوات إسلامية استثمارية بالدرجة التي تطورت فيها الأدوات الاستثمارية الغير الإسلامية مما يؤدي إلى ضحالة السوق الثانوية لسوق رأس المال في الدول الإسلامية وقلة سيولتها³.

رابعاً: عدم وجود إطار تنظيمي وقانوني داعم للنظام المالي وعمل الأسواق المالية إضافة إلى أنه لا يوجد مركز مالي إسلامي منظم يعمل ضمن الشريعة الإسلامية، وذلك يحرم المؤسسات المالية

¹ - خلف بن سليمان النمري، " إسهامات رابطة العالم الإسلامي في بناء اقتصاد إسلامي بين الدول الإسلامية"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، يومي 3 - 5 جوان 2005، ص. 27.

² - " عوانق أمام النظام المالي الإسلامي ليحل بديلاً للرأسمالية"، دراسات، تاريخ الإطلاع 2011/12/21، عن الموقع:

<http://www.abuijadhtesting.com/newdesign/show-content-sub.php-CUV=34-Model=M-SubModel=26-SubID=790-Shou All=on>.

³ - هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص. 34.

والمصارف الإسلامية من وجود وسيط لتسوية الالتزامات المالية للتعاملات المالية فيما بينها¹.

خامسا: عدم تنوع المؤسسات المالية الإسلامية².

سادسا: انخفاض مستوى التنسيق والتعاون بين المصارف الإسلامية لإدارة رأس المال على صعيد البلد الواحد أو على الصعيد الدولي³.

سابعا: نقص ثقة الجمهور في الهياكل المالية للبلدان الإسلامية ومن بينها أسواق الأوراق المالية، و عدم قدرتها على إدارة الأموال الكبيرة المتدفقة، وأن حسن تدبير هذه الأموال لا يتقنه سوى المؤسسات المالية الغربية⁴.

ثامنا: عدم كفاية الكوادر البشرية، المؤهلة فنيا وعلميا وشرعيا للتعامل مع أدوات النظام المالي الإسلامي، وكيفية التعامل بها، مما يؤدي إلى الحد من مقدرة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على تطوير نفسها وتحقيق النمو والازدهار⁵.

المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية والحكم الشرعي لها:

تختلف نظرة الإسلام للأدوات المالية عنها في النظام الوضعي، حيث أن هناك ضوابط

وأحكام شرعية تحكم العمل بها، وقبل معرفة هذه الأحكام، يجب التعرض والتطرق أولا لأنواع وأشكال

هذه الأدوات، وفوائدها المالية، وتمثل هذه الأدوات في: الأسهم، السندات، والمشتقات المالية.

¹ - "عوانق أمام النظام المالي الإسلامي ليحل بديلا للراسمالية"، مرجع سبق ذكره.

² - عيسى مرازقة ومحمد الشريف شخشاخ، مرجع سبق ذكره، ص. 11.

³ - "عوانق أمام النظام المالي الإسلامي ليحل بديلا للراسمالية"، مرجع سبق ذكره.

⁴ - جاسم علي سالم الشامل، "سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 ماي 2005، ص. 748.

⁵ - "عوانق أمام النظام المالي الإسلامي ليحل بديلا للراسمالية"، مرجع سبق ذكره.

المطلب الأول: أدوات الملكية والحكم الشرعي لها:

تعتبر الأسهم من الأوراق المالية طويلة الأجل، وهي السلعة الرئيسي التي يتم تداولها في سوق

الأوراق المالية ويختلف حكمها الشرعي باختلاف أنواعها.

الفرع الأول: تعريف الأسهم

تعرف الأسهم على أنها أوراق أو أصول مالية، تمثل نصيبا في ملكية إحدى الشركات، وتمثل

الأسهم حقا في أصول الشركة وإيراداتها، وكلما امتلك الشخص عددا أكبر من الأسهم كلما ازداد القدر

الذي يملكه من أصول الشركة وإيراداتها¹.

للسهم عدة قيم نذكر منها²:

أولاً: القيمة الاسمية:

تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

ثانياً: القيمة الدفترية:

تعادل القيمة التي تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة بعد خصم التزاماتها

على عدد الأسهم المصدرة، أو بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة.

ثالثاً: القيمة السوقية:

تمثل القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير حسب حالة العرض والطلب التي تتأثر

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- طارق عبد العال، " دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص. 11.

- حسن حمدي، "دليلك إلى البورصة والاستثمار"، دار الكتاب العربي، دمشق، ط1، 2006، ص. 38.

² - العديد من المراجع أهمها:

- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، " أسواق رأس المال وتمويل المشروعات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص. 16-17.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، " الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص. 43-44.

بعض عوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام، لذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو الدفترية، وقد تكون أقل منهما أو أكثر.

رابعاً: القيمة الحقيقية:

هي نصيب السهم في ممتلكات الشركة، بعد إعادة تقويمها وفقاً للأسعار الجارية، وذلك بعد خصم ديونها.

الفرع الثاني: خصائص الأسهم

تتمتع أسهم شركات المساهمة بعدة خصائص يمكن إجمالها فيما يلي¹:

أولاً: تساوي القيمة الاسمية:

فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من البعض الآخر، لأن رأس المال يقسم إلى أسهم متساوية القيمة.

ثانياً: غير قابلة للتجزئة:

لا يجوز تجزئة السهم الواحد على أكثر من شخص واحد.

ثالثاً: القابلية للتداول:

حيث يمكن التصرف في الأسهم بالبيع والشراء والرهن والتنازل.

رابعاً: مسؤولية المساهم محدودة:

تكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر قيمة أسهمه فقط.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم وحكمها الشرعي

¹ - أبو عبد الإله صالح بن مقبل، " الأسهم المختلطة في ميزان الشريعة"، ص. 39، تاريخ الإطلاع 2011/12/15، عن الموقع:

هناك أنواع عديدة من الأسهم، وهذا التنوع يرجع إلى اعتبارات متعددة، ومعرفة هذه الأنواع وتصورها

في غاية الأهمية، لتنزيل الحكم الشرعي عليها.

أولاً: أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة وحكمها الشرعي:

تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

1- أسهم عينية:

هي الأسهم التي يكتتب بها المساهم بدفع قيمتها عينا (عقارا أو منقولا) ولا تدفع نقدا¹.

- الحكم الشرعي: وقد اختلف الفقهاء في جواز الاشتراك بالحصص العينة على ثلاثة أقوال²:

• القول الأول: جواز الاشتراك بالعروض* مقومة (المالكية وأحمد، وابن ليلي وطاوس

والأوزاعي، حماد بن أبي سليمان).

• القول الثاني: جواز الاشتراك بالمثلثات كالحبوب والأدهان (الشافعية ومحمد بن حسن

صاحب أبي حنيفة).

• القول الثالث: عدم الاشتراك بالعروض مطلقا (أبي حنيفة وأبي يوسف وظاهره ذهب أحمد).

والراجح من الأقوال هو القول الأول بجواز الاشتراك بالعروض، وبناء عليه يمكن الحكم بصحة إصدار

السهم العيني والتعامل به اختيارا لمذهب من قال به، تيسيرا على المسلمين في معاملاتهم، ولا يوجد دليل

نقي على منعها³.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- علي بن الضب، " سلوك المرادوية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع...وراهات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخردابية، 23-24 فيفري 2011، ص. 5.

- شمعون شمعون، " البورصة: بورصة الجزائر"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص. 24.

² - سمير عبد الحميد رضوان، " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشرعية الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1996، ص. 282.

*: العرض هو المتاع كما عبر عنهم الفقهاء المسلمين، وكل شي عرض ما عدا الدراهم والدينانير.

³ - أحمد بن محمد الخليل، " الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي دار بن الجوزي للنشر والتوزيع، الرياض، ط2، 1426هـ، ص. 171.

II - الأسهم النقدية:

هي التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها نقدا¹.

- **الحكم الشرعي:** وهذا النوع من الأسهم جائز باتفاق الفقهاء، حيث أجمعوا على جواز المشاركة بالائتمان المطلقة².

ثانياً: أنواع الأسهم من حيث الحقوق وحكمها الشرعي:

تنقسم الأسهم حسب هذا الاعتبار إلى:

1- أسهم عادية:

هي التي تتساوى قيمتها وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية، ويعطي صاحبها قدراً من الربح يتفق مع ما دفعه للشركة دون أي زيادة أو نقصان، كذلك يتحمل الخسارة ويقدر أسهمه³.

للأسهم العادية العديد من الحقوق تتمثل في⁴:

- حق التصويت في الجمعية العمومية.
- حق المساهم في الحصول على نصيبه من الأرباح، إذا حققت الشركة أرباحاً وقرر مجلس الإدارة توزيعها على المساهمين.
- حق الرقابة على أعمال الشركة كمرجعة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر.
- حق الأولوية في الاكتتاب.

¹ - عصام أبو النصر، " أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، ص. 25، تاريخ الإطلاع 2011/12/20، عن الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12/DOC>.

² - شعبان محمد إسلام البروراري، " بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر المعاصر، دمشق، ط1، 2002، ص. 94.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

- علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص. 6.

⁴ - علي محي الدين القرعة باغي، " الاستثمار في الأسهم"، ص. 7، تاريخ الإطلاع 2011/12/15، عن الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/Markets/invest-actions.doc>.

- حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصل أي مساهم من الشركة إلا برضاه.
- حق رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة.
- **الحكم الشرعي:** أما عن الحكم الشرعي لإصدار وتداول الأسهم العادية حسب الفقهاء هو الجواز بغير خلاف¹.

II - الأسهم الممتازة وحكمها الشرعي:

هي التي تعطي صاحبها حقوقاً خاصة، وتختص بمزايا لا توجد لدى أصحاب الأسهم العادية، والسهم الممتاز ليس له تاريخ الاستحقاق ولكن من الممكن استدعاؤه في توقيت لاحق حسب ما ينص عليه العقد، ولحامل السهم الممتاز توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة، من القيمة الاسمية للسهم، وتعطي هذه الأسهم صاحبها حقوقاً إضافية لجذب الاكتتاب فيها².

وتتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية³:

- لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية.
- للسهم الممتاز الأسبقية في الحصول على التوزيعات أمام الأسهم العادية في حالة إقرار الإدارة إجراء عملية التوزيع في أي سنة.
- للسهم الممتاز حق الأولوية في التصفية بعد حملة السندات وقبل حملة الأسهم العادية.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 47.

- سعد بن تركي الختلان، " الأسهم الجائزة والمحظورة"، المؤتمر السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007، ص. 13.

² - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص. 19.

³ - صايفي عمار، " محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على أسواق الأوراق المالية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009، ص. 31-32.

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة القيام بعملية التصويت في الجمعية العمومية كما لا يمكنهم الترشح لمجلس الإدارة أو التدخل في القرارات والشؤون الإدارية.
- للأسهم الممتازة خاصية تجميع الأرباح، حيث أنه في حالة عدم توزيع الأرباح في سنة معينة فإنه يتم تجميعها ودفعها مع أرباح السنوات اللاحقة.
- **الحكم الشرعي:** إن إصدار الأسهم الممتازة بشروطها المختلفة حسب الشركة المصدرة، والتي تختص بمزايا لا تتوافر في الأسهم العادية غير جائز شرعا (قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 1992/7/1/65)، لأن ذلك يخالف الأصل في قيام الشركة، وهو قيامها على أساس المساواة بين الشركاء، وهو حق لكافة الشركة، ويؤدي انعدامه أو التفريط فيه إلى الربا أو الظلم، وكلاهما محرم في شريعة أحكام الحاكمية¹. قال تعالى: " فَوَيْلٌ لِلَّذِينَ ظَلَمُوا مِنْ عَذَابٍ يَوْمَ أَلِيمٍ"².

ثالثا: أنواع الأسهم حسب الشكل القانوني وحكمها الشرعي:

تنقسم إلى:

1- أسهم اسمية:

هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم، حيث يسجل عليها اسم حاملها، وتثبت ملكية لها، وتتداول بطريقة التسجيل³.

- **الحكم الشرعي:** وهذا النوع من الأسهم جائز شرعا إصداره والتداول به حسب الفقهاء، إذ الأصل أن ملكيته بحصة في الشركة تعطيه الحق في حمل الصكوك المثبتة لحصته باسمه⁴.

¹ - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 48.

² - سورة الزخرف، الآية رقم 65.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- صايفي عمار، مرجع سبق ذكره، ص. 29.

- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص. 22.

⁴ - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 48.

لقوله تعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ"¹.

II- أسهم لحاملها:

وهي الأسهم التي لا تحمل اسم حاملها، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، وحيازته للأصل دليل على ملكيته، ويتم تداولها ونقل ملكيتها بمجرد المناولة، أي بتسليمها من يد إلى يد².

-الحكم الشرعي: وفي حكم هذا النوع من الأسهم هناك رأيين:

- **الرأي الأول:** هو الجواز، وقد صدر به قرار مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، رقم 63(7) و (5/8)، ونصه: " بما أن المبيع هو حصة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة، فلا مانع شراء من إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها"³.

- **الرأي الثاني:** عدم الجواز، واليه ذهب عدد من الباحثين المعاصرين منهم: الدكتور عبد العزيز الخياط والدكتور صالح المرزوقي والدكتور علي محي الدين القرة داغي...وقد استدلت أصحاب هذا القول بأدلة تتمثل في جهالة الشريك، كما يؤدي إصدار هذا النوع من الأسهم إلى النزاع والخصومة وإلى ضياع الحقوق إن تم اغتصابها أو ضياعها، فيصبح حامله شريكا بدون وجه حق، وعلى هذا فإن هذه الأسهم تعتبر باطلة، ويجب رد قيمتها إلى المساهم الأول أو استبدالها بقيمتها الاسمية، وإلا كانت الشركة فاسدة⁴.

I- أسهم الأمر:

هي الأسهم التي يكتب عليها عبارة لأمر وتتداول بطريقة التظهير، دون الرجوع إلى الشركة،

¹ - سورة البقرة، الآية رقم 282.

² - طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص ص. 11-12.

³ - جاسم علي سالم الشامل، مرجع سبق ذكره، ص. 758.

⁴ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، ج1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، ط1، 2005، ص ص. 128-181.

فيصبح الثاني هو المالك الجديد للسهم، والأول متخليا عنه.¹

-الحكم الشرعي: وهذا النوع من الأسهم جائز شرعا حسب رأي الفقهاء المعاصرين، وذلك أنتقاء الجهالة

بمعرفة المساهم الثاني، ولا يفضي إلى منازعة أو ضرر.²

رابعا: أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك وحكمها الشرعي:

حسب هذا المعيار يمكن تقسيم الأسهم إلى مايلي:

I- أسهم رأس المال:

هي الأسهم التي لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها ما دامت الشركة قائمة، ولا تعود للمساهم إلا عند

التصفية النهائية للشركة.

-الحكم الشرعي: هذا النوع من الأسهم جائز شرعا حسب رأي الفقهاء المعاصرين لأنه الأصل

والقاعدة في الشركات.³

II- أسهم التمتع:

هي التي تستهلكها الشركة، بأن ترد قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة، ويبقى صاحبها شريكا

له الحق في الحصول على الأرباح، ففي هذه الحالة ترد الشركة إلى المساهم قيمة أسهمه، وتمتعه بدلا

من ذلك سهم تمتع، يخوله الحقوق التي لأسهم رأس المال، إلا في الأرباح، واقتسام موجودات الشركة عند

حلها، حيث يعطي مالك أسهم التمتع نصيبا من الأرباح لكل أقل مما يعطي لأصحاب أسهم رأس المال،

¹ - أحمد محمد لطفي أحمد، " معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006، ص. 88.

² - العديد من المراجع أهمها:

- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص ص. 177-178.

- أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 88.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص. 89.

- علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص. 6.

كما لا يكون لمالك سهم التمتع نصيب في موجودات الشركة عند حلها، إلا بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم¹.

الحكم الشرعي: أما عن حكم إصدار أسهم التمتع فحسب الدكتور عبد العزيز خياط، ذكر ما هو جائز من أسهم التمتع وما هو غير جائز.

1- الجائز من أسهم التمتع:

يجوز في أسهم التمتع أن يعطي المساهم قيمتها بأقل من القيمة الحقيقية، فيبقى له حق في موجودات الشركة وفي رأس ماله الاحتياطي، فيحق له حينئذ أن يأخذ جزء من أرباح الشركة ولو كان أقل من أرباح المساهمين الذين لم يأخذوا قيمة أسهمهم من الشركة².

2- غير الجائز من أسهم التمتع:

أ- إذا سددت القيمة الحقيقية للسهم سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الاسمية فلا يجوز لصاحبها أن يبقى شريكا، ولا يستحق الحصول على أرباح الشركة، كما لا يحتمل خسارتها، لأن صلته بالشركة قد انقطعت ويكون قد استوفى ماله.

ب- إذا سددت القيمة الاسمية للسهم، وكانت أعلى من القيمة الحقيقية للسهم، فلا يجوز لصاحبها البقاء

¹ - بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص. 60.
² - العديد من المراجع أهمها:
- نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 49.
- أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص. 93-94.

في الشركة ويحصل على الأرباح فيما بعد، لأن يكون قد استوفى رأسماله المدفوع كاملاً بغير نقصان¹.

- وهناك فريق آخر يقول لعدم جواز إصدار أسهم التمتع، وإليه ذهب جمهور الباحثين المعاصرين منهم: الدكتور محمد عثمان شبير، الدكتور علي محي الدين القرة داغي، الدكتور أحمد محي الدين أحمد... الخ².

أما عن أدلة أصحاب هذا القول، فهو أن إعطاء سهم تمتع يؤدي إلى إعطاء المساهم ما لا يستحقه، بناءً على أنه استرد رأسماله وخرج من الشركة، لأن هذا مخالف لمقتضى عقد الشركة من المساواة بين الجميع، واحتمال المخاطرة للجميع، فلا يجوز أن ينجو أصحاب أسهم التمتع من تحمل الخسارة حين يأخذون قيمة أسهمهم، ويتحمل الباقي الخسارة كلها، فهذا ظلم وضرر لا يجوز شرعاً³.

❖ الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم:

هناك ضوابط شرعية تنظم التعامل بالأسهم، حيث يمكن إجمالها في النقاط التالية⁴:

- أن لا تكون الأسهم من النوع المحرم شرعاً، كالأسهم الممتازة.
- أن لا يترتب على التعامل بها أي محذور شرعي، كالربا، الغرر والجهالة.
- أن تكون صادرة عن شركة تتوفر فيها قواعد وأسس المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر.

¹ - شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سبق ذكره، ص. 98.

² - مبارك بن سليمان بن محمد، مرجع سبق ذكره، ص. 167.

³ - المرجع نفسه، ص. 168.

⁴ - العديد من المراجع أهمها:

- أحمد عبد العزيز الحداد، " الأسهم والسندات تصور وأحكام"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية

والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007، ص. 26.

- المرجع نفسه، ص. 9-10.

- نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 53.

- جاسم علي سامر الشامل، مرجع سبق ذكره، ص. 751.

- يوسف بن عبد الله الشبيلي، " الاستثمار في الأسهم والسندات"، ص. 2، تاريخ الإطلاع 2011/12/02، عن الموقع:

<http://www.Shubily.com/books/asohomandsandat.pdf>.

- أن تكون طبيعية نشاطا الشركة مباحا، فالشركات الإنتاجية التي تعمل في إنتاج سلعة محرمة كالخمور لا يجوز التعامل بأسهمها، وكذلك الشركات التي تقدم خدمات محرمة كالبنوك الربوية.

المطلب الثاني: أدوات الدين وحكمها الشرعي:

تعد السندات أدوات دين على الشركات التي تصدرها، وهي تمتاز بعدة خصائص تجعلها مختلفة ولهذا اجتهد العديد من الفقهاء وعلماء الدين في دراستها وتحليلها وإلقاء الحكم الشرعي عليها.

الفرع الأول: تعريف السندات

تعرف السندات على أنها وثائق متساوية القيمة تصدرها الشركات أو الحكومات حيث تعتبر بمثابة اتفاق بينها وبين المستثمر، ويمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني (المستثمر)، بإقراض الطرف الأول (الشركة المصدرة)، حيث يتعهد هذا الأخير برد المبالغ والفوائد المتفق عليها بتاريخ، محدد يدعى تاريخ الاستحقاق¹.

الفرع الثاني: خصائص السندات

للسندات خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي²:

¹ - منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، 1999، ص. 29.

² - العديد من المراجع أهمها:

- علي محي الدين القره داغي، " أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (المشكلة والحلول) دراسة فقهية اقتصادية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003، ص. 11.

- محمد مطر وفايز تيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2005، ص ص. 99-100.

- السند أداة دين، حيث يعطي لصاحبه الحق في الحصول على فوائد دورية ثابتة بالإضافة إلى استرداد قيمته عند نهاية تاريخ الاستحقاق.
- يستوفي حملة السندات فائدة ثابتة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية سواء ربحت الشركة أو خسرت، وفي حالة توقف الشركة عن السداد فحامل السند الحق في اللجوء إلى القضاء.
- عند إفلاس من الشركة يتقدم حملة السندات على حملة الأسهم في استيفاء أموالهم من الشركة عند تصفيتها.
- السندات قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير عليه.
- توفر السندات على الشركة وفورات ضريبية، إذ تخصص الفوائد على السند من إجمالي الأرباح قبل فرض الضريبة.
- يتمتع بعض أنواع السندات بقابلية الاستدعاء من طرف المؤسسة المصدرة وكذلك قابلية التحويل إلى أسهم عادية إذا رغب حاملها بذلك.
- للسندات تاريخ استحقاق.

الفرع الثالث: أنواع السندات

تتخذ السندات عدة أنواع، وذلك من منطلق العديد من المعايير المتخذة في عملية التصنيف، وذلك

كالآتي:

أولاً: من حيث الشكل:

نجد فيها¹:

I-سندات اسمية:

هي السندات التي تحمل اسم صاحبها، وتنتقل أو تتداول بطريقة التسجيل.

II-سندات لحاملها:

هي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها، وتنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام أو المناولة.

ثانيا: من حيث جهة الإصدار:

يمكن تقسيم السندات وفقا لهذا المعيار إلى:

I-سندات حكومية (العامة):

هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل فروض تحصل بموجبها الدولة على الأموال اللازمة لتمويل عمليات في مجال التنمية الاقتصادية أو حتى تمويل نفقاتها، وتعتبر السندات التي تصدرها الدولة أكثر أمانا وأقل مخاطرة بالنسبة للمستثمر من السندات الخاصة بالإضافة إلى أنها أكثر سيولة ومعفاة من الضريبة².

II-سندات الشركات (الخاصة):

هي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة في القطاع الخاص، أو الشركات التجارية والصناعية والخدمية، وذلك لتمويل مشاريعها وتكون مضمونة في الغالب.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- حمزة محمود الزبيدة، " الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2004، ص ص. 226-227.

- محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص. 101-102.

² - العديد من المراجع أهمها:

- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، " الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط1، 2004، ص ص. 97.

- محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص. 100-101.

وتتميز هذه السندات عن السندات الحكومية أنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى ولكنها أكثر تعرض

للمخاطر المترتبة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية¹.

ثالثاً: من حيث الجنسية:

تقسم السندات حسب هذا المعيار إلى²:

I-سندات محلية:

هي التي تصدر محلياً من طرف المؤسسات الوطنية الخاصة والعامة، ويعملها محلية.

II-سندات أجنبية:

تصدرها المؤسسات المحلية لصالح مقترضين أجانب.

III-سندات دولية:

تصدر هذه السندات في بلد ما ولكن بعملة أجنبية وليس بالعملة المحلية، يجري تداولها في مختلف

الأسواق المالية.

رابعاً: من حيث أجل الاستحقاق:

نجد حسب هذا المعيار³:

I-سندات قصيرة الأجل:

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- بوكساي رشيد، مرجع سبق ذكره، ص. 62.

- محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص. 100-101.

² - صايفي عمار، مرجع سبق ذكره، ص. 35.

³ - المرجع نفسه، ص. 35.

هي السندات التي لا يتعدى تاريخ استحقاقها السنة الواحدة.

II-سندات متوسطة وطويلة الأجل:

هي تلك السندات التي يتعدى تاريخ استحقاقها السنة.

خامسا: من حيث العائد:

تنقسم إلى:

I-سندات ذات معدل فائدة ثابت:

هي السندات العادية التي تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ودورية من قيمتها الاسمية¹.

II-سندات ذات معدل فائدة متغير:

تعطي هذه السندات عوائد متغيرة، حيث تتغير وفقا لتغير معدلات الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان تكون بمعدلات فائدة تصاعدية، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل 6 أشهر².

III-سندات لا تحمل معدل فائدة (ذات الكوبون الصفري):

هي السندات التي تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية كاملة

¹ - جون وايت، " الاستثمار في السندات والأسهم"، ترجمة خالد العامري، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، ط1، 2003، ص. 171.
² - عبد الله بن محمد الغمراني، " السندات من منظور شرعي"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول سوق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007، ص. 8.

عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق¹.

IV-سندات الدخل:

هي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة أرباحاً في تلك السنة، بحيث لا يحق لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، إلا أنه قد ينص في عقد الإصدار على دفع فوائد السنوات التي لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنوات لاحقة².

V-سندات المشاركة:

هي السندات التي تعطي لحاملها الحق ليس فقط في الفوائد الدورية، بل وفي جزء من أرباح

الشركة³.

VI-سندات ذات النصيب:

هي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية المبينة فيها، وتعطي الحق في فائدة سنوية ثابتة، تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها عن طريق القرعة⁴.

سادساً: من حيث الضمان:

وفقاً لهذا المعيار نستطيع تقسيم السندات إلى نوعين رئيسيين لهما:

¹ - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص. 49.
² - المرجع نفسه، ص. 49.
³ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص. 232.
⁴ - العديد من المراجع أهمها:
- محمد يوسف ياسين، " البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم "، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004، ص. 46.
- عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص. 8.

I-سندات مضمونة:

هي سندات عادية تصدر بقيمة اسمية، تدفع عند الاكتتاب، وتحسب الفوائد على أساسها، إلا أنها مصحوبة بضمان شخصي مثل كفالة هيئات حكومية أو إحدى البنوك، أو بضمان أصل ثابت يمكن أن يكون أرضاً أو عقاراً¹.

II-سندات غير مضمونة:

هي سندات عادية غير مضمونة لا بأصل ولا بهيئة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة، لهذا معدل الفائدة الخاص بها يكون أعلى منه بالنسبة للسندات المضمونة².

سابعاً: من حيث قابلية التحويل:

تنقسم السندات وفقاً لهذا المعيار إلى قسمين³:

I-سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

هي السندات التي يمكن لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيراً، خاصة إذا ما حققت الشركة معدلات نمو عالية.

II-سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم:

هي عكس الأول، حيث لا يمكن لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية.

ثامناً: من حيث القابلية للاستدعاء:

¹ - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص. 11.

² - محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص. 103.

³ - العديد من المراجع:

- محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص. 61.

-أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص. 92-93.

يقسم هذا المعيار السندات إلى¹:

أ-سندات قابلة للاستدعاء:

هي التي تعطي مصدرها الحق في استدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق.

ب-سندات غير قابلة للاستدعاء:

هي سندات لا تعطي لمصدرها الحق في الاستدعاء، فهو تستمر حتى نهاية تاريخ استحقاقها.

الفرع الرابع:الحكم الشرعي للسندات

تمثل السندات في حقيقتها العرفية قرض، وهي كذلك في القوانين الوضعية التي شرعت لها، كما ينطبق عليها معنى القرض في حقيقته الشرعية.

ومن المعروف في الشريعة الإسلامية أن القرض عقد جائز، قد دل على جوازه الكتاب والسنة والإجماع².

أما الدليل من الكتاب، فقولته تعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ"³.

من القواعد المقررة في الشريعة كذلك أنه يحرم كل قرض جر نفعا للمقرض، إذا كان ذلك مشروطا في العقد، سواء تمثل هذا النفع في رد المقرض أكثر مما اقترضه، أم أجود منه، أم غير ذلك⁴.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 232-233.

- محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص. 61.

² - محمد محروس، " الأسواق المالية من المنظور الشرعي والقانوني"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007، ص. 20.

³ -سورة البقرة، الآية رقم 282.

⁴ - العديد من المراجع أهمها:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص. 213.

- أحمد بن عبد العزيز بن حداد، مرجع سبق ذكره، ص. 14.

والأدلة على ذلك الآيات الواردة في تحريم الربا¹، كقوله تعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ

وَذُرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ"²، وقوله تعالى: " وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا"³.

بالرغم من هذا فقد اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم التعامل بالسندات على ثلاثة أقوال⁴:

- **القول الأول:** تحريم جميع أنواع السندات، وهذا ما ذهب إليه أغلبية الفقهاء.

- **القول الثاني:** إباحة تداول بعض أنواع السندات.

- **القول الثالث:** الإباحة المقيدة بأسباب تبررها.

والرأي الراجح هو الذي جاء به أغلبية فقهاء الدين والباحثين المعاصرين، وفي هذا الصدد جاء

قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي بجدة في دورته السادسة رقم (6/11/60) سنة 1990، وقد نص القرار

ما يأتي⁵:

1- إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة سنوية منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا

من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو

عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوك استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية

الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا.

2- تحرم أيضا السندات ذات الكبون الصفري باعتبارها قروض يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية،

ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصما لهذه السندات.

3- كما تحرم أيضا السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع

المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين فضلا عن شبهة القمار.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. 301.

² - سورة البقرة، الآية رقم 278.

³ - سورة البقرة، الآية رقم 275.

⁴ - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 63.

⁵ - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، ص. 15-16.

4- من البدائل للسندات المحرمة إصدار أو شراء أو تداول السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضارة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون لمالكيها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه الصكوك أو السندات، ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً".

❖ رأي من يبيح بعض أنواع السندات عند الضرورة: من هؤلاء المجيزين يقول الدكتور محمد رواس، بأنه يجوز إصدار السندات الحكومية عند الضرورة الملحة، كوقوع الدولة تحت أزمة اقتصادية خانقة، لا منقذ لها إلا الاقتراض¹.

أما عن الدكتور محمد سيد طنطاوي، فقد أفنى بجواز إصدار سندات التنمية الدولارية، التي تصدرها الدولة بالدولار الأمريكي لغرض استعمال هذه الأموال في تمويل المشاريع التنموية (الإنتاجية) والتصديرية، وقد استدل بذلك على أن الغرض من إصدار هذا النوع من السندات، يقصد به استثمار أحوال الناس بدلا عنهم، وكذا استثمارها في مشاريع إنتاجية لا غنى عنها في المجتمع، حيث توفر لهم مناصب الشغل ورفع مستوى المعيشة، أما عن الأرباح التي يتحصل عليها لأفراد فهي نصيبهم من هذه المشروعات، وأن هذه الأرباح تتحدد بالتراضي².

❖ الرد: أما عن الرد، فيقال أنه إذا ثبت أن السندات في حقيقتها قرض بزيادة، فأيا كان نوعها فهي محرمة شرعا كما ذكرنا سابقا، وكل ما ذكر من أغراض ومصالح لا يبيح هذا القرص الربوي³.

بعد عرض آراء الفقهاء المعاصرين في حكم إصدار وتداول السندات بأنواعها فقد كان الرأي الراجح من بين هاتيه الآراء هو إجماع الفقهاء المعاصرين على اعتبار السندات قروض ربوية تقع في دائرة

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص. 231-233.

² - المرجع نفسه، ص. 237.

³ - المرجع نفسه، ص. 239.

الحرام، هذا الأمر اقتضى منهم توفير البديل الذي يحقق الغرض بعيدا عن الأضرار التي تقترن بذلك المحرم، وبيع الناس عن الوقوع فيه¹.

المطلب الثالث: الأدوات الحديثة وحكمها الشرعي:

ظهرت المشتقات وانتشرت في السنوات الأخيرة، وأخذت أشكالا متعددة، وكان الغرض منها أساسا حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار ومن أبرز هذه الأدوات: عقود الخيار، عقود المستقبلات، وعقود المبادلة والعقود الآجلة.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

تعرف على أنها عقود تشتق قيمتها من الأصول الأصلية موضوع العقد (الأسهم، السندات)، وبالتالي فإن أداء العقد مشتق من أداء الأصل المالي موضوع العقد ويمكن القول بأن المشتقات المالية هي عقود يجري تسويتها في تاريخه مستقبلي يتحمل التعامل بها تكلفة أقل مقارنة بقيمة العقد، والغرض الأساسي منها هو الرقابة ضد مخاطر تغير الأسعار².

ويتضمن العقد في أغلب الأحيان الجوانب الآتية³:

- الاتفاق على سعر معين للتنفيذ في المستقبل مقارنة بالسعر وقت التعاقد.

- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.

- تحديد وقت سريان العقد.

¹ - في مجال البدائل الشرعية عن العملات المحرمة للسندات، توجد عدة صيغ مطروحة كبديل عن هذه الأخيرة، يطلق عليه مصطلح الصكوك، وسوف نتطرق لها بإسهاب، ولكل الجوانب المتعلقة بها بالتفصيل في الفصل الموالي.

² - العديد من المراجع، أهمها

- عبد الغفار حنفي ورسمية فر ياقص، مرجع سبق ذكره، ص. 25.

- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر"، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 2005، ص ص. 58-59.

- عبد الحميد محمود البعلي، "المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية"، ص. 6، الإطلاع 2012/01/08، عن الموقع:

<http://www.Kantay.Com/figh/Fils/markets/42408-Zip>

³ - محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق، عمان، ط1، 2007، ص ص. 124-125.

-تحديد الشيء محل التعاقد، الذي قد يكون سعر الفائدة، سعر السلعة، سعر ورقة مالية...الخ.

وفي ضوء ما سبق فإن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يندرجون تحت الشرائح التالية¹:

أولاً: المتحفظون:

تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناتجة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق، إذ أن للمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد، ولكنها لا تضمن تحسن النتائج.

ثانياً: المضاربون:

وهم شريحة استثنائية تمارس التعامل بالمشتقات على سبيل المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، من أجل تحقيق مكاسب معقولة من وجهة نظرهم كمضاربيين.

ثالثاً: المراجحون:

تحاول هذه الشريحة الاستثمارية التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في نفس الوقت في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق بهذا ربها عديم المخاطرة.

الفرع الثاني: أنواع المشتقات وحكمها الشرعي

هناك أربعة أنواع رئيسية للمشتقات المالية، سنتعرف عليها بالتفصيل مع عرض آراء الفقهاء في حكمها الشرعي.

أولاً: العقود الآجلة:

¹ - طارق عبد العال حماد، " المشتقات المالية: المفاهيم ، إدارة، المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص. 8.

العقود الآجلة هي إنفاق بين طرفين لتبادل أصل بسعر محدد في تاريخ محدد، وفي ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء الأصل في التاريخ المحدد للتنفيذ¹، يتفاوض كلا من البائع والمشتري على شروط العقد، لذلك فلهما يملكان حرية ابتداء أي شروط يرونها مناسبة، وهكذا يبرز في هذه العقود المرونة المتاحة لأطراف العقد².

يتحدد الربح أو الخسارة في العقد الأجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد، وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين فإذا ارتفع سعر السوق عن سعر التنفيذ فإن المشتري يحقق مكاسب بينما البائع يحقق خسارة، بينما إذا هبط السعر إلى أقل من سعر التنفيذ الوارد في العقد فإن المشتري سوف يخسر أما البائع يكسب والعقود الآجلة تتضمن مشاكل متعلقة بمخاطر عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته³.

-الحكم الشرعي: الحكم الشرعي للعقود الآجلة حسب آراء الفقهاء المعاصرين هو التحريم، ويمكن تلخيص أدلة ذلك كالآتي⁴:

- ما فيها من اشتراط تأجيل المبيع المعين (الأسهم)، وهو محرم بالإجماع.
- ما فيها من تأجيل الثمن والمثمن، وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
- أن غالب التعاملات في العقود الآجلة يجري على المكشوف، بمعنى أن البائع يبيع أسهما لا يملكها، على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل؛ ليقوم بشرائها عند ذلك، وتسليمها للمشتري،

¹- العديد من المراجع أهمها:
- سامية زيطاري، " ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص. 19.
- كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص. 7.
²- طارق عبد العال حماد، " المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 115-116.
³- المرجع نفسه، ص. 116-117.
⁴- عبد القادر خداوي، و بزيرية أمحمد، " الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانات التطور في السوق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص. 15.

وفي هذا ارتكاب للمحذور، ومخالفة صريحة للنهي الرسول " صلى الله عليه وسلم" عن بيع الإنسان ما ليس عنده.

وقد نص على ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي على تحريم العقود الآجلة، فقد جاء في قرار المجمع في دورة مجلسه المنعقدة بمكة المكرمة في الفترة من 11 إلى 16 ربيع الثاني سنة 1404هـ¹: "إن العقود الآجلة بأنواعها، التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية (البورصة) غير جائزة شرعاً؛ لأنها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك، وهذا منهى عنه شرعاً..".

ثانياً: العقود المستقبلية:

تتشابه العقود المستقبلية مع الآجلة إلى درجة كبيرة، بل أن تطور التعامل بالعقود الآجلة وتوسعها أوجد تقنيات قيام العقود المستقبلية، التي أصبحت تحظى بمساحة كبيرة من أسواق الأوراق المالية المنظمة والغير المنظمة على حد سواء، وتقوم الصحف والإعلانات بنشر أسعار وتغيرات وعوائد العقود المستقبلية².

لذلك الصورة الأولى للعقود المستقبلية كانت العقود الآجلة، ولكن من أهم الاختلافات بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة هي³:

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص. 818.

- حسن محمد الرفاعي، " سوق الأوراق المالية من المخاطر إلى الأزمات: قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي"، الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب إفراوات الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، 2010ن ص 10.

² - ارشد فؤاد التميمي واسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص. 78.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- طارق عبد العال حماد- " المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 117.

-سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص. 201-202.

-تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سيولة أقل لأنها تتداول في بورصات العقود المستقبلية، فضلا عن تمتعها بشروط وخواص نمطية لا يتدخل بها أطراف العقد، وهذه النمطية تسمح للعقود المستقبلية بأن تتداول في السوق الثانوي.

-انخفاض مخاطر الائتمان في العقود المستقبلية بالمقارنة مع العقود الآجلة. ويعود ذلك إلى أن إبرام العقد المستقبلي يستدعي إيداع أموال كضمان لدى السماسرة.

-الحكم الشرعي: في الحكم الشرعي للعقود المستقبلية تشابه مع الحكم الشرعي للعقود الآجلة حيث لا يجوز إبرام العقود المستقبلية وفقا لآراء الفقهاء المعاصرين، وذلك للأدلة الآتية:

- بيع الأسهم هو من قبيل بيع المعين، كما سبق تقريره، والمعين لا يجوز تأجيله بإجماع أهل العلم¹.
- في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز حسب الفقهاء، لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه، كما سبق بيان ذلك².
- لا يملك البائع في الغالب الأصل الذي أبرم عليه العقد المستقبلي، فيكون بائعا لما هو مملوك لغيره، وهو مما لا خلاف بين أهل العلم والفقهاء في عدم جوازه³.
- تنتهي أغلب العقود المستقبلية بالتسوية النقدية بين المتعاقدين، وهذا قمار ظاهر، حيث لا يعلم أطراف العقد من سيغنم ومن سيغرم ويكون هذا مبني على توقعات وتنبؤات، وهذا هو معنى

¹-عبد القادر خدواوي وبزيرية أمحمد، مرجع سبق ذكره، ص. 16 .

²-يوسف بن عبد الله الشيبلي، مرجع سبق ذكره، ص. 11.

³-المرجع نفسه، ص. 11-12.

القمار¹. والقمار محرم في كتاب الله، في قوله تعالى: "يَسْأَلُونَكَ عَنِ الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ قُلْ فِيهِمَا

إِثْمٌ كَبِيرٌ وَمَنَافِعُ لِلنَّاسِ وَإِثْمُهُمَا أَكْبَرُ مِنْ نَفْعِهِمَا"².

ثالثاً: عقود الخيارات:

هو اتفاق بين طرفين في سوق الأوراق المالية للتعامل بسعر معين لأصل مالي في تاريخ لاحق دون إلزام بالتنفيذ للطرف الذي يحمل حق الخيار والذي تحمل تكلفة قيام العقد، لذلك فإن الخيار هو عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو بائع الخيار بمنح مشتري العقد الحق في أن يشتري منه أو يبيع له أو الاثنان معا أصل معين بسعر معين وبكمية معينة خلال فترة زمنية محددة، والعقد الذي يتضمن حق الشراء يدعى خيار الشراء، بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع بخيار البيع، ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد بسعر التنفيذ³.

إن قيمة عقد الخيار أي سعر التنفيذ تشتق أو تتوقف على الورقة المالية الأصلية، التي تكون موضع

حق الشراء أو البيع، وعملياً فإن من لك عقود الخيار يختار بين الشراء في حالة عقود خيار الشراء والبيع في حالة عقود خيار البيع، فقط إذا كان ذلك يحقق مصلحته التي دفع تكلفة مقابلها⁴.

فمالك خيار الشراء ينفذ إذا ما ارتفع سعر الأصل المتعاقد عليه في السوق عن سعر التنفيذ عند انتهاء تاريخ صلاحية العقد، وبخلاف ذلك فهو غير مجبر على التنفيذ، وبالتالي فهو يستطيع تحقيق مكاسب غير محدودة في حالة ارتفاع السعر، في حين تكون خسارته القصوى مقدار العلاوة المدفوعة لشراء الحق

¹- العديد من المراجع أهمها:

-عصام أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص. 55.

- سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 541.

²- سورة البقرة، الآية رقم 219.

³- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص. 126-127.

⁴- طارق عبد العال حماد، " المشتقات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 18.

من محرره (التكلفة)، على عكس محرر حق الشراء فخسارته غيرمحدودة عند ارتفاع السعر في حين أن مكسبه محدد بمقدار العلاوة المدفوعة له عند انخفاض الأسعار¹.

أما مالك حق البيع فإنه ينفذ إذا ما انخفض سعر الأصل المتعاقد عليه في السوق عن سعر التنفيذ في تاريخ صلاحية العقد، ويحقق مالك الخيار أرباحا غير محدودة عند الانخفاض المستمر في سعر الأصل بينما يتكبد خسارة مساوية لعلاوة شراء الحق عند الارتفاع بحكم محرر العقد².

-الحكم الشرعي: بعد عرض معنى عقود الخيارات، نستعرض فيما يلي موقف الفقه الإسلامي منها وذلك ببيان آراء الفقهاء المعاصرين حولها، حيث ذهب أغلبهم إلى عدم جواز الخيارات شرعا بأنواعها المختلفة، واستدلوا بجملة أدلة، ومن هؤلاء المانعين³:

الدكتور أحمد محبي الدين، فقد ذهب إلى عدم جوازها مستدلا بجملة أدلة نذكرها بإيجاز، حيث يقول " بأن عمليات أسواق الخيارات في ميزان الفقه الإسلامي، يشوبها غرر فاحش، وأن الشروط الموجودة فيها من الشروط الفاسدة في المذاهب الفقهية، وتتعارض مع قاعدة العدل في المعاملات المالية وبما أنها تنطوي على مصلحة زائدة ففيها شبهة الربا المحرمة شرعا".

ومن المانعين أيضا الدكتور القرة داغي، فقد استدل بعدم جواز الخيارات بأنها لم يتم فيها التسليم والتسلم.

¹العديد من المراجع أهمها:

- محمد صالح الحناوي وآخرون، " الاستثمار في الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص. 254.

- محمد مطر وفايز ثيم، مرجع سبق ذكره، ص. 257.

²العديد من المراجع أهمها:

- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص. 47.

-عاطف وليم الدراوس، " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007، ص. 80.

³العديد من المراجع، أهمها:

- شعبان محمد اسلام البرواي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 234-235.

- محمود فهد مهيدات، " عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والمانعين"، ص ص. 6-7، تاريخ الإطلاع 2012/01/08، عن الموقع:

http://sh22y.com/vb/t1065_64.html.

ويرى الدكتور الجارحي أيضا حرمة التعامل بالخيارات، حيث يقول أنها عقد قمار على أسعار المستقبل، فتكون عمليات محرمة.

■ ووفقا لهذه الآراء ذهب مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم (7/1/65) بشأن الأسواق المالية إلى حرمة التعامل بالخيارات حيث جاء فيه: " إن عقود الخيارات كما تجري اليوم في الأسواق المالية العلمية، هي عقود مستحدثة لا تتطو على أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن العقود عليه ليس ما لا ولا منفعة، ولاحقا ماليا يجوز الاعتياض به، فإنه عقد غير جائز شرعا، وبما أن هذه العقود لا تجوز شرعا فلا يجوز تداولها"¹.

رابعاً: عقود المبادلة

تعتبر عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر ومن بين أكثر استخداماتها تغطية مخاطر سعر الفائدة، وهي عبارة عن سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية، وهو عقد ملزم لطرفي العقد، على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات، كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في عقود المستقبلات².

وعلى الرغم من توسيع عقود المبادلة لتشمل أنواعه عديدة من الأصول، إلا أنها غالبا ما تتركز في أدوات الدين، وتدعى بمبادلة أسعار الفائدة، وكذا مبادلة العملات³.

ففي عقود مبادلة أسعار الفائدة فإن أحد الأطراف سوف يدفع فائدة تعتمد على معدل متغير، بينما الطرف الآخر يقوم بدفع معدل الفائدة الثابت، حيث يدعى الطرف الدافع للفائدة الثابتة في مقابل الحصول على المتغيرة بالدافع الثابت، بينما يدعى الطرف الآخر بالدافع المتغير، أما الأصل الرأسمالي هو فقط

¹ - منظمة التعاون الإسلامي، قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة السابعة، جدة، 9-14 ماي 1992، تاريخ الإطلاع 2012/02/14، عن الموقع :

<http://www.Fiqhacademy.Org.sa/dwrat/7.Htm>

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، " الاستثمار في الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص. 299.

³ - المرجع نفسه، ص. 299.

لحساب معدل الفائدة، ولا يجري مبادلتها لذلك يدعى بأصل وهمي، والمبادلة تتحدد فقط بالفائدة دون رأس المال، لذلك فالتغيرات في أسعار الفائدة هي التي تحدد الربح والخاسر في عقود مبادلة أسعار الفائدة¹.

بينما في عقود مبادلة العملات فإن أحد الأطراف سوف يدفع على سعر صرف مثلا الدولار بمعدل دائم، بينما يدفع الطرف الآخر على عملة أخرى بمعدل ثابت، وتكون بالتغيرات في أسعار الصرف هنا هي التي تحدد مركز الخسارة والربح للأطراف المتعاقدة بمبادلة العملات².

- **الحكم الشرعي:** بين مؤيدين ومعارضين حول حكم عقود المبادلة، ذهب أغلب الفقهاء المعاصرين إلى تحريم عقود المبادلة، وأخذوا يعين الاعتبار في ذلك مجموعة من الأسس والقواعد الفقهية، وتتمثل أهم الأدلة على ذلك في الآتي:

- إن عقود المبادلة تقوم على تخفيض تكلفة الافتراض لتغطية المخاطر، والأساس الذي تقوم عليه هذه التغطية لا يجوز شرعا لقيامه على سعر الفائدة الذي يمثل الربا المحرم في الشريعة الإسلامية³.
- كما تنطوي عقود المبادلة على بيع الدين بالدين لأنه عقد مؤجل فيه العوضات (الثمن والمثمن)⁴.
- فيها غرر لجهالة مقدار النقود عند التعاقد، وتنطوي على قمار لأن المقصود من هذه العقود المحاسبة على لفرق بين معدلي العائد على الأصل محل العقد، وليس التقايض إلي هو مقصود العقد، فكان أحد الطرفين غانما والآخر غارما، وهذا هو حقيقة القمار المحرم شرعا⁵، لقوله

¹ محمد صالح الحناري وجمال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظري والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 335-336.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 138.

³ اشرف محمد دواية، " المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007، ص 23.

⁴ عصام أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص 55.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 1127-1128.

تعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ"¹.

أما عن عقود مبادلة العملات فقد ناقش الفقهاء حكمها الشرعي في ندوة البركة الأولى، وقد أفتوا بأن الوعد بتبادل عملات أجنبية في وقت محدد في المستقبل ويسعر صرف ثابت متفق عليه جائز شرعا، إذا ما كان الوعد غير ملزم (الفتوى 13/1). وثم تأكيد هذه الفتوى في ندوة البركة السادسة (الفتوى 23/6)، وبذلك أجاز الفقهاء البيع للأجل للعملات بشرط أن لا يكون ملزما. ولكن أفتى الفقهاء في ندوة البركة الثامنة بجواز تبادل القروض الحسنة بين الأطراف بالعملات الأجنبية، وذلك للتحوط من مخاطر التقلب في أسعار صرف العملات الأجنبية (الفتوى 10/8)².

الفرع الثالث: بدائل المشتقات المالية في الإسلام

لكي يستطيع النظام المالي الإسلامي الاستفادة من مميزات وفوائد المشتقات المالية السابقة الذكر، منها إدارة المخاطر والسيطرة عليها، وكذا الاستفادة من فرص استثمار الأموال الإسلامية، يجب على هذه المشتقات أن تتوفر فيها الشروط التالية³:

¹ - سورة المائدة، الآية رقم 90.

² - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، " نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 11، العدد الأول، 1999، ص ص. 84-85.

³ - أمال حاج عيسى وفضيلة حويو، " المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص. 15.

- يجب أن تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن تكون خالية من الربا، الغرر، المقامرة... وغيرها من المحرمات.

- كذلك منع المضاربة والمقامرة في هذه المعاملات.

- يجب أن تكون قابلة للتداول.

ومن أجل تحقيق هذه الشروط يجب على المؤسسات المالية والسلطات النقدية في الدول الإسلامية أن تؤسس وحدات للبحث والتطوير وذلك لتحقيق ما يلي¹:

- استحداث مشتقات مالية تحقيق المتطلبات السابقة الذكر، أو تطوير المشتقات السابقة في ظل العقود والضوابط الشرعية.

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

إذن الحل يكمن في الاجتهاد من أجل إيجاد بدائل أخرى، فإذا نظرنا بتمعن إلى الصيغ التمويلية

الإسلامية نجد أن بعضها يتضمن ما يمكن أن نسميه بالمشتقات الضمنية بغرض الحيلة، والتي تتمثل في:

أولاً: بيع السلم:

يعرف بيع السلم على أنه إحدى الوسائل للتعامل التجاري وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية/ والسلم حسب تعريف الفقه هو بيع أجل بثمن عاجل، وفي ظل هذا النظام يقوم التمويل إلى أحد المنتجين لكي

¹- عبد القادر خدوي وبريزية أمحمد، مرجع سبق ذكره، ص. 20.

يقوم بتسليم بضائع ذات مواصفات محددة في وقت معين في المستقبل، وبالتالي فإن بيع السلم هو عبارة عن شراء بضاعة بالدفع مقدما مع تحديد موعد التسليم في وقت لاحق¹.

ثانيا: البيع المؤجل أو الشراء بثمن مؤجل:

وهنا يقوم المشتري لشراء احتياجاته من السلعة (الأسهم مثلا) ويفيد منها حالا، ويقوم بدفع ثمنها حالا، ويقوم بدفع ثمنها آجلا، إن هذه الطريقة يمكن بها تثبيت أسعار السلع المشتراة، وبهذا يكون قد تحوط ضد مخاطر تقلبات الأسعار، لكن وفي أحكام الشريعة الإسلامية، أي دون مخالفة شرع الله².

ثالثا: عقد الاستصناع:

هنا يقوم طرف بالتعاقد مع طرف آخر على تصنيع سلعة معينة حسب مواصفاته متفق عليها بثمن متفق عليه، ولا يشترط للطرق الأول دفع الثمن أو جزء منه عند التعاقد وبالتالي يتم العقد بغياب السلعة وغياب ثمنها، وبذلك يستطيع الطرف الأول تثبيت ثمن السلعة وبالتالي حمايتها من الارتفاع، وكذلك البائع يحمي نفسه من أي انخفاض في السعر³.

المبحث الثالث: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعتبر الهيكل التنظيمي في السوق بمثابة الاطار العام الذي تتم من خلاله مختلف العمليات والأنشطة

¹ - "نحو اقتصاد فقهي، حول النقود والأسواق المالية"، ملتقى البحث العلمي، ص. 126، تاريخ الاطلاع 2011/12/01. عن الموقع: <http://www.RsscRs.Info/vb/downloads,php?do=File&d=2387>

² - العديد من المراجع: أهمها:

-جاسم علي سالم الشامل، مرجع سبق ذكره، ص. 760.

-عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سبق ذكره، ص. 28.

³ - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سبق ذكره، ص. 28.

حيث يحدد الهيكل التنظيمي الأعضاء العاملين، والغير العاملين، بالإضافة إلى السلطة الرقابية في السوق لمنع حدوث تجاوز الضوابط الشرعية للسوق، يتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية بالنظام لهذا فالعمل في هذا السوق يتم وفق آلية منظمة ومدروسة يجب إتباعها واحترامها من طرف كل المتعاملين فيه لتحقيق العمليات المطلوبة في جو يسوده النظام والشفافية.

المطلب الأول: تنظيم السوق

ويتم تنظيم السوق من خلال عناصر فاعلة في السوق وهم الأعضاء واللجنة الرقابية فبالإضافة إلى تحديد صلاحيات هذه العناصر يتم تحديد أنواعها في السوق وبالتالي توجيه المتعاملين بحسب الشكل الذين يريدون توظيف أموالهم.

الفرع الأول: الأعضاء

وهم الأعضاء الذين يتولون عملية تنشيط السوق، من خلال القيام بإتمام وتنفيذ الصفقات وتولي عملية الإصدار للأوراق المالية وتسويقها.

أولاً: الأعضاء العاملون في السوق

وهم الأعضاء الحاصلون على عضوية السوق مقابل مبلغ محدد للحصول على العضوية تحدده لائحة السوق.

1- السماسرة:

للسماسرة دور مهم في السوق، فهم يقومون بمهمة إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، ولا يجوز التعامل إلا من خلالهم.

1- السماسرة في السوق الوضعي:

أ- مفهوم السماسرة في سوق الأوراق المالية:

سمسار الأوراق المالية هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم، مقابل سمسرة (عمولة) محددة باللائحة، ويمارس مهنته منفرداً أو كشريك متضامن في شركة سمسرة (بيوت السمسرة)¹.

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

ب- وظائف سمسار الأوراق المالية:

من خلال تعريف السمسار تتبين وظيفته الأساسية، وهي تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية، وإضافة إلى وظيفته الأساسية، فهناك وظائف أخرى يقوم بها، وهي³:

- تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق، وعن التعامل في الأوراق المالية وعن موقف أي منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل، كتطور الأسعار وتقلباتها .

¹ - العديد من المراجع أهمها:

-شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص ص. 35-36.

-يشير عباس العلاق، "المعجم الشامل لمصطلحات العلوم الإدارية، المحاسبة، التمويل والمصارف"، الدار الجماهيرية للنشر والتوزيع والإعلان، مصراته، بدون سنة نشر، ص. 508.

² - حسين شحاتة، " الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة في أسواق الأوراق المالية"، ص. 8، تاريخ الإطلاع 2011/12/26- عن الموقع :
http : www. Darelmashora. com

³-العديد من المراجع أهمها:

- محسن أحمد الخضيرى، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، ط2، 2001، ص 55،57.

- محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 42.

- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتوزيع الأوراق المالية على العملاء.

- الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، وفي عمليات البيع والشراء للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى المصارف.

- حفظ أسرار العملاء بعدم تقديم أية معلومة عنهم لأية جهة كانت.

- اتمام الصفقات عند تراجع العميل عن العقد لاستقرار المعاملات .

ج- شروط السمسار:

نظرا للدور والوظائف المهمة التي يقوم بها السمسار، يجب توفر فيه الشروط الآتية¹:

- الأهلية القانونية: كحمله جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وبلوغ السن القانوني الذي يسمح به نظام السوق لمزاولة نشاطه.

- النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه داخليا أو خارجيا، وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة القوانين.

- الكفاءة المالية: وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده قوانين السوق، وذلك لضمان المبالغ التي يكون مطلوبة للعملاء

- الكفاءة الفنية: أي الحصول على شهادات علمية في مجال الاقتصاد والمال، وأن تكون له خبرة في مجال سوق الأوراق المالية.

- الشروط الإجرائية: كاختبار الاختبار التحريري والشفوي، ودفع رسم وتقديم لكفالة مالية.

¹ محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، ص. 57.

ونجد التقسيمين التاليين:

-**السمسار الوكيل:** وهو سمسار تتبع لإحدى بيوت السمسرة، ويقتصر تعامله الجمهور الراغب في شراء الأوراق المالية ليمتلكها مقابل عمولة¹.

-**سمسار الصالة:** يطلق على سمسار الصالة أحيانا سمسار السماسرة، وهو لا يعمل لحساب بيت السمسرة معينة، فهو سمسار مستقل، يقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يطلب منه السماسرة الوكلاء تنفيذها نيابة عنهم. وذلك أنه قد يرد على السمسار الوكيل أكثر من أمر، يتعلق بأكثر من ورقة فلا يستطيع تنفيذ هذه الأوامر في آن واحد، فيلجأ لسمسار الصالة، ليقوم بتنفيذ الأمر نيابة عنهم، مقابل جزء من العمولة التي يتقاضاها السمسار الوكيل من عملائه، وهكذا فإن وجود سمسار الصالة ليساهم في الحد من إمكانية حدوث اختناق في المعاملات².

2-**السمسار من منظور الاسلامي:**

أ-**السمسار في الاصطلاح الشرعي:**

لقد عرف الفقهاء السمسار بأنه: "المتوسط بين البائع والمشتري والمنزلي بالبيع والشراء لغيره، واسم لمن يعمل الغير للغير بالأجر بيعا وشراء"³.

أما الوكالة، ففي اللغة تعني: الحفظ والكفالة والتفويض⁴.

أما في الاصطلاح الفقهي فقد عرفها الفقهاء بأنها: "تفويض أحد في شغل وإقامته مقامه في ذلك

الشغل، ويقال له موكل ولمن أقامه وكيل، ولذلك الأمر موكل به"¹.

¹ محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص 56.

² منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 503.

³ عبد الرحمن بن صالح، "الوساطة التجارية في المعاملات المالية"، دار إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، ط1، 1995، ص 48.

⁴ شعبان محمد السلام البروراي، مرجع سبق ذكره، ص 61.

وبعد تعريف السمسار والوكالة، يظهر أن عقد السمسرة يدخل ضمن عقد الوكالة في البيع

والشراء الجائزة شرعا²، وأن شروط السمسار في السوق توافق شروط الوكيل في الفقه الإسلامي فهذه الشروط تدخل ضمن ما يشترطه الشريعة الإسلامية من إسناد الأمر لأهله ومبدأ إتقان العمل³، وشروط الوكيل في الفقه الإسلامي هي⁴:

-شروط تتعلق بالتكوين الشخصي للسمسار من حيث خلقه وسلوكياته والتمثلة في الصدق، الأمانة، الوفاء بالعهود والعقود، تقديم النصيحة.

-شروط تتعلق بالكفاءة المهنية: والتمثلة في:

- أن يكون مؤهلا تأهيلا علميا مناسباً يمكنه من القيام بالمهام المكلف بها على الوجه اللازم.
- المعرفة التامة بالجوانب القانونية التي تحكم المعاملات في سوق الأوراق المالية حتى يجنب عملائه مخاطر مخالفتها
- أن يكون السمسار متقنا في تنفيذ الأوامر الواردة له وفقا للقوانين والأعراف والنظم واللوائح.
- أن يستعين السمسار بفريق من الخبراء والمستشارين من التخصصات ذات العلاقة بمعاملاته، ومن بين هذه التخصصات: الاستثمار والاقتصاد، المعاملات الشرعية الجوانب القانونية.
- أن لا يمارس السمسار أي أفعال ضارة بالغير أو بالسوق وفقا للقاعدة الشرعية (لا ضرر ولا ضرار).

1- المرجع نفسه، ص 61.
 2- سمير رضوان، " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص 132.
 3- شعبان محمد السلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص ص 63-64.
 4- حسين شحاتة، " الضوابط الشرعية للتعامل مع السمسرة في أسواق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 9-10.

- أن لا يمارس أي أعمال تتعارض مع المصالح المرسلّة المشروعة الذي وضعها ولي الأمر لضبط وتنظيم التعامل في الأسواق مادام ذلك لا يتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والأعراف السائدة.

ب- حكم الوكيل يوكل:

فكما ذكرنا سابقا أنه توجد سماسرة تقوم مقام نائب الوكيل أو السمسار الوكيل فيدخل ضمن مسألة)

الوكيل يوكل) في الفقه الإسلامي، فهناك ثلاث حالات لتوكيل الوكيل نائبا عنه في انجاز

العمليات¹:

- حالة الإذن من موكله، وهي جائزة باتفاق الفقهاء.

- حالة نهي الموكل عن ذلك، فهي غير جائزة

- حالة الاطلاق، ففي هذه الحالة يجوز التوكيل بإحدى الشروط الآتية:

- أن يكون يترفع السمسار (الوكيل) عن القيام به
- عجزه عن القيام به لكثرة أعماله وانتشارها.
- أن يكون عملا يحتاج إلى مهارة وتخصص.

- وفي الأخير يمكن القول بأن عملية السمسرة إجراء مقبول في الشريعة الإسلامية على شرط أن يكون هذا التوكيل، ومهما اختلفت أنواعه وأشكاله، يدخل في باب الحلال وموضوعه جائز شرعا¹.

¹ - شعبان محمد اسلام البروراي، مرجع سبق ذكره، ص. 67.

II- تجار الأوراق المالية:

وهم أعضاء في السوق مثلهم في ذلك مثل السماسرة، حيث يعملون على تحقيق الربح من خلال الفروقات السعرية بين سعر الشراء والبيع، حيث نجد في السوق نوعين: تاجر الصالة وتاجر الطلبات الصغيرة.

1-تعريف تاجر الأوراق المالية:

يعرف تاجر الأوراق المالية على أنه: " تاجر يعمل على شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة في السوق، ليحقق دخلا من فرق السعر، بين سعر شراء الأوراق وبيعها"².

2-أنواع تجار الأوراق المالية:

يوجد في سوق الأوراق المالية نوعين من المتاجرين في الأوراق المالية، هما: تاجر الصالة، تاجر الطلبات الصغيرة.

أ-تاجر الصالة:

وهو تاجر يتعامل لحسابه الخاص في سوق الأوراق المالية، ويكون عادة عضوا مسجلا في السوق، فهم لا ينفذون عمليات لحساب الجمهور أو لحساب السماسرة، بل ينتهزون فرص سانحة للبيع أو للشراء داخل صالة السوق على أمل تحقيق الربح³.

ب-تجار الطلبات الصغيرة:

¹ - العديد من المراجع أهمها:
-حسين شحاتة، " الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة في أسواق الأوراق المالية" ، مرجع سبق ذكره، ص. 7.
-حمار لعمارة، مرجع سبق ذكره، ص. 15.
² - مبارك سليمان، مرجع سبق ذكره، ص. 508.
³ - العديد من المراجع أهمها:
- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص. 104.
- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص. 58.

يقصد بتجار الطلبات الصغيرة أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة ثم تجزئتها وبيعها لمن يريد بكميات صغيرة (أقل من 100 سهم) فهم تجار التجزئة يعملون على تلبية رغبات المستثمرين، ويحصل التاجر على أرباح متمثلة في الفروق السعرية بين عملية البيع والشراء¹.

3- حكم المتاجرة بالأوراق المالية:

إن الأوراق الجائزة شرعا يصح التعامل لها وتصبح المتاجرة بها وذلك للاعتبارات التالية²:

- أن الحصول على فروق الأسعار من شراء الأصول دارة للربح، ثم بيعها قبل الحصول على ريعها أو بعدها، هدف صحيح ومشروع، لأنها تجارة يستهدف منها الربح الذي يحصل من بيع أصول الشركة بأكثر مما اشترت به، وكما يصح هذا التصرف في جميع الأصول.

- تعتبر الأوراق المالية الإسلامية حصة شائعة في أموال وموجودات الشركة، وهي ملك لحملتها، يصح له بيعها والتصرف فيها، وإذا جاز له المتاجر بها .

III- المتخصصون:

ويقصد بالمتخصصين أعضاء السوق الذين يتخصصون في التعامل في ورقة مالية معينة أو

¹- العديد من المراجع أهمها:

- محمد عثمان إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص. 58.

- عاطف وليم اندرواس، مرجع سبق ذكره، ص. 33.

²- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص. 512-513.

مجموعة محدودة من الأوراق المالية، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، فهو الذي يطالع لوحده على دفتر الأوامر المحددة للأوراق التي يتعامل فيها، ويدفع المتخصص رسوم العضوية من أمواله الخاصة ويحدد للمتخصص مكان محدد والمخصص الذي يعمل فيه، ويجمع المتخصص بين عمل السمسار والتاجر فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة أخرى مقابل عمولة وذلك بناء على طلبهم نتيجة تعذر الأمر على السمسار، كما أنه يشبه التاجر من حيث أنه ينجز عمليات البيع والشراء لحسابه الخاص بهدف تحقيق الربح¹.

1- فوائد عمل المتخصص للسوق: ونجد منها:

- إيجاد سوق مستمرة، وتوفير سيولة عالية من الأوراق المالية للسوق، حتى لا تصاب السوق بركود

في وقت من الأوقات، ومن هنا أطلق على المتخصص وصف صانع السوق².

- العمل على تحقيق التوازن في السوق، عند عدم توازن أوامر البيع والشراء الواردة إليه ففي حالة كانت أوامر الشراء أكثر من أوامر البيع، أي أن الطيب أكثر من العرض، فإن المتخصص يقوم بزيادة المعروض من الأوراق، لاستيعاب تلك الأوامر، كما يقوم بالتدخل لزيادة سعر البيع بغية الحد من طلبات الشراء، أي عندما يكون العرض أكثر من الطلب فإن المتخصص يقوم بشراء ما يعرض من الأوراق، والعكس صحيح³.

- الحد من تقلبات الأسعار والعمل على استقرارها⁴.

- التقليل بين سعري البيع والشراء¹.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص. 33-34.

- محمد صالح الحناوي، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص. 58.

² - سمير رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. 124.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص. 105.

- محمد مطرو فايز، ليم، مرجع سبق ذكره، ص. 162.

⁴ - سمير رضوان، مرجع سبق ذكره، ص. 124.

2- حكم عمل المتخصص في الأوراق المالية:

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

سبق²:

أ- الوظيفة الأولى:

المتاجرة في الأوراق المالية التي تخصص في التعامل بها.

ب- الوظيفة الثانية:

الوساطة في بيع وشراء هذه الأوراق التي تخصص فيها.

أما التخصص في حد ذاته، فإنه أمر يصح، مادام التخصص في الأوراق المالية التي يجوز

إصدارها.

أما قيامه بوظيفتي المتاجرة والسمسرة، فإن حكمه الصحة لصحة عملية المتاجرة والسمسرة من حيث

الأصل.

ثانياً: الأعضاء الغير العاملين

¹- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص. 34.
²- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص. 519.

وهم كبار المتعاملين في السوق شراء وبيعاً للأوراق المالية، ولكن ليس لهم الحق للتعامل في المكان المخصص للسماسة ويقومون بتنفيذ طلبات العملاء ومقابل عمولة، بالإضافة إلى طلبياتهم الخاصة ومن أهم الأعضاء الغير العاملين.

1-الأعضاء المنظمين:

وهم الأعضاء الذين يعملون على تسويق وإصدار الأوراق المالية لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص.

1-المصارف الإسلامية:

وتعرف البنوك الإسلامية بشكل عام على أنها: مؤسسات مصرفية لا تتعامل بالربا أخذاً وعطاءً وهي مؤسسة وبنوك ينص قانون إنشائها ونظامها الأساسي بوضوح تام على مبادئ الشريعة الإسلامية وغايتها تجميع الأموال وتوظيفها بما يخدم الفرد والمجتمع ويتفق مع الشريعة الإسلامية، و يحقق أهداف التنمية الاقتصادية¹.

ولا تختلف أوجه النشاط للمصارف الإسلامية عنها في المصارف التجارية من الدخول للأسواق المالية وبيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص أو لحساب الغير بشرط أن تكون تلك الشركات تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتقديم النصح والإرشاد في المسائل المالية، فالبنك الإسلامي في طبيعته بنك استثمار إلا أنه يختلف عن بنوك الاستثمار المعروفة في الأسواق المالية، حيث أن بنك

¹ العديد من المراجع : أهمها:

- نسيمه خشوف، "ماهية البنوك الإسلامية"، ص ص. 1-2، تاريخ الإطلاع 2011/12/28، عن الموقع:

. Philadelphra. Edu. Jo/ courses/ Banking/ Files/ Bankes/ 34106. Dochttp://www

- نوري منيو وبارك نعيمه " إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية وأهميتها في تحدي الأزمات المالية"، الملتقى الدولي للآزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص. 5.

- ثنايت صباح، " المصارف الإسلامية وتحديات العولمة المالية"، الملتقى الدولي للآزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص. 4.

الاستثمار التقليدي تشتمل معاملاته على الربا وهذا ما تمتنع عنه البنوك الإسلامية¹.

2- شركات الخدمات الاستشارية:

وهي مؤسسات ومكاتب ظهرت في سياق التطور الذي شهدته الصيرفة الإسلامية وشركات المال الاستثمارية الإسلامية وشركات التأمين التكافلي على المستويات المحلية والإقليمية والدولية بهدف تقديم استشارات شرعية، وهذه الشركات هي هيئات متخصصة مرخصة من الجهات الوصية لتقديم الخدمات الاستشارية ومساندة وترسيخ التطبيق العملي للأفكار والحلول المالية والاقتصادية المتوافقة مع الأحكام الشرعية ومعالجة المشاكل التي قد تنتج عن ممارستها في أرض الواقع².

3- صناديق الاستثمار الإسلامية:

إن ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة لا تعود إلا إلى عدد قليل من السنوات، ويقصد بصندوق الاستثمار الإسلامي ذلك الوعاء الذي يعمل على تجميع الأموال عن طريق طرح أوراق شرعية للاكتتاب فيها، وللصندوق إدارة تلتزم فيه بالضوابط الشرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء عليه يشترك

المستثمر في ذلك الصندوق، وتقوم إدارة الصندوق بتوظيف تلك الأموال في مشاريع تحقق منفعة اجتماعية واقتصادية³.

ويمثل السوق المالي الإسلامي المكان الذي يتم فيه طرح منتجات الصندوق والتي تلتزم بمبادئ

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- سيد أحمد حاج وسيهاني سهام، " المصارف الإسلامية بين تحديات بنية العمل المصرفي وضرورة الرقابة الشرعية عليها"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، خميس مليانة، يومي 5 و6 ماي 2009، ص. 9.

- فكري كباشي الأمين، "مفهوم المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، تاريخ الإطلاع 2011/12/28، عن الموقع:

<http://www.Dahsha.Com/old/viewarti.cle.PHP?id=27165>

² - عبد الله براهيم، " الفاعلون في دائرة التمويل الإسلامي"، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي: واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، 9 ديسمبر 2010، ص. 6.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- عبد الستار أبو عدة، " صناديق الاستثمار الإسلامية- دراسة فقهية تأصيلية موسعة-"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15، 17 ماي 2005، ص. 2-7.

- محمد علي القري، " صناديق الاستثمار الإسلامية"، ص. 2، تاريخ الإطلاع 2011/12/28، عن الموقع:

http://www.Bltagi.Com/portal/mobiles.Php?action=sa_vemobile&id=8

- براق محمد وقمان مصطفى، " أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص. 8.

الشريعة الإسلامية حيث تتمثل المنتجات في الأسهم للشركات التي يكون محل نشاطها حلالاً، بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية¹.

II - الأعضاء المرسلون:

وهم أعضاء عاملين في سوق أجنبي ويمارسون نشاطهم في سوق دولة أخرى عن طريق سمسار وطني عضو في سوق هذه الدولة².

الفرع الثاني: الهيئة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تستمد الهيئة الشرعية اسمها من طبيعة عملها وهو أساس العمل على تطبيق أو مراعاة تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية على المعاملات والأنشطة القائمة في السوق الإسلامي ويتبلور عمل الهيئة الشرعية على هذا الأساس في اختصاصين جوهريين هما الأصل في عمل الهيئة الشرعية ويتمثلان في: الفتوى والرقابة الشرعية.

أولاً: اختصاصات الهيئة الشرعية: وتتمثل أساساً في:

I - الفتوى:

عن طريق تبیین الحكم الشرعي لمن سأل عنه بالدليل³.

II - الرقابة الشرعية:

ويتبلور هذا العمل من خلال التأكد من الأنشطة التي تتم في السوق لا تخالف الشريعة، ويتطلب

1- هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص ص. 20-29.

2- محمد عثمان إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص. 33.

3- عبد الحميد محمود البعلي: " الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية"، ص. 24، تاريخ الإطلاع 2011/12/20، عن الموقع:

هذا أن يكون تطبيق أحكام الشريعة ملزماً للمتعاملين في السوق حسب ما جاء في الفتاوى والقرارات والإرشادات الصادرة عن الهيئة¹.

وتتم الرقابة من خلال²:

- الفحص والمصادقة على الأدوات المالية التي سيتم تداولها في السوق
- إعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات السوق.
- إعداد معايير موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية يتبعها كل المشاركين في السوق.
- إيجاد البديل الإسلامي الحلال للمعاملات المالية، واستحداث صيغ استثمارية بنوعية جديدة.

ثانياً: مشروعية وجود هيئة شرعية:

تستمد الهيئة الشرعية أساس وجودها من خلال ثلاثة أوجه³.

I- النظام الأساسي وعقد التأسيس:

فالنظام الأساسي وعقد التأسيس الصادران بإنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية يجب أن يتضمنا النص صراحة على الهيئة الشرعية والزامية وجودها وطريقة عملها وكيفية تشكيلها والزامية قراراتها.

II- النظام القانوني:

حيث تحدد السلطات طريقة عمل الهيئة ومزاولتها لأنشطتها والمحظور عليها والمرخص لها بها،

¹ - المرجع نفسه، ص. 27.

² - العديد من المراجع أهمها:

- رياض منصور الخليلي، " هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15، 17 ماي 2005، ص ص. 295-296.

- محمد عبد الحليم، مرجع سبق ذكره، ص. 2.

- عبد الحميد محمود البعلي، " الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 29.

- عبد الحق حميش، " هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية دراسة وتقويم"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية التشريعية والقانون، جامعة دبي، 15، 17 ماي 2005، ص. 332.

³ - عبد الحميد محمود البعلي، " الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 20.

وإجراءات القيد والشطب والجزاءات التي توقع عليها.

III- لائحة الهيئة الشرعية:

تضعها الهيئة الشرعية وتوضح فيها: نظام عمل الهيئة الشرعية واختصاصاتها ومسؤولياتها

و منهجيتها في الإفتاء والرقابة الشرعية.

ثالثا: الشروط الخاصة بأعضاء الهيئة الشرعية:

يشترط فيمن يختار لعضوية الهيئة الشرعية مواصفات شرعية خاصة تفرضها في الأساس طبيعة عمل الهيئة، حيث أن هذه المواصفات مصدرها الشرع فيمن يتولى عملية الإفتاء وإبداء الرأي الشرعي بالإضافة إلى المواصفات المهنية التي تتطلبها طبيعة عمل سوق الأوراق المالية الإسلامي فيجب أن يكونوا على إمام وعلى دراية بألية عمل هذا السوق¹.

المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية وعملياتها من منظور إسلامي:

إن إعداد وإصدار طلبات البيع والشراء المرغوب فيها للوسيط أو السمسار، تتم وفقا لأوامر

معينة والتي تأخذ عدة أشكال كلها تهدف إلى تحقيق أفضل سعر ممكن وتنفيذ هذه الأوامر وفقا لآليات حسب ما تقتضيه الأوضاع الاقتصادية، وكذا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: أوامر سوق الأوراق المالية من منظور شرعي

قبل قيام السمسار أو الوسيط بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء، ينبغي أن يتلقى تعليمات أو أوامر

من قبل العميل لإتمام الصفقات على أحسن وجه.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- رياض منصور الخلفي، مرجع سبق ذكره، ص 296-297.
- عبد الحميد محمود البعلي، " الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية " ، مرجع سبق ذكره، ص 34.

أولاً: تعريف أوامر سوق الأوراق المالية

يقصد به ذلك التوكيل الذي يعطيه العميل لأحد الوسطاء أو السماسرة من أجل عقد صفقة شراء أو بيع لأوراق معينة، هذا التوكيل يحرر عادة بشكل مكتوب أو شفاهي بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة، على العموم يجب على محدد الأمر (الموكل) أن يتمتع بالأهلية، هذا الشرط يجعل الوسيط على دراية قبل عقد الصفقة، وهنا إما يتعامل الوسيط مع زبون مباشر بالتحقق من أهليته أو مع مصارف ووسطاء هم الذين يتولون إدارة محافظ الغير¹.

إن كفاءة تنفيذ الصفقة يتحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من الزبون، لذا عند تحرير الأمر يجب أن يتضمن الشروط الآتية²:

- تحديد نوع الورقة موضوع الصفقة.
- المهمة المصدرة للورقة المالية.
- السعر وكمية الأوراق المطلوبة.
- في حالة الأسهم، تحديد أي نوع.
- في حالة صكوك أو سندات، تاريخ الإصدار، معدل العائد، الأجل والنوع.

ثانياً: أشكال أوامر سوق الأوراق المالية:

تتخذ الأوامر عدة أشكال، تتمثل أهمها فيما يلي:

¹ - العديد من المراجع أهمها:
 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص. 172.
 - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص. 99.
² - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص. 172.

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

يقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من

عدمه، وتنقسم بدورها إلى:

1- أوامر السوق:

يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية

السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر ممكن أن يجري التعامل به،

ونظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً، فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة.

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمان التنفيذ، أما عن عيوبه فإن المستثمر لا يمكنه

معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به، وفي الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية قد لا

يكون لتلك العيوب تأثير كبير لدى المستثمر، على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة

ما تكون محدودة¹.

2- الأوامر المحددة:

في الأوامر المحددة يضع العميل سعراً محددًا لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا

الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في

حالة أمر الشراء، أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية

التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، هذا وبدلاً من أن ينتظر السمسار حتى يصل سعر السوق على السعر

¹- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص. 52.

المحدد عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة، والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للسمسار، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد¹.

و كما يبدو فإن أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر أنه على عكس أمر السوق، فالمستثمر هنا يعرف مقدماً وعلى وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها، أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها، أما أهم عيوبه فهو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد، ومن ثم لا تنفذ الصفقة، حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً².

II- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

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

تنفيذها، وتتمثل أساساً في:

1- أوامر محددة بيوم:

يقصد بالأمر المحدد بيوم، الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم، فإذا ما تم تسلم السمسار الأمر، فإنه ساري المفعول إلى حين إغلاق السوق (البورصة في ذلك اليوم، وغالباً ما يكون الأمر مبنيًا على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية، وهذا الأمر يشبه أمر السوق³.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- عاطف وليم الدراوسي، مرجع سبق ذكره، ص 40 - 41.

- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 126 - 127.

² - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 127.

³ - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 249.

2- أوامر محددة بأسبوع أو شهر:

بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع، فإنه ينتهي حالما ينهي الأسبوع الذي صدر فيه، كذلك إذا كان الأمر مدته شهر، فينتهي سريانه مع نهاية الشهر الذي صدر فيه، أي يبقى الأمر ساريا طيلة الفترة المحددة من قبل العميل¹.

3- الأمر المفتوح:

يقصد به ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاءه، وعادة ينبغي على المستثمر تجديد أو إلغاء الأمر كل 6 أشهر².

III- الأوامر التي تجمع بين السعر ووقت التنفيذ:

من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر، مايلي:

1- الأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة:

يقصد بها الأوامر التي تتحدد بسعر معين للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما، شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للوقت³.

2- الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين:

يقصد بها الأوامر التي يحدد لها فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر

¹- المرجع نفسه، ص. 249.

²- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص ص. 129- 130.

³- منير إبراهيم هندي، " إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 526.

السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعرا أفضل منه¹.

IV- الأوامر الخاصة:

يندرج تحت هذا النوع من الأوامر، الأنواع التالية:

1- أوامر الإيقاف:

يقصد بأوامر الإيقاف، تلك الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة مستوى معيناً أو تعدها، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف²:

أ- أوامر الإيقاف المتعلقة بالبيع:

حيث بمقتضى هذه الأوامر يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر الورقة إلى

المستوى المحدد أو انخفض عنه، فإذا كان المستثمر يتوقع حدوث هبوط شديد في الأسعار، عندئذ قد يصدر أمراً للسمسار بالبيع إما عند السعر المحدد أو أقل منه، لأن إذا لم يتمكن السمسار من إبرام الصفقة عند هذا السعر واستمرت الأسعار في الانخفاض، يظل ملزماً بتنفيذها عند أي سعر يمكنه اللحاق به.

ب- أوامر الإيقاف المتعلقة بالشراء:

يقضي هذا الأمر بأن يقوم السمسار بشراء الورقة المالية إذا ما بلغ سعرها مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير إلى أن الأسعار سوف تصل إلى سعر محدد ولن تتخفف أكثر بعد ذلك السعر، فهنا

¹ - المرجع نفسه ص. 527.

² - العديد من المراجع أهمها:

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص. 251.

- منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 527-528.

يصدر المستثمر للسمسار أمر إيقاف ليقوم على أساسه بشراء الورقة المالية عند ذلك السعر، وإذا لم يستطع، فيظل ملزماً بتنفيذها عند أي سعر يمكنه اللحاق به قبل أن ترتفع الأسعار أكثر.

2- أوامر الإيقاف المحددة:

إذا كانت أوامر الإيقاف تتسم بعدم التأكد بشأن السعر الذي تتسم به الصفقة، فإن أوامر الإيقاف المحددة يقوم فيها المستثمر بوضع حد أدنى لسعر البيع، وحد أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر، أو بسعر أفضل منه، ويمكن للسمسار هنا أن يلجأ إلى المتخصص الذي يتعامل في هذا النوع من الأسهم، ويطلب منه التنفيذ حالما يرى ذلك مناسباً ومتوافقاً مع الأمر، أي طالما أن السعر لم يهبط أو يرتفع عن السعر الذي حدده العميل في الأمر¹.

3- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

يقصد بالأمر حسب مقتضى الأحوال، أن يترك العميل للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراء أو بيعاً، وكذا توقيت التنفيذ، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار فقط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة، وبالطبع يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على التحكم².

ومن مزايا أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال، هو إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار، ما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص المواتية دون الانتظار لأوامر محددة من العميل، ومن ناحية أخرى

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، " الاستثمار في الأسهم والسندات"، مرجع سبق ذكره، ص. 32.
² - محمد صالح جابر، " الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2003، ص. 52.

لا يرحب الكثير من السماسرة بهذا النوع من الأوامر، إذ يزيد من عبء العمل الواقع عليهم، إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء¹.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لتنفيذ أوامر سوق الأوراق المالية:

حسب اتفاق الفقهاء وعلماء الدين، فإن أوامر سوق الأوراق المالية في النظام الإسلامي لا اختلاف بينها وبين الأوامر في النظام الوضعي، إلا أنها تخضع لبعض الضوابط والأحكام الشرعية، التي لا يجب تجاوزها حتى تكون موافقة إلى ما هو مقرر شرعاً، وحسب ما سبق، تتمثل هذه الضوابط فيما يلي:

- وجوب التزام الوكيل (السمسار) ببيع بالثمن الذي قدره له الموكل، وذلك أنه إذا باع ما وكله ببيعه بأحسن مما قدره له، فيكون قد حصل على غرضه وزيادة، أما في حالة عدم تقييده بالثمن، فيجوز له التنفيذ حسب ما يراه نافعاً ولا ضاراً.

- أن لا تكون الأوراق المالية موضوع الأمر من النوع المحرم شرعاً، ولا يقتصر التعامل بها على أي محظور شرعي، وأن لا يكون التعامل بها ينتج عنه أي ضرر للطرفين.

- أن لا تكون الشركات المتعامل بأوراقها المالية، تعمل في أنشطة محرمة شرعاً.

- أن لا تكون الآلية أو العملية التي تنفذ بها الصفقة فيها شبهة، كالبيع على المكشوف، أو بيع ماليس عندك، بيع الدين بالدين أو تأجيل دفع الثمن والمثمن... لأن هذا محرم في شريعة أحكام الحاكمين كما سبق وذكرنا.

الفرع الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية وحكمها الشرعي

يقصد بعمليات سوق الأوراق المالية الطرق والأساليب التي يتم بموجبها عقد الصفقات الخاصة

¹ - منير إبراهيم هندي، " إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص. 530 - 531.

بالشراء والبيع للأوراق المالية المختلفة، وفيما يلي سنتعرض لأهم هذه العمليات ومعرفة الحكم الشرعي لها حسب آراء أهل الفقه والعلم.

أولاً: العمليات العاجلة (الآتية) وحكمها الشرعي:

يراد بالمعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية، تلك المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة، يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع والدقيق للصفقة، وفي جميع الأحوال تخضع هذه العمليات لشروط السوق في البلد المعني من حيث تكامله ودرجة نضجه، وتدرج ضمن هذه المعاملات العمليات التالية:

1- الشراء بكامل الثمن وحكمه الفقهي:

الشراء بكامل الثمن هو نوع من أنواع العمليات العاجلة، ويراد به أن يقوم المشتري بدفع كل ثمن الأوراق المالية المشتراة من خالص ماله¹.

- الحكم الشرعي: بعد تعريف عمليات الشراء بكامل الثمن، تبين أن شروط عقد البيع والشراء ينطبق

عليها من إيجاب وقبول وشروط العاقدين والمعقود عليه، لذا فهي جائزة شرعاً إذا كانت

الأوراق المالية المتداولة جائز بيعها كالأسهم².

وقد صدر في هذا عن مجلس المجتمع الفقهي الإسلامي قرار جاء فيه³:

"- إن العقود العاجلة على السلع الحاضرة الموجودة في ملك البائع التي يجري فيها القبض فيها يشترط

له القبض في مجلس العقد هي عقود جائزة شرعاً، ما لم تكن عقوداً على محرم شرعاً.

¹- فتحي سليم وزيايد غزال، " حكم الشرع في البورصة"، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2008، ص. 14.
²- سمير عد الحميد رضوان، " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية -"، مرجع سبق ذكره، ص. 316.
³- العديد من المراجع أهمها:
 - شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سبق ذكره، ص. 186.
 - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص. 124.

- إن العقود العاجلة على أسهم الشركات والمؤسسات حين تكون تلك الأسهم في ملك البائع جائزة شرعا، ما لم تكن تلك الشركات والمؤسسات موضوع تعاملها محرم شرعا، كشركات البنوك الربوية وشركات الخمر، فحينئذ يحرم التعاقد في أسهمها بيعا وشراء.

- إن العقود العاجلة والآجلة على سندات القروض بفائدة، بمختلف أنواعها غير جائزة شرعا، لأنها معاملات تجري بالربا المحرم".

II- الشراء بالهامش (الشراء بجزء من الثمن):

يقصد به عمليات الشراء الجزئي، إذ يقوم المستثمر بتمويل جزء من قيمة الصفقة نقدا، والجزء

المتبقي يمول بقروض من الغير (الوسطاء والسماسرة بمختلف أشكالهم)، مقابل فوائد شهرية على تلك القروض، وهذا بغرض شراء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأخيرة لدى السمسار كضمان للقرض¹.

- الحكم الشرعي: لمعرفة حكم الشرع للتعامل بالهامش، يجب عرض آراء بعض الكتاب والفقهاء المعاصرين حول ذلك، وذلك كالآتي:

• ذهب الدكتور القرة داغي إلى القول بعدم جواز التعامل بالهامش، لأن فيه ربا يتمثل في أسعار الفائدة على القروض².

• كما يرى الدكتور أحمد محي الدين أيضا، أن هذا التعامل غير جائر شرعا، لأن فيه ربا ومضاربة، ومن المعروف أن أحكام الفقه الإسلامي تمنع المضاربة³.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- فتحي سليم وزياد غزال، مرجع سبق ذكره، ص. 15.

- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص. 179.

² - شعبان محمد البرواري، مرجع سبق ذكره، ص. 194.

³ - المرجع نفسه، ص. 194.

• أما الدكتور صبري هارون فيقول بعدم جواز هذا النوع من العملات لاجتماع عناصر الدين

الثلاثة فيها: المتمثلة في¹:

✓ وجود دين مستقر في الذمة.

✓ الأجل.

✓ زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل.

III- البيع على المكشوف (البيع القصير):

يقصد به أوراق مالية لا يمتلكها البائع في لحظة البيع، على أن يكون التسليم في تاريخ معين

في المستقبل القريب، ويقوم البائع بهذه العملية عندما يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، على

أمل أن يقوم بشرائها فيما بعد، وبالتالي تغطية موقفه بسعر أقل والحصول على الربح، ويتم تسهيل هذه

العملية من خلال سمسرة الأوراق المالية الذي يرتب لعملية الشراء².

- الحكم الشرعي: تعتبر عمليات البيع على المكشوف إحدى وسائل المضاربة في أسواق الأوراق

المالية، والعمليات ممنوعة بنص حديث رسول الله صلى الله عليه وسلم حيث قال: " لا تبع ماليس

عندك"³.

وبناء على أن عمليات البيع القصير نوع من أنواع المخاطرة، حيث يتوفر فيها احتمال الربح

والخسارة، فهي غير جائزة شرعاً باعتبارها من القمار المحرم شرعاً، ولو كان هناك عملية بيع وشراء إلا

أن الغرض من هذه العملية ليس البيع أو الشراء، إنما المقامرة المحرمة في كتاب الله تعالى، كما أن

السمسار يتصرف بمال غيره بدون إذنه⁴.

¹ - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 74.

² - حسن محمد الرفاعي، مرجع سبق ذكره، ص. 9.

³ - " نحو اقتصاد فقهي حول النقود والأسواق المالية " ، ملتقى البحث العلمي، مرجع سبق ذكره، ص. 114.

⁴ - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 73.

ثانياً: العمليات الآجلة وحكمها الشرعي:

مضمون هذه العمليات يعطي الحق لحاملها شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة مستقبلاً، نشأت هذه العمليات بهدف تجنب المخاطر المتعلقة بتغير أسعار الأوراق المالية، ولضمان حقوق الأطراف المتعاملة بها، إذ تشترط أنظمة البورصة على أطراف العملية تقديم تأمين مالي ما يقابل الصفقة يسمى بالتغطية، ولحين حلول موعد التنفيذ، تختلف نسبة التغطية حسب نوع العملية وشروط البورصة¹.

تصنف العمليات الآجلة من أعمال المضاربة، فالبائع يكون مضارباً بالهبوط، أما المشتري يكون مضارباً بالصعود، أما عن الغرض من هذه العمليات فهو تحقيق ربح يتمثل في الفرق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين السعر في يوم التنفيذ، وتتمثل الأدوات التي يتم التعامل بها ضمن هذه العمليات في المشتقات المالية التي سبق التعرض لها في المبحث السابق.

- **الحكم الشرعي:** من مقاصد التشريع الإسلامي الأساسية إقامة العدل ومنع أكل المال بالباطل، وهذا يقتضي أن تكون المعاملات المالية محققة لصالح الطرفين وليس لأحدهما على حساب الآخر، وهذا ما لا تسمح به الشريعة الإسلامية، كقوله تعالى: " إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ"².

كما أن العمليات الآجلة تتناقض مع مبدأ حفظ المال والوقاية من المخاطر، الذي يفترض أن تكون وسيلة لتحقيقه، بل على عكس ذلك فهي تؤدي إلى زيادة المخاطر وحدوث الأزمات، فضلاً عن أن مقصد هذه العمليات هو الوقاية من المخاطر، فيظهر في الواقع أنها تقوم بتحويل هذه الأخيرة من طرف إلى آخر، وهذا الأمر غير مقبول شرعاً³.

¹ - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص ص. 109 - 110.

² - سورة النحل، الآية رقم 90.

³ - سامي السويلم، " المشتقات المالية أدوات للتحوط أم للمجازفة " ، ص. 3، تاريخ الإطلاع 10 / 12 / 2011، عن الموقع:

[http:// www.Kantakji.com/Fiqh/files/Markets/323.rar](http://www.Kantakji.com/Fiqh/files/Markets/323.rar)

ومما يبين كذلك موقف الشريعة في هذا الصدد بإجماع العلماء والفقهاء المعاصرين على منع بيع

الدين بالدين أو الكالي بالكالي¹.

كما تعد العقود التي تتدرج ضمن العمليات الآجلة من جنس الربا المحرم شرعا في كتاب الله

عزوجل، فحصول أحد العاقدين على مال بغير عوض يمثل مصلحة زائدة فيها ربا واضح، كما أنها تعد

من جنس القمار والرهان الذي حرّمته شريعة الإسلام وكما بيناه فيما سبق².

وتتطوي كذلك هذه العمليات على بيع الإنسان مائيس عنده، وقد حرم الإسلام بيع الإنسان مائيس

عنده فعن حكيم بن حزام رضي الله عنه قال: قلت يا رسول الله يأتيني الرجل فيسألني عن البيع ليس

عندي ما أبيع منه ثم أبتاعه من السوق، فقال صلى الله عليه وسلم: " لا تبع مائيس عندك"³.

المطلب الثالث: طرق تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية والحكم الشرعي:

تتحدد أسعار مختلف الأوراق المالية بتفاعل قوى العرض والطلب، وتتم هذه العملية بعدة تقنيات،

حيث يتكفل سوق الأوراق المالية بتوفير الميكانيزمات والآليات التي تضمن معالجة العرض والطلب.

الفرع الأول: طرق تحديد الأسعار

هناك العديد من التقنيات التي تهدف في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا

أولا: التسعير بالمناداة:

في ظل هذه العملية يتلاقى السماسرة الوسطاء وجها لوجه في المكان المخصص لمثل هذه العمليات

وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع

¹ - المرجع نفسه، ص. 3.

² - أشرف محمد دواية، مرجع سبق ذكره، ص. 17.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- أشرف محمد دواية، ص 18.

- زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 113-114.

المناداة، وذلك بوضع الساعد (أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسيا في حالة البيع)¹.

ثانيا: التسعير بالمقارنة:

وتتم في هذه الطريقة تدوين في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات

الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق

المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص².

ثالثا: التسعير بالصندوق:

وهي صورة من صور التسعير بالمقارنة، وتستخدم هذه الطريقة في الحالات التي تكون فيها

عروض البيع وطلبات الشراء بكميات كبيرة ومتعددة، حيث يتم وضع جميع أوامر الشراء والبيع للورقة

المالية المعنية في صندوق واحد، حيث يحدد سعرالتعامل بعد إحصاء وتفحص كل الأوامر بالأسلوب

المتبع في الطريقة السابقة³.

غير أن التقدم التكنولوجي في مختلف المجالات، قد أدى إلى تطور تقنيات التعامل والتسعير

وأصبحت وسائل الإعلام الآلي التي جهزت بها مع معظم أسواق الدول المتقدمة هي المسؤولة عن

معالجة الأوامر وإعطاء سعر التوازن وتغييره تماشيا مع ظروف السوق الشيء الذي وفر نوعا من

الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى السوق

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص. 105.

- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص. 45.

- شعبان محمد البروراري، مرجع سبق ذكره، ص. 76.

² - العديد من المراجع أهمها:

- جبار محفوظ: " تنظيم وإدارة البورصة " ، سلسلة التعريف بالبورصة، ج3، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002، ص. 117.

- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص. 45 - 46.

- شعبان محمد البروراري، مرجع سبق ذكره، ص. 76.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص. 106.

- شعبان محمد البروراري، مرجع سبق ذكره، ص. 76.

- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص. 46.

أولاً: حكم التسعير بالمناداة¹:

تفترض هذه الطريقة وجود عدد من الراغبين في شراء ورقة معينة عند أسعار مختلفة وعدد من الراغبين في بيع تلك الورقة عند أسعار مختلفة أيضاً، غير أن أحداً منهم لا يعين السعر الذي يرغب في البيع أو الشراء به، طمعا في الحصول على سعر أفضل.

ولذلك فإنه عند بدء التعامل على ورقة معينة، يقوم الدلال باقتراح سعر معين على أنه يجب على السماسرة الحاضرين الذين هم على استعداد للشراء والبيع بهذا السعر، أن يقوموا بإبرام عقود مبدئية فيما بينهم، ويتم تحويلها إلى عقود نهائية إذا كان هذا السعر يحقق رغبة الجميع.

أما إذا بقي هناك عدد من المشترين ينادون معلنين عن رغبتهم في الشراء مثلا، دون أن يوجد مقابل لهم من البائعين، فإن هذا يعني أن عدد الراغبين في البيع أقل من الراغبين في الشراء.

وحيث سيستنتج الدلال المسعر من ذلك أن هناك عدداً من البائعين يرغبون في سعر أعلى يمكن أن يكون ملائماً لعدد أكبر من المتعاملين، وهنا يعلن الدلال سعراً أعلى من السعر السابق، رغبة في تلبية أكبر عدد ممكن من طلبات البيع والشراء.

أما إذا وجد أن عدد الراغبين في الشراء أقل من الراغبين في البيع، فإنه يستنتج من ذلك أن هناك عدداً من الراغبين في الشراء يرغبون في سعر أقل، وهنا يقترح الدلال سعر أقل من السعر السابق.

وإذا تبين الدلال المسعر أن السعر الأخير يحقق التوازن بين عروض البيع وطلبات الشراء، على النحو الذي سبق توضيحه، فإنه يتم إعلان هذا السعر، سعراً رسمياً وذلك بكتابته على لوحة الأسعار.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص. 572.

وعند ذلك تتحول العقود المبدئية التي أبرمت لهذا السعر الأخير إلى عقود نهائية وتلغى العقود المبدئية التي أبرمت بالسعر الأول.

وعلى هذا الأساس فإن الرأي السائد يؤكد صحة هذه الطريقة في الوصول إلى السعر الذي يحقق رغبة أكثر المتعاملين، وذلك أنه لا ظلم فيها لأحد من الأطراف لأنه وإن ترتب عليها خروج عدد من المتعاملين من السوق، عند تغيير السعر، إلا أنه يترتب على ذلك في الوقت نفسه دخول عدد آخرين، تزيد بدخولهم عدد الأوامر التي يمكن تنفيذها أو ذلك أنه لا يعتمد إلا السعر الذي تعقد عنده صفقات على أكبر عدد ممكن من الأطراف، بالإضافة إلى أن المتعاملين قد ارتضوا هذه الطريقة وتعارفوها بينهم، ولا يترتب عليها حكم شرعي حسب ما هو سائد.

ثانياً: حكم التسعير بالمقارنة:

تتفق هذه الطريقة مع الطريقة الأولى في جوهرها وما ترمي إليه من تحديد سعر التوازن وتنفيذ أكبر عدد ممكن من أوامر البيع والشراء، إلا أنها تختلف عنها في أسلوب التنفيذ. فإذا كان التسعير يتم في الطريقة الأولى بأسلوب المناداة الشفاهية فإنه يتم في هذه الطريقة بأسلوب الفرز الكتابي لعروض البيع وطلبات الشراء، ثم استخراج السعر الذي يحقق التوازن بينها. ولذلك فالحكم في هذه الطريقة، كالحكم في الطريقة السابقة من الصحة¹.

ثالثاً: حكم التسعير بالصندوق:

لا يختلف التسعير وفقاً لهذه الطريقة عنه في الطريقة الثانية، إلا في أن الأوامر تجمع أولاً في

صندوق، ثم يتم تجميعها من قبل الموظف المختص، تمهيداً لفرزها، وهذا لا أثر له في الحكم من

¹ - المرجع نفسه، ص. 572.

الناحية الشرعية، ولذلك فإن الحكم في هذه الطريقة كالحكم في الطريقتين السابقتين، وهو الصحة¹.

- وعلى العموم فنظام التسعير للأوراق المالية في سوق الأوراق يخضع لقانون العرض والطلب كما في أي سوق، بالرغم من أن سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات دقيقة وسريعة وصحيحة، في تحديد السعر، فهذا القانون يتفق مع ما جاءت به الشريعة الإسلامية، على أن يسود هذا السوق المنافسة التامة المشروعة بين المتعاملين، والابتعاد عن جميع أوجه الاحتكار المحرم شرعا، والذي يؤثر سلبا على المستوى العام للأسعار في السوق، فالحرية في التعامل والصدق والتراضي بين الأطراف المتعاقدة هو الذي يساعد قانون العرض والطلب على استخراج السعر الملائم والصحيح بهدف منع الضرر، وتحقيقا للمصلحة العامة².

¹- المرجع نفسه، ص. 572.
²- جمال لعمارة ورايس حدة، مرجع سبق ذكره، ص. 15.

إن التطور الذي يشهده العالم اليوم خاصة في ظل عولمة الأسواق المالية والانفتاح العالمي، أدى إلى زيادة أهمية الأوراق المالية لتصبح عصب الحياة الاقتصادية، ليؤدي تطور هذه الأوراق وإقبال الجمهور على تداولها بدوره إلى ازدهار وتطور سوق الأوراق المالية، وزيادة تدفقات رؤوس الأموال.

وكنتيجة لتزايد وعي الدول الإسلامية لهذه الأهمية، تقدمت بخطى وان كانت بطيئة مقارنة مع الدول المتقدمة، إلا أنها خطى جادة لتطوير الأسواق الإسلامية للأوراق المالية، وعلى الرغم من أن الهيكل العام لنشاط الأسواق الإسلامية مستمدة من الأسواق التقليدية إلا أن مضمون العمليات القائمة به تحكمه ضوابط معينة تحدد مسار القائمين على هذه الأسواق والمستثمرين فيها، ضوابط مستمدة وتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث أن تطبيقها يؤدي إلى حفظ المال والنفس، وتحقيق الكفاءة لهذه الأسواق، فضوابط المعاملات تؤدي إلى توعية واستغلال أمثل للموارد المالية مما يدفع عجلة التنمية مع حفظ الحقوق وعدم إلحاق الضرر بالمتعاملين بعضهم لبعض.

الفصل الثاني

الفصل الثاني:

التصكيك

تمهيد:

المبحث الأول: التأصيل المفاهيمي للتصكيك.

- المطلب الأول: ماهية التصكيك.
- المطلب الثاني: مزايا التصكيك.
- المطلب الثالث: عوامل اتساع نطاق التصكيك.

المبحث الثاني: التعامل بالصكوك.

- المطلب الأول: نشأة ومفهوم الصكوك.
- المطلب الثاني: أنواع الصكوك وأهميتها.
- المطلب الثالث: تداول الصكوك وأرباحها.
- المطلب الرابع: مخاطر ونجاح الصكوك بين التطلب والتحدي.

المبحث الثالث: الدور الاقتصادي للتصكيك.

- المطلب الأول: دور التصكيك على مستوى الاقتصاد ككل.
- المطلب الثاني: دور التصكيك على مستوى سوق الأوراق المالية.
- المطلب الثالث: دور التصكيك على مستوى الجهاز المصرفي.

خلاصة الفصل.

تمهيد:

تشكل المديونية الإطار الذي يحكم تدفق المال بين مختلف الوحدات الاقتصادية، وتعتبر السندات أبرز ممثل لأشكال المديونية التي تقوم على أساس سعر الفائدة المحرم شرعا، لذا وجدت المؤسسات المالية الإسلامية نفسها مقيدة بالتوجه نحو أدوات الملكية الممثلة في الأسهم بل وفي أنواع محددة من الأسهم، الأمر الذي أضعف قدرة المؤسسات المالية الإسلامية التنافسية أمام المؤسسات التقليدية على صعيد الربحية، وأدوات التحوط ضد المخاطر، لهذا وحتى تتمكن المؤسسات المالية الإسلامية من تحقيق النجاح على المستوى المحلي والعالمي، واكتساب القدرة على المنافسة وإثبات مكانتها على رأس النظام المالي العالمي، كان لابد من وجود أدوات مالية إسلامية قابلة للتداول تمتاز بالمرونة في التعامل والإصدار، بحيث تحقق لمالكها التوازن بين الربحية والأمان وإمكانية تسيلها بأسرع وقت وأقل تكلفة.

ولتوضيح الآلية التي يمكن عن طريقها إيجاد مثل هذه الأدوات وضوابط إصدارها وتداولها في

الشرعية الإسلامية، تكون هذا الفصل من ثلاثة مباحث رئيسية:

المبحث الأول: التأصيل المفاهيمي للتصنيف.

المبحث الثاني: التعامل بالصكوك.

المبحث الثالث: الدور الاقتصادي للتصنيف.

المبحث الأول: التأصيل المفاهيمي للتصنيف

من أجل تطوير ركب المصرفية الإسلامية، اعتمد النظام المالي الإسلامي على استحداث أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تتدرج تحت إطار عام يعتمد على تقنيات وشروط وضوابط تحكم عمل تلك الأدوات، يعرف هذا الإطار بالتصكيك.

المطلب الأول: ماهية التصكيك

تهدف عملية التصكيك أساساً، إلى توفير مختلف الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والبديلة لمثيلاتها في النظام الوضعي، والتي تتداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: مفهوم التصكيك

أولاً: تعريف التصكيك:

اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بعمليات التصكيك، وذلك لسببين رئيسيين

هما¹:

- كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات، وهي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على المداينة والفائدة المحرمة.

- كلمة التوريق* في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون، وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل.

تأسيساً على ما سبق يمكن تعريف التصكيك كالتالي:

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

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي من خلال قراره 15/3/137 التصكيك بأنه¹ :

¹- فتح الرحمن علي محمد صالح، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008، ص. 2.
²- هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص. 10.
^{*} يعرف التوريق على أنه تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى المقرضين الآخرين.

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

وإجمالاً يمكن تعريف التصكيك على أنه: " هو عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المشتقة لها وقابلة للتداول في سوق الأوراق المالية شريطة أن يكون محلها غالباً أعياناً، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر"².

❖ خصائص التصكيك:

يمكن استخلاص أهم سمات وخصائص عملية التصكيك في النقاط التالية³:

- التصكيك يمكن أن يؤطر بإطار زمني محدد.
- الذمة المالية المفصولة تعني نظرياً وجود الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV.
- تحديد العائد مسبقاً بالنسبة للورقة لا يعني خلوها من المخاطر.
- ضرورة أن تكون الأصول محل التصكيك مقبولة شرعاً وأن تغلب فيها الأعيان.
- القابلية للتداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية متى ما توفرت الشروط الشرعية المطلوبة للتداول.

ثانياً: أوجه الاختلاف بين التوريق والتصكيك:

تأسيساً على التعاريف السابقة، يمكن توضيح أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق

التقليدي على النحو التالي¹:

¹ - علي محي الدين القرّة داغي، " الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009، ص. 2.

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

³ - فتح الرحمن عل محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص. 2.

- التصكيك يقوم على الموجودات الحقيقية، بينما التوريق يقوم عادة على القروض والذمم المدينة.
- بيع الموجودات في النظام التقليدي هو عبارة عن خصم ديون، بينما يمثل عملية بيع أو حوالة أو صرف في عملية التصكيك الإسلامي.
- العائد على الورقة المالية المصدرة قد يكون فائدة ثابتة في نظام التوريق التقليدي، بينما يكون عائدا متغيرا أو مستقرا في نظام التصكيك الإسلامي.
- تتم عملية التوريق عادة على سندات ذات فوائد، بينما عملية التصكيك تتم من خلال أدوات ومعاملات تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- يتم تداول الأوراق المالية بدون شروط في نظام التوريق التقليدي، بينما يتم بشروط محددة في حالة النموذج الإسلامي (التصكيك).
- عدد الأوراق المالية المصدرة (الصكوك) بموجب عملية التصكيك عادة متعددة، بينما هي وحيدة في عملية التوريق، حيث تقتصر فقط على السندات.

الفرع الثاني: خطوات التصكيك وضوابطه الشرعية

أولاً: خطوات التصكيك:

- تشمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها تنظيم الإصدار، وعادة ما تتم على النحو الآتي²:

¹ - العديد من المراجع أهمها:
 - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص ص 14-15.
 - عجيل جاسم النشمي، " التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009، ص 8.
² - العديد من المراجع أهمها:
 - وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، " صكوك الاستثمار الشرعية"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وأفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 ماي 2005، ص ص 920-921.
 - أختر زيني عبد العزيز، " الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009، ص ص 7-8.

I- إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الاكتتاب، وربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.

وهذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك وهي إما من طرف الممولين (بعض البنوك) أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل)، وفي غالبية الأحوال تستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات يتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، حيث يستعين المرتبون لعملية الإصدار بشتى الخبرات على رأسها هيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للسلامة من الخلل الشرعي.

II- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي، وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين، وذلك لتمثلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستعطي الوحدات المصدرة.

III- طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

IV- تسويق الصكوك ويتم من خلال الطرح مباشرة إلى الجمهور، أو أن يتم بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملة إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة بنوك، وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك.

V- التعهد بتغطية الاكتتاب من قبل متعهد تغطية الإصدار، حيث يلتزم بشراء ما لم يكتتب فيه وبيعه تدريجيا أو يحتفظ به كليا أو جزئيا، ثم يتم شراء المستثمرين للصكوك من المستثمر الرئيسي كليا أو جزئيا.

ويشترك في آلية إصدار الصكوك (التصكيك) الأطراف الآتية¹:

1. **مصدر الصك (جهة الإصدار):** وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية.
 2. **وكيل الإصدار:** وهو مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل أجر يحدده الاتفاق.
 3. **مدير الإصدار:** وهو المؤسسة الوسيطة التي تتوب عن المكتتبين في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.
 4. **متعهد الإصدار:** وهو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.
 5. **مدير الاستثمار:** وهو من يقوم بأعمال الاستثمار، أو جزء منها يتعين من المصدر أو مدير الإصدار.
 6. **أمين الاستثمار:** وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحفظ بالوثائق والضمانات وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.
- ثانياً: أسس وضوابط عملية الإصدار:

I- أسس وقواعد الإصدار:

يمكن تلخيص أهم أسس وقواعد عملية إصدار الصكوك في:

1- تداول الأموال مقصد شرعي:

¹ - العديد من المراجع:

- وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 921- 922.
- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، " متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جويلية 2008، ص 8، تاريخ الإطلاع 2012/02/15، عن الموقع:

http://www.ifsb.org/docs/ed_sukuk_arabic.pdf

- عجيل جاسم النمشي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 5-6.

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

2-العقود الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية:

إن المبادئ والعقود الشرعية في المعاملات توفر إمكانية كبيرة لإنتاج وخلق أدوات مالية إسلامية متنوعة، وهذا بدوره يؤدي إلى التوسع في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، والقاعدة الشرعية التي بنيت عليها هذه العقود بأن الأصل في المعاملات هو الإباحة، وتوسع الشريعة في سبل النقاء وتزواج عنصري المال والعمل، ورغم تعدد الهيكل التمويلي الإسلامي على أدوات تمويل كبيرة، إلا أنه لا ينقص من أهمية أي من تلك الأدوات فكل منها أهميتها ومكانتها، وهذا بعكس نظام التمويل بالفائدة المتمحور حول أداة مالية واحدة².

3-تحريم الربا والغرر والمقامرة:

تحرم الشريعة في المعاملات الربا والغرر والمقامرة والضرر، والمقصد هنا أن الصكوك المالية الإسلامية تخلو من الربا لأنها وثائق ملكية في موجودات، أعيان أو منافع وديون مختلطة، والغالب فيها الأعيان، بخلاف السندات بالفائدة، فهي من الربا المحرم³.

4-منع الاحتكار والمضاربات:

تحرم الشريعة الضرر بالغير، سواء كان هذا الضرر في المال أو في النفس، لذلك فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية يستبعد الاتجاهات الاحتكارية والمضاربات والممارسات غير المشروعة⁴.

5-الإفصاح عن قواعد توزيع العوائد:

¹ - عبد الملك منصور المصعبي، "الصكوك"، ص ص 21-22، تاريخ الإطلاع 2012/02/20، عن الموقع: <http://www.abhatoo.net.ma/index.php/fre/content/download/18889/340012/file/%25D8%25A7%A725%25D9%2584%25%D>

² - عبد الملك منصور، " العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي- 3 جوان 2009، ص 21.

³ - المرجع نفسه، ص 22.

⁴ - عبد الملك منصور المصعبي، "الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص ص 27-28.

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

II-ضوابط عملية الإصدار:

تخضع عملية إصدار الصكوك إلى عدة ضوابط شرعية حتى تكون موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث بحث المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في هذا الموضوع بمملكة البحرين بتاريخ 15 جويلية 2005م، إذ أكد وأوصى المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية على الالتزام بالضوابط التالية²:

1- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية، من شأنها أن تمتلك وتباع شرعا وقانونا، سواء أكانت أعيانا أم منافع أم خدمات، وفقا لما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 بشأن صكوك الاستثمار، أي عنصر الملكية للأصول حتى تصح عملية البيع والشراء وتبرر الاستفادة من العوائد.

2- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول إيرادات أو ديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها وكانت الديون تابعة للأعيان والمنافع بصفة غير مقصودة في الأصل، لذلك يصبح تداولها وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم 21 بشأن الأوراق المالية، وهذا للابتعاد عن بيع الدين بالدين.

¹ - المرجع نفسه، ص. 28.
² - العديد من المراجع أهمها:
- صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي-3 جوان 2009، ص. 21-22.
- فؤاد محمد أحمد محيسن، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009، ص. 22-24.

3- يقوم العقد أو الاكتتاب في الصكوك على أساس شروط التعاقد التي تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك وأن القبول يعبر عند موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجاباً ويكون الاكتتاب قبولا.

4- أن تتضمن نشرة الإصدار تحديد مجال الاستثمار، صيغة التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسها (نوع الصك) وهذا كله وفقاً لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

5- وجود هيئة شرعية للرقابة تعتمد آلية الإصدار، وتراقب تنفيذه طوال الوقت.

6- أن ينص في نشرة الإصدار على مشاركة مالك كل صك في الغنم أو أن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.

7- ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة من حصة الصكوك في الأرباح تحت الحساب، ووضعها في حساب احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال، على اعتبار أن هذا الشرط يكون بالتراضي، والمسلمون عند شروطهم.

8- لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أي نص يضمن به مصدر الصك لحامله قيمة اسمية في غير حالات التقصير والتعدي (في حالة الخسارة).

المطلب الثاني: مزايا التصكيك:

توفر عملية التصكيك مزايا عديدة للمتعاملين فيها، ويمكن تقسيم هذه المزايا على النحو الآتي:

الفرع الأول: مزايا التصكيك بالنسبة للمصدر الأصلي

تتمثل في¹:

أولاً: تساعد عمليات التصكيك في الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل المخاطر الناتجة عن عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره، ص. 4.

- فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص ص 6-7.

ثانيا: يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على إنشاء الأموال، أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، بالإضافة إلى تنويع مصادر التمويل.

ثالثا: يساعد التصكيك المنشأة على زيادة نشاطها ومشاريعها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.

رابعا: يساعد التصكيك على زيادة أرباح المؤسسات المالية والشركات المصدرة وبالتالي تحسين مراكزها المالية.

الفرع الثاني: مزايا التصكيك بالنسبة للمستثمرين

بالنسبة للمستثمر أو مشتري الصكوك، فإن عملية التصكيك تحقق المزايا الآتية¹:

أولا: استغلال السيولة الفائضة عن حاجة المستثمر، وذلك عن طريق شراء صكوك مدرة للدخل.

ثانيا: تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات قصيرة الأجل).

ثالثا: عملية التصكيك من خلال دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع توفر للمستثمرين معلومات عن التدفقات المالية التي يمكن التنبؤ بها.

الفرع الثالث: مزايا التصكيك بالنسبة للاقتصاد ككل

تساهم عملية إصدار الصكوك في تحقيق مزايا عديدة للاقتصاد الكلي وذلك من خلال²:

أولا: تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق سوق الأوراق المالية الإسلامية بالبلاد، وذلك بتوفير العديد من البدائل أمام المستثمرين في السوق.

ثانيا: تساعد عملية التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي، وذلك لكونها تقوم على مشاريع واستثمارات حقيقية.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- عجيل جاسم النمشي، مرجع سبق ذكره، ص. 8.

- فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص. 7-8.

² - العديد من المراجع أهمها:

- فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص. 8-9.

- عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره، ص. 4-5.

ثالثاً: تساعد عملية التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل.

رابعاً: تتميز الصكوك الإسلامية بتنوعها الأمر الذي يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة وواسعة.

خامساً: تقوم عملية التصكيك بدور هام في تعبئة الموارد التي كانت مكتنزة لدى المسلمين، وتشجعهم على رفع معدلات الادخار والاستثمار.

سادساً: توفير التمويلات اللازمة لمشاريع البنية التحتية.

سابعاً: من شأن عمليات التصكيك أن تبرر تبني الدول لسياسات نقدية أقل تقييداً للائتمان بسبب حقيقته مصادر تمويلها، وبالتالي فإن السياسات التوسعية تغطي ثقة أكبر في مناخ استثمار البلاد.

المطلب الثالث: عوامل اتساع نطاق التصكيك:

تجتمع مجموعة من العناصر المفعلة والمحفزة لتزايد العمل بتقنية التصكيك منها ضرورة الاجتهاد لإيجاد البدائل الشرعية للدول الإسلامية، ومنها ما هو متعلق بأسس المنظومة الرأسمالية التي تحمل بذور فنائها ليزداد التوجه نحو الصناعة المالية الإسلامية.

الفرع الأول: الهندسة المالية الإسلامية

يعتبر مدخل الأصالة والابتكار أهم مدخل لتطوير المنتجات المالية الإسلامية والذي يعكسه مصطلح الهندسة المالية الإسلامية.

أولاً: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية:

I-تعريف الهندسة المالية الإسلامية:

الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن ابتكار وتطوير أدوات وآليات تمويلية وصياغة حلول إبداعية لحل مشكلة التمويل في إطار الضوابط الشرعية¹.

¹ - لحو بوخاري، ووليد عايب، "آليات الهندسة المالية كمادة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخرادية، 24 - 25 فيفري 2011، ص. 41.

ومن هنا يمكن القول أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن مايلي¹:

- ابتكار أدوات مالية جديدة.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة.
- يجب أن تكون الابتكارات موافقة للشريعة الإسلامية.

II- خصائص الهندسة المالية الإسلامية:

توجد عدة خصائص للهندسة المالية الإسلامية تجعلها متميزة عن الحلول الإبداعية التقليدية والتي يمكن حصرها في²:

- أن الهندسة المالية الإسلامية تعتمد بالأساس على إيجاد بدائل للمنتجات المالية التقليدية المتداولة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتبعد بأكبر قدر ممكن عن الخلافات الفقهية المتواجدة.
- إن أدوات الهندسة المالية الإسلامية هي عبارة عن منتجات مالية بسيطة غير معقدة أو مركبة وذلك راجع إلى تقيدها بمعايير الشريعة الإسلامية.
- يعتبر التنوع في منتجات الهندسة المالية الإسلامية تنوعا حقيقيا وليس صوريا كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية، التي تقوم على عقد واحد هو عقد القرض، في حين أن كل أداة من الأدوات الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى.

¹ - محمد كريم قروف، " الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع...وراهات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23 - 24 فيفري 2011، ص. 11.

² - العديد من المراجع أهمها:
 - آسيا سعدان وعماري صليحة، " المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والابتكار"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، يومي 5 - 6 ماي 2009، ص. 61.
 - شوقي جباري وفريد خميلي، " دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، 1 - 2 ديسمبر 2010، ص. 14.

- إن أساس الهندسة المالية الإسلامية هو مبدأ المشاركة في المخاطر أي تقاسم الأعباء بين مختلف الأطراف وليس درء المخاطر وتحويلها لأطراف أخرى وهو ما يعتبر أساس الهندسة المالية.

- الهندسة المالية الإسلامية تهدف إلى جذب رؤوس الأموال المتوفرة لدى فئة معينة من الأفراد الذين يرفضون التعامل بالنسبة التقليدية واستخدامها في عمليات التمويل بدلا من الاستثمار لأنها أقل مخاطرة بمعنى أن هدفها هو إدارة السيولة على عكس النوع التقليدي الذي يهدف لإيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط والمضاربة والاستثمار بمعنى أنها تدور جميعها حول إدارة المخاطر.

ثانيا: أسباب الحاجة للهندسة المالية الإسلامية:

تبرز الحاجة إلى البحث عن حلول مالية إسلامية من عدة جوانب نوردتها كمايلي¹:

I- انضباط قواعد الشريعة الإسلامية:

إن قواعد الشريعة الإسلامية الخاصة بالتبادل، وإن كانت معدودة، لكنها منضبطة ومحددة، وعليه فإن قبول التعاملات التي تلبى احتياجات الناس بصورة كفؤة اقتصاديا يظل مرهونا بعدم منافاته لهذه القواعد، واستيفاء هذا الشرط قد لا يكون عسيرا، لكنه بحاجة إلى استيعاب للقواعد والمقاصد الشرعية، وفي نفس الوقت إدراك وتقدير لاحتياجات الناس الاقتصادية، والجمع بين هذين يتطلب قدرا من البحث والعناية حتى يمكن الوصول للهدف المنشود، فالهندسة المالية الإسلامية مطلوبة للبحث عن الحلول التي تلبى الاحتياجات الاقتصادية مع استيفاء متطلبات القواعد الشرعية.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- عبد الكريم قندوز، " الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الاسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 20، العدد2،2007، ص ص. 27-26
- سامي السويلم، " صناعة الهندسة المالية-نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، الكويت، أفريل 2004، ص ص. 11-10.

II- تطور المعاملات المالية:

لقد فرضت التطورات المالية على من يدرس فقه المعاملات المعاصرة أن يميز بين الثابت والمتطور، وأن ينظر إلى التكيف الشرعي للصور المستحدثة، حتى يمكن بيان الحكم الشرعي، ومن ثم إيجاد البدائل إن أمكن ذلك، فتطور المعاملات المالية في العصر الحالي وتزايد عوامل المخاطر واللايقين، وتغير الأنظمة الحاكمة للتمويل والتبادل الاقتصادي مما يجعل الاحتياجات الاقتصادية معقدة ومتشعبة ويزيد من الحاجة للبحث عن حلول ملائمة لها.

III- المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية:

الجانب الثالث، هو وجود المؤسسات المالية الرأسمالية، ونموها إلى درجة فرضت قدرا كبيرا من التحدي على الاقتصاد الإسلامي، فالحلول التي يقدمها التمويل الإسلامي لا يكفي أن يكون حولا عملية فحسب، بل يجب مع ذلك أن تحقق مزايا مكافئة لتلك التي تحققها الحلول الرأسمالية، ويترتب على هذه الجوانب صعوبة إيجاد حلول اقتصادية إسلامية قادرة على منافسة البدائل السائدة في الاقتصاد المعاصر، ومن هنا برزت الحاجة لتطوير الهندسة المالية الإسلامية وتأصيلها.

ثالثا: مراحل تطور الهندسة المالية الإسلامية ونتائجها:

يمكن تجسيد المراحل التي مرت بها تطورات الهندسة المالية الإسلامية من خلال تتبع مسار تطور المؤسسات المالية الإسلامية، والتي مرت منذ نشأتها إلى يومنا بثلاث مراحل هي:

I- مرحلة التنظير للهندسة المالية الإسلامية:

إن المتتبع للتاريخ الإسلامي يمكنه القول أن التنظير للهندسة المالية الإسلامية وبداية تطبيقاتها يرجع إلى قيام الدولة الإسلامية واتساع تجارتها الداخلية والخارجية معا، وما نتج عنها من ضرورة ابتكار وإبداع أدوات مالية مطابقة للشرع الإسلامي لتسهيل عملية المبادلات فظهرت بذلك كل من: الوديعة، القرض الحسن والصرف... الخ هذا بصفة عامة، في حين أن المتمعن لنشأة الهندسة المالية الإسلامية كتخصص اقتصادي يرجع بداية التنظير لها إلى الستينات أي عندما أحدث مجموعة من الفقهاء المسلمين

التصدي للبنوك والمؤسسات المالية التشريعية والتنظيمية الوطنية القائمة على أساس الفائدة والموروثة

أصلا من النظام البنكي الاستعماري الذي كان سائدا آنذاك من خلال¹:

- الإجماع الكامل بحرمة المعاملات البنكية على أساس الفائدة.

- نشر مقالات ونظريات تنادي بتأسيس بنوك إسلامية تقوم على أساس غير ربوي وتكون بديلة

للبنوك التقليدية.

II - مرحلة التجربة وبداية تطبيق الهندسة المالية الإسلامية:

سادت هذه المرحلة منذ بداية السبعينات حتى تسعينات القرن الماضي، حيث اقترنت هذه المرحلة

بانطلاق مسيرة البنوك الإسلامية والتي تجسدت بشكل حقيق في بنك دبي الإسلامي سنة 1975 وما

أنجز عنها من تطبيق مبدئي للهندسة المالية الإسلامية تلخصت في وضع الأسس التطبيقية التي تقوم

عليها الأساليب الإسلامية: كالمرابحة، المشاركة والمضاربة²، ثم سرعان ما أخذت عمليات الهندسة المالية

الإسلامية تنمو وتتطور بفعل عدة عوامل أهمها³:

- تزايد عدد البنوك الإسلامية وظهور مؤسسات مالية إسلامية، أخرى كصناديق الاستثمار

الإسلامية.

- توجه البنوك التجارية التقليدية نحو إنشاء فروع خاصة بتقديم الخدمات البنكية الإسلامية.

- تنامي الطلب على المنتجات البنكية الإسلامية من قبل مختلف شرائح المجتمع.

- البدء بتطوير منتجات وأدوات مالية جديدة خارج نطاق المرابحة، فظهرت صيغ تمويلية

إسلامية حديثة، كالإجارة المنتهية بالتمليك، الاستصناع، المشاركة المتناقصة والسلم... الخ.

III - مرحلة التوسع في استخدام الهندسة المالية الإسلامية:

¹ - آسيا سعدان وعمار صليحة، مرجع سبق ذكره، ص. 6.

² - حسن سالم العماري، "المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي"، مؤتمر مستجدات العمل في سوريا على ضوء التجارب العربية والعالمية، سوريا، 2 - 3 جوان 2005، ص. 5.

³ - آسيا سعدان وعمار صليحة، مرجع سبق ذكره، ص. 4.

امتدت هذه المرحلة من التسعينات وحتى اليوم، اتسمت بالتوسع في تطبيق الهندسة المالية من خلال تجديد آليات التمويل الإسلامي وابتكار منتجات مالية ذات طابع إسلامي، محدثة بذلك نقلة نوعية في مفهوم ومهام العمل البنكي والمالي الإسلامي الأمر الذي أنجز عنه العديد من النتائج نلخص أهمها في¹:

- ابتكار آليات وأدوات مصرفية إسلامية جديدة والتوسع في استخدام القديمة مثل صناديق الاستثمار، صكوك الاستثمار.
- ارتفاع عدد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وتزايد انتشارها عبر كافة أنحاء العالم ليصبح عددها أكبر من 300 بنك ومؤسسة مالية متوفرة في أكثر من 90 دولة.
- ازدياد الوعي المالي الإسلامي بالدول العربية والإسلامية الأمر الذي سمح باتساع الطلب على المنتجات الإسلامية.
- ظهور عدة منظمات إسلامية تعمل على تدعيم الصناعة المالية الإسلامية مثل: هيئة المحاسبة والمراجعة الإسلامية والمجلس العام للبنوك الإسلامية بالبحرين إل جانب مجلس الخدمات المالية الإسلامية في البنوك التقليدية.
- اشتداد المنافسة في مجال تقديم الخدمات المالية الإسلامية ودخول فاعلين جدد إلى السوق، خاصة بعدما عرفته هذه الأخيرة من تطورات أهمها:
- اندماج عدد من البنوك الإسلامية فيما بينها.
- تحول البنوك التقليدية إلى تطبيق الصيرفة الإسلامية أما من خلال فتح فروع لها إسلامية أو كلياً من خلال استبدال مختلف عملياتها التقليدية إلى عمليات مطابقة للشريعة الإسلامية

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، " تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية- تجربة بعض البنوك السعوية"، مذكرة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، قسم الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية المفتوحة، القاهرة، 2006، ص. 33.

- آسيا سعدان وعماري صليحة، مرجع سبق ذكره، ص ص. 7-8.

- حسن سالم العماري، مرجع سبق ذكره، ص. 6.

كبنك الشارقة الوطني الذي تبني مبدأ التحول الكامل نحو المصرفية الإسلامية اعتباراً من 2002.

- إدماج مجموعة من البنوك الأجنبية الكبرى لآليات التمويل الإسلامية ضمن نطاق أعمالها وقياسها بفتح فروع خاصة بالمعاملات الإسلامية: 1996: Citygroup bank وفي 2004 تم إنشاء أول بنك إسلامي ببريطانيا.
- وتمثل عمليات التصكيك للأصول المختلفة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الإسلامية حيث ينتج عن عملية التصكيك صكوكاً مختلفة الأنواع يمكن الاستفادة منها في إدارة المطلوبات والموجودات بصورة مثلى، حيث تمثل هذه العمليات والأدوات وعاءاً متميزاً يصح إسقاطه في وصف الهندسة المالية الإسلامية¹.

الفرع الثاني: المتغيرات المالية العالمية

تجدد اهتمام العالم باقتصاديات وآليات التصكيك الإسلامي بعد تعمق الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) في محاولة لتوفير السيولة والحد من تداعيات الانهيارات العالمية المالية، هذا وقد سبق الأزمة اتجاه الدول الخليجية لاستثمار فائض عوائدها البترولية في الصكوك الاستثمارية لزيادة الوعي بأهمية هذه الاستثمارات في تمويل مشاريع البنية التحتية.

أولاً: تنامي الثروة البترولية لدول الخليج:

تشهد سوق الأدوات المالية الإسلامية رواجاً واسعاً، نظراً لفيض السيولة الذي أغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل الطفرة النفطية لدول الخليج، تسعى هذه المؤسسات سعياً متزايداً إلى العثور على فرص لتوظيف رأسمالها الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالمثل هناك إقبال متزايد من صناديق الاستثمار ومؤسسات الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة

¹ - عمر ياسين محمود خضيرات، " دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1- 2 ديسمبر 2010، ص. 22.

العائد وتنويع الاستثمارات، وأدى ذلك إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي تمخضت عنها زيادة إصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف من 7.2 مليار دولار في عام 2004 إلى 27 مليار دولار في عام 2006¹.

ثانيا: الأزمة المالية العالمية "أزمة الرهن العقاري" والإشكالية التي طرحتها الأدوات المالية التقليدية:

I - دور المشتقات المالية في تأجيج شرارة الأزمة المالية:

وتتمثل المشتقات المالية أساسا في الخيارات، المبادلات والمستقبليات²، حيث تم إنشاء هذه المشتقات بناء على أصل واحد فقط متمثل في القروض العقارية³، وقد أصبحت إلى مصدر كبير للمراهنات والمجازفة وتطورت بشكل كبير جدا، فحجم هذه المشتقات تضاعف بأكثر من ثلاث مرات في السنوات القريبة الماضية، من أقل من 100 تريليون دولار في 1998 إلى أكثر من 330 تريليون دولار في عام 2005، وهو نمو لا يوازيه نمو أي قطاع من قطاعات الاقتصاد الحقيقي⁴، فالرهون العقارية التي اعتبرت أصولا مشتقة ونظرا لارتفاع أسعار العقارات فقد أدى ذلك إلى زيادة الطلب على هذه المنتجات الجديدة، فارتفعت أسعارها، وارتفع نصيب القروض العقارية الأقل جودة بين سنتي 2000 و 2007 من 8% إلى 20%⁵، لتكون هذه الزيادات سببا في ارتفاع حالات التخلف عن السداد وارتفاع حالات العجز على

¹- أندي جوست وآخرون، " الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية-التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا"، نشرة صندوق النقد الدولي، 19 سبتمبر 2007، ص. 2.

²- الطيب لحليح، " الأزمة المالية- رؤية إسلامية-"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5 و 6 ماي 2009، ص ص. 5-6.

³- العديد من المراجع أهمها:
- لمياء بوعروج، " الأزمة المالية الحالية، دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات"، الملتقى الدولي لأزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5 - 6 ماي 2009، ص. 10.

- بوعتروس عبد الحق، " تحليل الأزمة المالية الراهنة"، الملتقى الدولي لأزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5-6 ماي 2009، ص. 4.

⁴- عبد الفتاح بوخمخ ومحمد صالح، " الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على اقتصاديات الدول العربية"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5 - 6 ماي 2009، ص. 5.

⁵- الطاهر هارون والعقون نادية، " الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، 5-6 ماي 2009، ص. 10.

الرهونات العقارية، لتصل حالة انتعاش أسعار المنازل إلى نهايتها وبدأت أسعار المنازل بالانخفاض الشديد والسريع¹، مما أدى إلى حدوث إفلاس معظم البنوك والمؤسسات وانهيار هذه المشتقات².

II- دور التوريق في أزمة الرهن العقاري:

إن التوريق من أحد الأسباب الكبرى التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري، حيث قامت البنوك وشركات التمويل بتجميع القروض وبيع دين القروض على العملاء الذين قاموا بشراء العقارات إلى شركات التوريق على أن يكون البيع بمقابل أقل من قيمة الدين ومعتاداً، وبعد ذلك قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة هذه الديون طرحت للاكتتاب بقيم أكبر من قيمتها الاسمية للأفراد والمؤسسة مقابل حصول حاملها على فوائد القروض التي يتولى تحصيلها مع الأقساط شركة التوريق والتمويل ليحصلان على الفرق بين قيمة القروض وما دفعته لشرائها، ويتم تداول هذه السندات بين العديد من المستثمرين داخل وخارج البلاد، كما تقوم المؤسسات المالية ببيع القروض التي افتترضها مشتروا المؤسسات المالية إلى شركة التوريق التي تقوم بإصدارها على شكل سندات تطرح في الأسواق المالية، وبذلك يصبح العديد من الناس والمؤسسات المالية لها حقوق على العقار الأمر الذي يزيد من قيمة الأوراق المالية المصدرة وتصبح أكبر من قيمة العقارات، وفي انخفاض قيمة السندات فإن حملتها يسارعون إلى بيعها فيزيد العرض وينخفض سعرها وتزداد الضغوط على شركة التوريق والمؤسسات المالية وهذا بالضبط ما حصل في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أن اعتماد البنوك على التوريق وظهور شركات التوريق وانتشار عمليات بيع الديون وما نتج عنه من تضخم لقيمة الديون، وانتشار حملة السندات وترتيب مديونياتهم على عقار واحد قد ساهم إلى حد كبير في حدوث الأزمة المالية. حيث أنه وبعد منح القروض العقارية لجأت البنوك الأمريكية إلى توريق معظم القروض العقارية بهدف التقليل من المخاطر إعادة التمويل، وزيادة العائد وخاصة في ظل انخفاض أسعار الفائدة. لقد أدت تقنية التوريق إلى تحويل سريع

¹ - بوفليج نبييل وعبد الله الحر تسي حميد، " التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، 5 - 6 ماي 2009، ص. 10.

² - الطاهر هارون والعقون نادية، مرجع سبق ذكره، ص. 11.

للبنوك من النموذج التقليدي لمنح القروض والاحتفاظ بها في ميزانيتها إلى تاريخ الاستحقاق إلى النموذج الجديد وإخراجها من ميزانيتها لتجعلها أوراق مالية قابلة للتداول على عدد كبير من المستثمرين وهذا يعني توزيع المخاطر المرتبطة لهذه القروض فهذا الأمر دفع البنوك الأمريكية إلى المبالغة في عمليات منح القروض العقارية وبدون ضمانات مقبولة لأنها قد قامت بتوريقها والتقليل من مخاطرها فأرسلت أسعار القروض العقارية وعجز المقرضين من الوفاء بديونهم وتقدم المقرضين بطلبات سحب ودائعهم فأفلست البنوك ووقعت الأزمة¹.

■ لقد كان للأزمة المالية العالمية 2008 آثار ايجابية على الصناعة المالية الإسلامية تتمثل في إقرار العالم بصلاية الأسس التي تقوم عليها الصناعة المالية الإسلامية وصحة القوانين التي تحكمها والدعوة للأخذ بها، وقد عجلت الأزمة بفتح الكثير من الأسواق الأوروبية التي كانت مغلقة أمام المنتجات المالية الإسلامية، ومن أهمها السوق الفرنسية حيث دعا مجلس الشيوخ الفرنسي إلى ضم النظام المصرفي الإسلامي للنظام المصرفي في فرنسا، وقال المجلس في تقرير له إن النظام المصرفي الذي يعتمد على قواعد مستمدة من الشريعة الإسلامية مريح للمسلمين وغير المسلمين². وقد أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة المالية قرارا يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق المالية بالتعامل مع نظام الصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية، ويقر وزير الخزانة البريطانية أليستير دار لينغ بأنه لا يمكن معالجة عجز الميزانية دون الاستعانة بالصكوك الإسلامية³.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

-شوقي حباري وفريد خميلي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 9-10.

-الطيب لحيلج، مرجع سبق ذكره، ص. 5.

² فؤاد محمد محيسن، "الأزمة المالية العالمية وأثرها على الصناعة المالية الإسلامية"، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سوريا، جوان 2009، ص ص. 58-60.

³ -المرجع نفسه، ص. 52.

المبحث الثاني: التعامل بالصكوك

يجري التعامل بالصكوك الإسلامية انطلاقاً من أحكام وضوابط متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، حيث توجد هيئات شرعية رقابية تنظم وتراقب إجراءات التداول والتعامل بكافة أنواع الصكوك المختلفة، وهذا من أجل تحقيق المقاصد الشرعية التي يهدف إليها نظام التمويل الإسلامي، وكذلك لتجنب المخاطر ومواجهة التحديات التي تحول دون نجاح التعامل بالصكوك.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم الصكوك.

إن ظهور الصكوك كمصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية، مر بمراحل عديدة، وأبحاث مختلفة، حتى بلوغها أهداف تتناسب وتحقيق حاجات المجتمع الإسلامي وهذا ما ميزها عن الأدوات المالية في النظام الوضعي*.

الفرع الأول: نشأة الصكوك

يعود سبب ظهور ونشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي إلى مصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية بديلاً للسندات المقترنة بفوائد ثابتة، حيث بدأ بعض الباحثين بطرح بدائل كصكوك المقارضة، وهو مصطلح جديد طرح لأول مرة عام 1977م والذي يعتبر اليوم أحد أنواع الصكوك الإسلامية. وفي عام 1983 صدر في تركيا نوع جديد من الصكوك هي صكوك للمشاركة وقد كانت مخصصة لتمويل بناء جسر البوسفور الثاني¹.

أما في ماليزيا فقد نشأت الصكوك عام 1983، وذلك بعد بدء عمليات أول بنك إسلامي في ماليزيا وبنك إسلام ماليزيا، اتضح لمسؤولي البنك المركزي الماليزي عزوف بنك إسلام ماليزيا عن تملك السندات

* النظام الوضعي هو عبارة عن مجموعة الأجزاء المترابطة فيما بينها والتي تحكمها قوانين وإجراءات تضعها الدولة بموضوعية وفق دراسة علمية واقعية بعيدة كل البعد عن القيم الطبيعية والأخلاق الدينية، فهو نظام يسري بشكل رسمي وفقاً لاتجاهات كل دولة.

¹ - "الصكوك الإسلامية"، وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، سوريا، ص.3، تاريخ الاطلاع 2012/02/12، عن الموقع:

<http://syrianfinance.org/assets/files/20033.doc>

الحكومية أو سندات الخزنة كونها مخالفة للشريعة الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوى في آلياتها على ربا¹.

وقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الرابعة المنعقدة في جدة عام 1988م، قرار يتضمن الضوابط الشرعية لسندات المقارضة، ثم ظهرت دراسة عام 1995 تتعلق بصكوك الإجارة وهي أول دراسة من نوعها للدكتور منذر قحف، ثم انتشر بعد ذلك التعامل بالصكوك الإسلامية في الدول الإسلامية، وقد تميزت بعض هذه الدول بالتوسع والتنوع في مجال إصدار الصكوك كما ليزيا التي تعتبر السوق الأولى للصكوك الإسلامية، حيث قامت بإصدار صكوك عام 1995 لبناء محطة طاقة كهربائية بقيمة 350 مليون دولار، كما بدأت البحرين في إصدار صكوك الإجارة والسلم عام 2001م².

وفي عام 2003 قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار معيار شرعي لصكوك الإستثمار، على أن يسري تطبيقه على المؤسسات المختصة اعتباراً من 1جانفي 2004. حيث حددت فيه المبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار³.

لم يقتصر استخدام الصكوك الإسلامية على مستوى البلاد الإسلامية، بل انتشر إلى بعض الدول الأوروبية مثل ألمانيا وبريطانيا، ففي عام 2008 أعلنت الحكومة البريطانية عزمها إصدار صكوك إسلامية لتمويل الموازنة العامة للدولة، إلا أن إصدار الصكوك في باقي الدول الغربية اقتصر فقط على الشركات⁴.

¹- أسامة عبد الحليم الجورية، " صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، 2009، ص. 26.

² - العديد من المراجع أهمها :

- " الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 3.

-المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، " التاريخ الشرعي للصكوك"، ص.1، تاريخ الإطلاع 2012/01/20، عن الموقع:

<http://www.Kantkji.com/fiqh/files/Markets/B139.Pdf>

³-أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص. 27.

⁴- " الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 4.

الفرع الثاني: مفهوم الصكوك

اختلف مفهوم التصكيك في الاقتصاد الإسلامي عن مفهوم التوريق في النظام الوضعي، حيث كان اختلافها في الضوابط الحاكمة بالرغم من تشابهها في الإجراءات.

أولاً: تعريف الصكوك:

يمكن تعريف الصكوك لغة واصطلاحاً كما يلي:

I-تعريف الصك لغة:

هو الضرب الشديد بالشيء العريض¹.

والصك وثيقة بمال أو نحوه، وهو مثال مطبوع بشكل خاص يستعمله المودع في أحد المصارف للأمر المبلغ المحرر به².

II-تعريف الصكوك اصطلاحاً:

فقد عرفت الصكوك الاستثمارية الإسلامية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وإقفال باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله³.

وعرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية الصكوك في المعيار رقم 7 بأنها شهادات يمثل كل صك منها حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، ويشترط أن يكون النشاط أو المشروع متفقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية⁴. وإجمالاً تعرف الصكوك على أنها أوراق مالية قابلة للتداول

¹ ابن منظور، "لسان العرب"، دار إحياء لتراث العربي، بيروت، المجلد الرابع، بدون سنة، ص. 2474.

² محمد النجار وآخرون، "المعجم الوسيط"، مكتبة الشروق الدولية، جمهورية مصر العربية، ط4، 2004، ص. 519.

³ كمال توفيق الحطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي و 3 جوان 2009، ص. 7.

⁴ سعيد محمد بوهراوة وشرف وجدي دسوقي، "تفويض نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010، ص. 3.

تثبت ملكية حاملها لأهل مواد لدخل دوري، وتتسم بأنها ذات مخاطر متدنية وإيراد قابل للتوقع، ولا يضمن مصدر الورقة رأس مالها ولا العائد إلا في حال التعدي والتفريط¹.

وانطلاقاً من هذه التعاريف يمكن استخلاص أهم الفروقات بين الصكوك وبين الأسهم والسندات.

ثانياً: خصائص الصكوك

يمكن استخلاص أهم المميزات التي تمتاز بها الصكوك الإسلامية من خلال التعريف السابق، في النقاط التالية²:

I- تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في موجودات قائمة أو يتعين إيجادها أو منافع ولا تمثل ديناً على مصدرها.

II- الصكوك هي وثائق تصدر باسم حاملها، بنسب متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها في ما تمثله من حقوق والتزامات مالية.

III- تصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها وتختلف أحكام الصك تبعاً لاختلاف الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها.

IV- يشارك المالكون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون عزمها بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك.

V- إن تداول الصكوك يخضع لشروط، حيث أن الصك كونه ورقة مالية فالأصل أن تكون قابلة للتداول، باعتبار أنها متعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها، فإن كانت أعياناً أو منافع فإنها تتداول حسب الاتفاق من حيث السعر، أما إن كانت الموجودات الممثلة للصكوك لاتزال مقابل ديون كصكوك المرابحة، السلع والاستصناع فلا تتداول إلا بشروط الديون.

¹ - محمد علي القرني، "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 27-28 ماي 2008، ص. 1.

² - العديد من المراجع أهمها:
- عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مرجع سبق ذكره، ص. 10-9.

- فؤاد محمد أحمد محيسن، "الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ص. 18-21.
- عبد الستار أبو غدة، "المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها"، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010، ص. 1-2.

VI-الصكوك قيمة اسمية محددة، تكون مسجلة في نشرة الإصدار.

-يتحمل حامل الصك أعباء الملكية، ويستحق ارتفاع قيمة الموجودات، ويتحمل هبوط قيمتها.

VII- انتفاء ضمان المدير (المضارب، الوكيل أو الشريك)، حيث لا يتحمل المصدر الخسارة ولا يضمن

رأس المال لحامل الصك لأن ذلك يحول العملية إلى شكل من أشكال الربا المحرم شرعا، إذ يحصل

حامل الصك عندئذ على ربح لما لا يكون ضامنا له.

ثالثا: الفرق بين الصكوك والأسهم:

ويمكن إجمال أهم الفروقات في النقاط التالية¹:

-إن مالكي الأسهم يشتركون في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، أما مالك

الصكوك فإنهم لا يشاركون في إدارة المشاريع بطريقة مباشرة. بل لهم الحق فقط أن يختاروا المدير الذي

يجمع بين الأمانة والخبرة.

-كما تختلف الصكوك عن الأسهم أيضا في أن الأسهم مشاركة دائمة في الشركة، تبقى مدى حياة

الشركة، أما الصكوك فهي ليست بالضرورة مشاركة دائمة في الشركة، قد تكون مشاركة في مشروع معين

من مشاريع الشركة، فتنتهي ملكيتها بانقضاء المشروع، بعكس الأسهم التي تكون مشاركتها في رأسمال

الشركة. فصاحب السهم شريك في رأس مال الشركة، أما حامل الصك فممول الشركة المصدرة وتنتهي

علاقته بالشركة في تاريخ استحقاق أو إطفاء الصك.

¹-العديد من المراجع أهمها :

-عبد العظيم أبو زيد، " نحو صكوك إسلامية حقيقية، حقيقة الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية"، مجلة الفكر الإسلامي المعاصر: إسلامية المعرفة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، بيروت، السنة السادسة عشر، العدد 62، 2010، ص. 111.

-عبد الله بن سليمان المبيع، " الصكوك الإسلامية تجاوزا وتصحيحا"، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010، ص. 6-7.

-"الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 8.

رابعاً: الفرق بين الصكوك والسندات:

تختلف الصكوك عن السندات فيما يلي¹:

- الصكوك تمثل حصة في ملكية أصول مشروع أو نشاط استثماري خاص، في حين أن السندات تمثل دين في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بأصول عينية.
- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة سواء كانت ربح أو خسارة، فهو يستوفي القيمة الاسمية للسندات في تاريخ الاستحقاق مضاف إليها الفوائد المحددة سلفاً، بخلاف الصكوك التي تتأثر بنتيجة أعمال المشروع، حيث تشارك في الأرباح والخسائر.
- قد تكون السندات أوراق مالية تمثل قرضاً في ذمة المصدر مضمونة بأصل (رهن وضمان)، وعليه فحق حامل الصك مقتصر على الأصول التي تمثلها الصكوك فحسب، بينما هذا النوع من السندات حق حامله متعلق بذمة المصدر.

المطلب الثاني: أنواع الصكوك وأهميتها

- حتى تكون سوق الأوراق المالية الإسلامية في خدمة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وبشكل أكثر نجاعة وفعالية، فإنه يجب الاعتماد على أدوات مالية حديثة متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية وبديلة للأدوات التقليدية المبينة على الربا والفائدة.

الفرع الأول: أنواع الصكوك

توجد العديد من البدائل الشرعية للأدوات المالية التقليدية، يمكن تقسيمها كالاتي:

أولاً: الصكوك القائمة على عقود المشاركة:

يندرج ضمن هذا المعيار مجموعة من الصكوك كما يلي:

¹-العديدة من المراجع أهمها:

- حمزة بن حسين الفهر الشريف، "ضمانات الصكوك الإسلامية"، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010، ص. 4.

- "ماهو التصكيك"، ص ص. 1-2، تاريخ الإطلاع 2012/02/11، عن الموقع:

[http://Faculty.Yu.edu-jo/banessa/downloadhndles.Ashx%3apag%3dc9977cdo-a572-4216-8e92-ef96c2b7e1b%](http://Faculty.Yu.edu-jo/banessa/downloadhndles.Ashx%3apag%3dc9977cdo-a572-4216-8e92-ef96c2b7e1b%3d)

I-صكوك المضاربة (المقارضة):

1-تعريف عقد المضاربة:

المضاربة هي عقد اشتراك بين أرباب رأس المال وبين أهل الخبرة في الاستثمار، فيقدم رب المال ماله، ويقوم المضارب بالاستثمار، على أن الربح إن حصل على حسب ما يشترطان في البداية، والخسارة تكون على رب المال، ويكفي العامل خسارته لجهده المبذول، إذ ليس من العدل أن يخسر العامل أكثر من جهده من غير تقصير أو إهمال¹.

2-تعريف صكوك المضاربة:

هي وثائق متساوية ومحددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها، يصدرها المضارب أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص على أساس عقد المضاربة الشرعية، ويتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقاً لنسب يتراضى عليها الطرفان، أما الخسارة فيتحملها صاحب المال (حامل الصك)².

3-أنواع صكوك المضاربة:

ويمكن إصدار صكوك المضاربة على نوعين³:

أ- صكوك المضاربة المطلقة طويل الأجل:

تكون مدتها عشر سنوات أو عشرين سنة. ولا تكون مخصصة لمشروع معين، وإنما يحول للمضارب استثمارها في أي مشروع وتبين في كل سنة الأرباح التي تحققت أو الخسارة إن حدثت، وفي حالة تحقق الأرباح تصرف سنوياً على أصحاب هذه الصكوك.

¹-العديد من المراجع أهمها:

- عابد فضل الشعراوي، " المصارف الإسلامية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، ط2، 2008، ص ص. 245-246
- محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، " الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2001، ص. 41.

فادي محمد الرفاعي، " المصارف الإسلامية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004، ص. 112.

²-العديد من المراجع:

- أسامة عبد الحلیم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص ص. 59-60.

- وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سبق ذكره، ص. 910.

³- شوكمال عبد الكريم وبراهيمي سمير، " انهيارات الاسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع .. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011، ص. 14.

ب- صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل:

تكون بنفس الشروط السابقة ولكن يتم الاتفاق فيها على نوعية المشروع الممول، وهي تحدد بمدة زمنية معينة حسب عمر المشروع، والذي قد يكون أحيانا متوسط أو قصير الأجل.

II- صكوك المشاركة:

1- تعريف عقد المشاركة:

هو عقد من عقود الأمانة، حيث يتفق بموجبه شخصان أو أكثر على الاشتراك ف رأس المال والعمل، بحيث يكون لصاحب الجهد أو الجزء من المال ولكنه غير كاف للقيام بالنشاط المرغوب به فيضطر اللجوء إلى طريق آخر ليكمل ما ينقصه من المال بشرط اقتسام الربح أو الخسارة حسب النسب التي تم عليها الاتفاق وحسب نسبة كل شريك¹.

2- تعريف صكوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها².

3- أنواع صكوك المشاركة:

تتمثل في³:

أ- صكوك المشاركة الدائنة:

هي تشبه كثيرا نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب سواء أكانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرق ثالث

¹ - حسين بلعجوز، "مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية- دراسة مقارنة-"، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص. 28.

² - العديد من المراجع أهمها: أشرف محمد دواية، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع.. وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، 20-21 مارس 2010، ص. 9.

³ - لحو بوخاري ووليد العايب، مرجع سبق ذكره، ص. 6.

³ - بن الصيف محمد عدنان، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011، ص. 11.

محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب.

ب- صكوك المشاركة المحدودة:

هي الصكوك المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو بانتهاء الدورة الصناعية.

III-صكوك المزارعة:

1-تعريف عقد المزارعة:

هي عقد أو معاهدة على الزرع والاستثمار في أرض زراعية بين صاحب الأرض والعامل في استثمارها على أن يكون المحصول مشتركا بينهما بالحصص التي يتفقان عليها وقت العقد¹.

2-تعريف صكوك المزارعة:

هي وثائق يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة الشرعية، واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق². المصدر هو صاحب الأرض، والمكتتبون فيها هم المزارعون وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة³.

IV-صكوك المساقاة:

1- تعريف عقد المساقاة:

يعرف عقد المساقاة على أنه عقد يقوم بموجبه صاحب الأرض والمحصول على دفع كرمه أو شجره أو سائر مثمر شجره لمن يكفيه القيام بما يحتاج إليه من السقي والعمل على أن يقسم الثمر الحاصل بينهما حسب الاتفاق الموجود في العقد⁴.

¹- محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، مرجع سبق ذكره، ص. 149.

²- أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص. 91.

³-الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

⁴- حمد بن عبد الرحمن الجنبيل وإيهاب حسن أبو دية، " الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي"، ج1، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009، ص. 184.

2- تعريف صكوك المساقاة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة الشرعي، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد، والمصدر هو صاحب الأرض التي فيها الشجر أما المكتتبون فهم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر¹.

ثانياً: الصكوك القائمة على عقود البيوع:

تتمثل في الصكوك الآتية:

I-الصكوك السلم:

1-تعريف عقد السلم:

يعرف على أنه عقد يتم بموجبه دفع الطرف الأول ثمن السلعة عاجلاً نقداً، ليتم تسليم السلعة آجلاً من قبل الطرف الثاني. وبيع السلم عقد تلجأ إليه المصارف الإسلامية لتمويل المزارعين غالباً، بحيث يمول المصرف المزارع بالشراء منه سلماً ثم يقوم ببيعه المحصول المشتري بعد استلامه بسعر أعلى، ويكسب المصرف الفرق بين الثمنين².

2-تعريف صكوك السلم:

تعرف صكوك السلم على أنها أداة مالية تمثل أصولاً متساوية القيمة، يصدرها المصرف ويدعو المستثمرين للاكتتاب بها، حيث يقوم المصرف بشراء سلع سيتم استلامها في المستقبل وذلك باستخدام حصيلة الاكتتاب ويقوم بالدفع عاجلاً والاستلام آجلاً، حيث أنه عند استلام السلع المشتراة يقوم بإعادة

¹- "الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 13.

²- العديد من المراجع أهمها:

- حمزة عبد الكريم محمد حماد، "مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008، ص. 175.
- محمد سامر القصار، "الأزمة المالية العالمية"، دار الفكر، دمشق، 2009، ص. 66.

بيعتها، والأرباح المتحققة من ذلك يتم اقتسامها بين المكتبين والمصرف وفقا للأسس المثبتة في نشرة الإصدار الخاصة بذلك¹.

II-صكوك الإستصناع:

1-تعريف عقد الإستصناع:

يشبه عقد الاستصناع كثيرا عقد السلم، بحيث يدفع المشتري للمنتج ثمن البضاعة مسبقا ليستلمها بعد حين²، ويعرف على أنه اتفاق يتم بين طرفين يلتزم فيه أحدهما بأن يستصنع عند الآخر شيئا معينا يدخل في مجال الصناعة لقاء أجر متفق على أي أنه عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده بأوصاف معينة وبثمن محدد في العقد³.

2-تعريف صكوك الإستصناع:

هي عبارة عن وثائق يصدرها المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها مواد من عنده، أو المؤسسة التي تتوب عنه (المؤسسة المالية) لاستخدام حصيلتها في تصنيع هذه العين، وذلك بقصد الاستفادة من الفرق بين تكلفة تصنيع العين و ثمن بيعها باعتباره ربحا لمالكي الصكوك، وقد تستخدم حصيلة الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في استصناع مواد بتكلفة أقل والاستفادة من فرق الثمنين باعتباره ربحا لمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة، على حملة صكوك الإستصناع بعد قبضه، وقد توزع أقساط الثمن عند قبضها⁴.

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

²- محمد سامر القصار، مرجع سبق ذكره، ص.144.

³-العديد من المراجع أهمها:

- محمود عبد الكريم أرشيد، مرجع سبق ذكره، ص. 117.

- وائل عربيات، " المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2006، ص. 182.

⁴-عبد الحلیم الجوربة، مرجع سبق ذكره، ص. 86.

III - صكوك المرابحة:

1- تعريف عقد المرابحة:

هو اتفاق بين طرفين يتضمن تعهدا من كل منهما للآخر، وتعهدهما متعلق بشراء المصرف سلعة معينة للعميل نقدا، يحدد هذا الأخير كل مواصفاتها ثم يعيد بيعها لعميله بعد ذلك بثمن مؤجل أعلى من ثمن الشراء¹.

2- تعريف صكوك المرابحة:

المرابحة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف إضافة إلى هامش الربح المنفق عليه بين البائع (المصرف) والمشتري، لذلك تعرف صكوك المرابحة على أنها وثائق متساوية القيمة يصدرها المصرف لاستخدام حصيلتها في شراء السلعة الموصوفة من قبل العميل، ويتم بيعها بثمن أعلى من ثمن الشراء ويتم توزيع الأرباح بين المصرف والمكتبتين حسب الاتفاق، مع العلم أن إصدار صكوك المرابحة يكون ممكن في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المرابحة، بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفا للشريعة لأن بيع المرابحة يكون مؤجلا، وبالتالي فإنه يعتبر دينا وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك السلم والإستصناع، وذلك لأن بيع الدين لا يجوز حسب الفقهاء، ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجيز تداول صكوك المرابحة².

¹-العديد من المراجع أهمها :

-عيسى ضيف الله المنصور، " نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2007، ص. 338.
-أحمد سالم ملح، " بيع المرابحة وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2005، ص ص. 73-74.

²-العديد من المراجع أهمها:

- عبد القادر خداوي مصطفى وبزيرية محمد، مرجع سبق ذكره، ص. 6.
- نادية أمين محمد علي، " صكوك الاستثمار الشرعية- خصائصها وأنواعها"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع... وأفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15- 17 ماي 2005، ص. 990.

ثالثاً: الصكوك القائمة على عقود الإجارة:

I- تعريف عقد الإجارة:

هو عقد لازم على منفعة مقصودة لمدة معلومة بثمن معلوم، وهي صورة مستحدثة من صور التمويل في ضوء عقد الإجارة، وفي إطار صيغة تمويلية تسمح بالتيسير على الراغب في اقتناء أصل رأسمالي، ولا يملك محمل الثمن فوراً، فيقوم باستئجاره والاستفادة منه¹.

أي أن الإجارة تتم بأن يملك طرف أصلاً ما (مسكناً أو آلة...)، ويقوم بتأجيرها لمن يستعملها دون نقل ملكيتها لمن استأجرها².

II- تعريف صكوك الإجارة:

تعرف صكوك الإجارة على أنها أوراق مالية متساوية القيمة، تصدر من أجل استثمار حصيلتها في شراء أصول إنتاجية على أن يعاد تأجيرها إلى مستخدميها ومعنى ذلك أنها تقع على أعيان تصلح لاستغلال منفعتها، مع استمرار بقائها لفترة طويلة نسبياً، وتصلح هذه الصيغة للأنشطة الاستثمارية المتوقع لها توليد تدفقات نقدية في المستقبل، ويمكن أن تنتهي الإجارة بالتمليك إذا تضمنت المدفوعات التي يحصل عليها المالك الأقساط الثانوية، كما يمكن النص في العقد على بيع الأصل المؤجر في نهاية المدة للمستأجر، والعائد على صكوك الإجارة معروف ومحدد مسبقاً، يقسم على حاملي الصكوك حسب حصة كل واحد منهم وحسب الاتفاق في العقد³.

وحسب قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي حول صكوك الإجارة في دورته 15 لعام 2004، فقد عرف صكوك الإجارة على أنها تقوم على مبدأ التصكيك الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول،

¹-العديد من المراجع أهمها:

- حسن بلعجوز، مرجع سبق ذكره، ص. 48.

- عيسى صيف الله منصور، مرجع سبق ذكره، ص. 128.

- محمد سامر القصار، مرجع سبق ذكره، ص. 67.

²-العديد من المراجع أهمها:

- عبد الفتاح محمد فرح، " الصكوك وتمويل التنمية"، ص. 1، تاريخ الإطلاع 2012/02/14، عن الموقع:

[http:// www.scribd.com/doc/20738908/%25d8%25a7%25d9%2584%25d8%25b5%25d9%2583%25d9%2588%25d9%2583%25](http://www.scribd.com/doc/20738908/%25d8%25a7%25d9%2584%25d8%25b5%25d9%2583%25d9%2588%25d9%2583%25)

-عبد الملك منصور المصبي، " الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص. 13.

³- حامد ميرة، " صكوك الإجارة"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، مجلد 23، عدد 1، 2010، ص. 111.

مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا، والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى صكوك قابلة للتداول في السوق الثانوي.

III- أنواع صكوك الإجارة:

لصكوك الإجارة ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل فيما يلي:

1- صكوك الأعيان المؤجرة:

تمثل صكوك ملكية لعين قد تكون أرض أو آلة... وتكون العين المملوكة مؤجرة وهي تدر عائدا محددًا في عقد الإجارة، إذن هي صكوك متساوية القيمة تمثل حصيلتها قيمة الشيء المؤجر¹.

2- صكوك إجارة الخدمات:

هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من صرف معين واستيقاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك².

3- صكوك إجارة المنافع:

هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجود (مستأجر) بغرض إعادة إيجارها واستيقاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك³. وينتفع بائع الصك هنا بقيمة مقابل تسليم العين لحامل الصك في المستقبل لاستيقاء منافعه، ويستطيع مالك الصك بيعه لطرف آخر (بيع الصك) فيكون بذلك مؤجرا لما استأجر⁴.

ومن صورته أن تبيع الدولة مثلا صكوك منفعة (المنفعة تتمثل في الإيجار)، إذ يستأجر حملة الصكوك منازلًا لمدة 20 سنة مثلا، وتدفع قيمة الصكوك بقيمة إيجار المباني لعشرين سنة، ثم تقوم الدولة

¹- العديد من المراجع أهمها:

- زياد الدماغ، " دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي"، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية:

التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15- 16 جوان 2010، ص. 13.

- بن الصيف محمد عدنان، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 14.

²-فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

³-المرجع نفسه، ص. 12.

⁴- بن الصيف محمد عدنان، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 15.

بإيجار تلك المنازل وكالة عن حملة الصكوك ويقوم المستأجر النهائي بدفع أجرة شهرية، هذه الأجرة تعطى لأصحاب الصكوك وفقا لما جرى الإتفاق عليه بينهم وبين الدولة¹.

الفرع الثاني: أهمية الصكوك

إن صكوك الاستثمار الشرعية بأشكالها المختلفة تقدم مساهمات إيجابية من شأنها تعزيز التنمية الاقتصادية، والدفع بعملية الاقتصاد إلى الأمام، لذلك نجد أن الاهتمام بتطوير وتسويق الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى فوائد اقتصادية عديدة منها على سبيل المثال²:

- الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب لشركات المساهمة بصورة تجتذب العديد من فئات المجتمع المعزولة عن التنمية والبناء تورعا وخوفا من الوقوع في الحرام للمشاركة المشروعة.

- إمكانية التوسع الأفقي في استخدام صكوك الاستثمار الشرعية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية وذلك بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الأعمار والتقدم المنشود.

- إيجاد الإطار الملائم لإدارة السيولة الفائضة لدى البنوك الإسلامية.

- تهيئة المناخ لقيام سوق أوراق مالية إسلامية وما سيتتبع ذلك من اجتذاب للأموال الباحثة عن الاستثمار الحلال ولاسيما أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة إلى خارج البلاد الإسلامية.

- إمكانية الوصول بفكرة الاستثمار الشرعي إلى مستوى التداول العالمي، حيث يصبح العالم الكبير البلد الواحد في الانتقال وترابط المصالح.

¹- المرجع نفسه، ص. 15.

²- العديد من المراجع وأهمها:

- وليد خالد الشابحي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سبق ذكره، ص. 926-927.

- معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، " أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص. 8-9.

- عبد الملك منصور المصعبي، " العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مرجع سبق ذكره، ص. 29-30.

- تعتبر الصكوك الاستثمار الشرعية إحدى أدوات معالجة الموازنة العامة الفعالة والتي يمكن أن تعتبر بديلا شرعيا ناجحا في تمويل عجز الموازنة في كثير من الدول الإسلامية التي تلجأ إلى الاقتراض بالربا من خلال طرح السندات الحكومية (سندات الخزينة).

- للصكوك أهمية بالغة في توزيع الدخل والثروة لصالح الفئات الفقيرة وبالتالي تحقيق العدل والمساواة.
- تدفق التوازن مصالح أصحاب الأموال ومصالح المستثمرين، بحيث لا تتيح لإحدى الفئتين استغلال الأخرى.

- تساعد الصكوك الإسلامية على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظريا وعمليا، أما نظريا فهي استكمال لحلقات الاقتصاد بجانب البنوك وشركات التأمين الإسلامية، أما عمليا فإن وجود هذه الأدوات تساعد على رفع الحرج الديني عن المستثمرين.

المطلب الثالث: تداول الصكوك وأرباحها

يمكن للصكوك الإسلامية أن تتداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية لكن وفق ضوابط وشروط تضعها نشرة الإصدار والهيئة الشرعية المنظمة لعمل الصكوك، والتي تعمل كذلك على تحقيق العدالة في تحديد الحقوق والالتزامات المتعلقة بأطراف التعامل.

الفرع الأول: تداول الصكوك

أولا: آلية تداول الصكوك

إن آلية تداول صكوك الاستثمار الشرعية تختلف بطبيعة الحال عن تداول سندات الدين بفائدة بفارق اختلاف البيع عن الربا، فالصكوك الشرعية هي حصة مشاركة أولا وليست قرضا، وهذه الحصة تبدأ نقودا وقد تتحول إلى أعيان أو منافع أو ديون ناتجة عن بيع.

والتداول مفهوم حديث الاصطلاح، ويقصد به انتقال الأداة التمويلية من يد إلى يد عن طريق البيع غالباً¹، فالسندات المالية الربوية تباع حسب العرف المخالف للشرع، وهي نقود أو تمثل حقا نقديا تباع أيضا بالنقود وبأسعار تزيد أو تساوي أو تقل عن القيمة الاسمية المحررة تبعا لسعر الخصم أي سعر الفائدة².

I- تداول الصكوك الممثلة لأعيان:

إذا كانت موجودات المشاريع القائمة بالصكوك عبارة عن أعيان أو منافع موجودة، فلا خلاف حول بيعها وتداولها، لكون البيع هنا جزء مشاع من شيء موجود فعلاً³، أما إذا كانت الموجودات خليطاً من الأعيان والمنافع والحقوق والنقود والديون فيجوز تداول الصكوك القائمة عليها بالسعر المتراضي عليه على أن يكون الغالب أعياناً ومنافع، وهذا وفقاً للندوة المنبثقة عن مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث في مقر البنك بجدة بتاريخ 10 آذار 2007⁴.

ومن الأمثلة على هذه الصكوك: صكوك المشاركة، المضاربة، المزارعة والمساقاة... الخ

II- تداول الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان بعد (نقود):

تداول هذه الصكوك غير جائز شرعاً لأن الصكوك في هذه المرحلة مازالت تمثل نقوداً فيكون بيعها بيعاً للنقود، إلا إن تحقق شروط بيع النقود وبيعها من التقابض وتساوي سعر البيع مع القيمة الاسمية للصك فيجوز⁵.

III- تداول الصكوك القائمة على موجودات في الذمة:

إن تداول الصكوك المصدرة مقابل موجودات موصوفة بالذمة لا يجوز، لاشتغال العملية على بيع

¹ - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سبق ذكره، ص. 922.

² - المرجع نفسه، ص. 922.

³ - بن الضيق محمد عدنان، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية "، مرجع سبق ذكره، ص. 16.

⁴ - كمال توفيق حطاب، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة "، مرجع سبق ذكره، ص. 19.

⁵ - معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص. 23.

ما لم يقبض كما هو الحال في حكم تداول صكوك السلع، لأنه لا يحل للمسلم أن يبيع ديناً بدين وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية¹.

IV- تداول الصكوك القائمة على خليط من الأعيان والمنافع والديون:

إذا كانت موجودات المشروع خليط من النقود، الديون الأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضي عليه على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع، وهذا ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة في دورته الرابعة حول صكوك المقارضة، وفي دورته السابعة عشرة قراره 158 / 17/7 لسنة 2006م أنه يجوز بيع الدين ضمن خلطة أغلبها أعياناً ومنافعها، أما إذا كان الغالب هنا هو الديون والنقود فلا يجوز بيع الصكوك القائمة على أساسها².

ثانياً: ضوابط تداول الصكوك:

بما أن الصك يمثل حصة شائعة في موجودات الإصدار تستمر طيلة مدة الصك، فيحق لعامله التصرف فيه بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر منها أو أقل ولكن بالشروط والضوابط التالية³:

- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد إقفال باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعي الضوابط الشرعية للعقد الصرف (التفاضل والتماثل عند اتحاد الجنس، والتفاضل عند اختلاف جنس المتبادلين)، كما تراعي أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

¹ - المرجع نفسه، ص، 23.

² - بن الصيف محمد عدنان، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية " ، مرجع سبق ذكره، ص.16.

³ - العديد من المراجع أهمها:

- أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص ص. 44- 45.

- كمال توفيق الخطاب، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة " ، مرجع سبق ذكره، ص. 22.

- يجوز تداول صكوك ملكته 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 إجازة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع تداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.
- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- لا يجوز تداول صكوك الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
- يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون.
- لا يجوز تداول صكوك السلم لأنه كما قلنا سابقاً تدخل من ضمن بيع الإنسان مالم يقبض.
- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم البضاعة للمشتري، أما بعد شراء بضاعة المرابحة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول (بيع أعيان مملوكة فقط).
- يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة بعد إقفال باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك، وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد إقفال باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك، وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الارض، أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة او السقي)، فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.

ومن الأمثلة على تداول الصكوك هنا، نجد أن تداول صكوك السلم يخضع لأحكام شرعية، باعتبار أن نشأة صكوك السلم تكون بطريقتين¹:

• أن تصدر الصكوك بنية استخدام حصيلتها في شراء بضاعة سلماً.

• أن يكون مصدر الصكوك هو البائع في السلم (المسلم إليه).

وفي كلا الحالتين، فإن صكوك السلم تمثل المسلم فيه المبيع بعد توقيع عقد السلم، والمسلم غير مقبوض، فيكون في تداول صكوك السلم بيع غرر، وهو ممنوع، لأنه بيع مالم يقبض، وقد يتعذر على المسلم إليه تسليم المسلم فيه إلى رب السلم لانقطاعه من الأسواق أو إفلاس البائع ونحو ذلك من الأسباب، وعليه يكون تداول صكوك السلم قبل قبض المسلم فيه ممنوعاً: أما بعد قبضه فيجوز تداول صكوك السلم من حين القبض إلى أن تباع بالنقود الحالة أو المؤجلة، لأن الصكوك حينئذ لا تمثل نقداً أو ديناً، فيكون تداولها غير جائز، كما هو الحال صكوك المرابحة والإستصناع مثلاً بعد بيع السلع.

الفرع الثاني: أرباح الصكوك

يعد التعرض لمختلف آليات وشروط تداول الصكوك، يمكن معرفة كيفية توزيع الحقوق بين أطراف عملية التداول للصكوك وكيفية إطفائها.

أولاً: آلية توزيع الأرباح وتحمل الخسائر في الصكوك:

إن إظهار آلية توزيع الأرباح من الضروريات الأساسية التي تمنع النزاع، ولذلك يجب أن تكون في نشرة الإصدار، التي تنص على كيفية التوزيع وأوقات التوزيع، ويجب أن تكون النسبة شائعة دون تحديد

¹ - معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، مرجع سبق ذكره، ص. 26.

مبلغ مقطوع لأحد الطرفين، وأما الخسارة فهي لأرباب المال من مالهم بقدر حصتهم في رأس المال، وأرباب الجهد من جهدهم¹.

وحسب قرارات المجلس الشرعي في اجتماعه التاسع عشر المنعقد بمكة المكرمة المنعقد ب 8 سبتمبر 2007م، بشأن توزيع الأرباح، فيقر أنه يجب أن توزع العوائد الخاصة بالمشروع على حملة الصكوك بالغة من بلغت بعد حسم المصروفات بما فيها من أجرة المدير أو حصة المضارب في الربح، ولكن كان هناك حافز للمدير فإما أن يكون على أساس الربح المتوقع، بحيث إذا زاد الربح الفعلي عن الربح المتوقع حسب دراسة الجدوى فيكون له ما زاد.

وأما إذا كان هناك توزيع دوري على حملة الصكوك على أساس مؤشر فيجب أن يكون التوزيع تحت الحساب وخاضعا للتصفية النهائية عند إطفاء الصكوك².

وما تحقق من الربح الفعلي زائدا على المؤشر ينبغي أن يحتفظ به كليا أو جزئيا ليكون احتياطيا للتوزيعات الدورية المستقبلية ولدرء الخسائر³.

وكمثال فإن نسبة توزيع الأرباح في صكوك المضاربة هي جهد ورأسمال يتم توزيع الأرباح على أساس هذه العناصر من خلال إجراء دراسة دقيقة جدا ومفصلة لتحديد نسب توزيع الأرباح حتى لا يظلم أي طرف، لأن أي خطأ في التقدير قد يؤدي إلى حدوث مخاطر، والربح يكون معلوما حسب ما يتفقان عليه، أما الخسارة في حالة وقوعها تكون على رأس المال (صاحب المال) طبعا مع انتقاء صفة التعدي والتقصير⁴.

وعموما يمكن تلخيص الضوابط العامة في استحقاق الأرباح وتوزيعها كالاتي⁵:

¹ - بن الضيف محمد عدنان، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية " ، مرجع سبق ذكره، ص. 17.
² - عبد الله بن سليمان المنيع، مرجع سبق ذكره، ص. 5.
³ - المرجع نفسه، ص. 5.
⁴ - حسين بلعجوز، مرجع سبق ذكره، ص. 28.
⁵ - بن الضيف محمد عدنان، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية " ، مرجع سبق ذكره، ص. 17.

- الربح وقاية لرأس المال فلا ربح إلا بعد سلامة الأصل، بمعنى أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويعرف مقدار الربح بالتضييض*، أي بالتقويم المشروع بالنقد ومازاد عن رأس المال عند التضييض فهو الربح الذي يوزع بين أرباب المال وأرباب الجهد.

- الربح لا يكون بالافتراض وإنما بالتحقيق والمحاسبة.

- التوزيع لا يكون إلا من ربح معلوم.

- الربح ليس مختص بالعاقدين، وإنما يجوز الاتفاق على تخصيص قسم منه لصالح صندوق مخصص لمخاطر الاستثمار.

ثانياً: إطفاء الصكوك

يقصد بإطفاء الصكوك انتهاء صفتها الاستثمارية السابق بتحولها إلى نقود يتسلمها صاحب الصك الأخير الذي تملك الصك بدفع قيمته إلى حامله السابق له، على أن هذا الإطفاء للصكوك إما أن يكون كلياً مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار¹.

وتكون صورته إذا كان للإصدار مدة محددة فإنه بانتهائها تتم²:

I- تصفية الموجودات التي يمثلها الصك، وذلك عن طريق بيعها إلى طرف خارجي.

II- أيلولتها إلى الجهة المصدرة بالبيع أيضاً، وتكون قيمتها حسب قيمة الصك في السوق إذا لم

تكن هناك تصفية للمشروع، أو ما قيمة باقي التصفية للمشروع إذا كان من المشاريع القابلة

للإهلاك، أما إذا تم استردادها تدريجياً فإن مصدر هذه الصكوك يدفع لأصحاب هذه

الصكوك جزءاً من قيمتها في كل مرة.

*- التضييض هو تحويل الأوراق المالية (الصكوك) إلى نقد.

¹- وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سبق ذكره، ص. 924.

²- بن الضيف محمد عدنان، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية " ، مرجع سبق ذكره، ص. 18.

ومن الأمثلة على إطفاء الصكوك، هو أنه عند إطفاء صكوك المضاربة باعتبارها حصة امتلاك في موجودات معينة¹: لا تكون إلا بالشراء أو باسترداد رأس المال.

- **الشراء:** يكون بالقيمة السوقية.

- **الاسترداد:** لا يكون إلا وفقا لترتيب محدد يعاد فيه جزء من الإيراد السنوي على صورة المادة لرأس المال بحسب ما يكون معلنا في نشرة الإصدار، وكان المشروع ذو عائد أكبر كلما كانت مدة الرد أسرع، فالأرباح المحصلة تقسم على أصحاب الصكوك والقسم الباقي يعود إليهم مقابل الإطفاء الجزئي لقيمة الصك، وبعد المدة المحددة للإطفاء يكون صاحب الصكوك قد استرد قيمتها الاسمية والأرباح المترتبة عليها.

المطلب الرابع: مخاطر ونجاح الصكوك بين التطلب والتحدي

بعد الحديث عن كل الجوانب المتعلقة بالصكوك من تعاريف، أنواع، خصائص وغيرها، يمكن استنتاج أهم المخاطر والتحديات التي تواجهها، ومعرفة العوامل المسببة لنجاحها.

الفرع الأول: مخاطر الصكوك

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

أولا: تعريف المخاطر وأنواعها:

1- تعريف المخاطر:

تعرف المخاطر على أنها إمكانية الحصول على عائد مختلف عن العائد المتوقع، والتي تعني ببساطة بأن هناك تقلبا في عوائد الاستثمار، وكذلك هي درجة تقلب العوائد في المستقبل².

¹ - قتيبة عبد الرحمن العاني، " صكوك المضاربة الإسلامية: التخريج الفقهي والتصوير الفني " ، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007، ص 37.

² - فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن، " إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر " ، دار وائل للنشر، عمان، 3، 2006، ص ص 165 - 166.

II- أنواع المخاطر:

1- المخاطر الغير منتظمة (المخاطر الخاصة):

هي المخاطر المتعلقة بورقة مالية معينة، وقد تكون ناتجة عن عوامل متعلقة بشركة معينة وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، وتعالج عن طريق التنوع في الأوراق المالية لمستثمر فيها¹.

2- المخاطر المنتظمة (العامة):

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

وتتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

أ- مخاطر السوق:

تعتبر الأدوات المالية والأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الاقتصادية كلية أو نتيجة لأحوال المنشآت الاقتصادية²، وهي تؤثر على الصكوك الإسلامية لأنها تتداول في السوق وتتأثر به وسعرها يحدد في السوق، وكذلك الأمر بالنسبة للموجودات والأصول المتمثلة في الأعيان والمنافع التي تكون مرتبطة بالصكوك فهي كذلك تتأثر بالسوق وعوامل العرض والطلب فيه...إلخ.

ب- مخاطر سعر الصرف:

تنشأ مخاطر سعر الصرف نتيجة تقلبات أسعار صرف العملات وذلك نتيجة التبادلات بين الوحدات الاقتصادية المحلية والأجنبية، كما أن مخاطر سعر الصرف قد تظهر أيضا عند إصدار الصكوك بعملة

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- أمين السيد أحمد لطفى، " التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة " ، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص ص . 17- 18.

- محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص . 41 - 42.

² - لخلو بوخاري ووليد العايب، مرجع سبق ذكره، ص.9.

معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت الشركة المصدرة للصكوك لديها التزامات بعملات أخرى¹.

ج- مخاطر سعر الفائدة:

تنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة²، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فإنه كلما ارتفعت مستويات الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة.

وبالرغم من أن الصكوك الإسلامية لا تتعامل بالفائدة إلا أنها بطريقة غير مباشرة تتأثر بمخاطر أسعار الفائدة، باعتبار أن هذا الأخير يقوم عليه النظام المصرفي في غالبية الدول الإسلامية فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية خاصة إذا لم يكن للوزع الديني دور في توجيه المستثمرين³.

د- مخاطر أسعار الأوراق المالية:

تنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية، سواء كانت نتيجة عوامل حقيقية، أو نتيجة للأعمال الغير أخلاقية، كالإشاعات، الاحتيال والمقامرة، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية⁴.

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

❖ مخاطر مصدري الصكوك:

كما نعلم أن مصدر الصك قد يكون فرداً، شركة أو حكومة، وهو المتصرف الوحيد في المشروع والموجودات المتعلقة بالصكوك، حيث أن حملة هذه الأخيرة لا يتدخلون في القرارات المتعلقة بمصدري الصكوك والمشروع، ولاشيء يقيدهم إلا الأحكام المتعلقة بالعقود التمويلية التي أصدرت على أساسها

¹- المرجع نفسه، ص. 10.

²- العديد من المراجع أهمها:

- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص. 234.

- محمد محمود عبد ربه، " مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص. 29.

³- لخلو بوخاري ووليد العايب، مرجع سبق ذكره، ص. 9.

⁴- أشرف محمد دوابة، " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "، مرجع سبق ذكره، ص. 14.

الصكوك، إضافة إلى شروط نشرة الإصدار، لذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب، ولتجنب هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك حسن اختيار مصدري الصكوك من ذوي الخبرة الاستثمارية¹.

❖ مخاطر تصديق الذمم المقبولة شرعا:

يواجه المستثمرون خطرين هما²:

- **خطر التأخر في العقد:** هذا الخطر يحدث إذا توقع حملة الصكوك أن العوائد التي توزع عليهم ستأخر عدة أشهر، بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، فتقل ثقتهم في صفقات التصديق بأكملها.
- **خطر العجز عن الوفاء:** وهذا الخطر يعتمد وقوعه على الجدارة الائتمانية للمدين، حيث يعجز هذا الأخير عن السداد بسبب تعثره المالي أو إفلاسه.

❖ مخاطر تصديق الأصول العينية:

هناك مخاطر في تصديق الأصول العينية، تكمن في حال توقع المستثمرين عدم قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد المتوقعة على حملة الصكوك، التي تم تحديدها في نشرة الإصدار، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين في تلك الصكوك، ولتجنب هذه المخاطر يجب التدقيق والمحاسبة بشكل كبير³.

❖ المخاطر التشغيلية:

حيث أن هياكل كل الصكوك الإسلامية التي يجوز تداولها يجب أن تكون قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول⁴، لذا فإن المخاطر التشغيلية المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك، مثل الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر... الخ.

❖ المخاطر القانونية:

¹- زياد الدماغ، " مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها" ، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15- 16 جوان 2010، ص ص. 5- 6.

²- المرجع نفسه، ص. 6.

³- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص. 20.

⁴- "ماهو التصديق" ، مرجع سبق ذكره، ص. 5.

نظرا إلى أن الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية، مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وأحكام الشريعة الإسلامية، كما أن إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية يؤدي إلى حدوث الكثير من المخاطر¹، لذلك يجب مراعاة البيئة التشريعية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

❖ مخاطر مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية:

هذه المخاطر متعلقة بالصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية التي تحكم التعامل بها، وإذا تم استعمال أحوال الصكوك في المحرمات سواء أكانت لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها كالربا، القمار، الغش والغرر... الخ² وهذه المخالفات الشرعية تحدث أضرار جسيمة، لذلك يتعين على المؤسسات المالية الإسلامية تعيين هيئات رقابية شرعية للإشراف على جميع خطوات التعامل بالصكوك.

❖ مخاطر صيغ التمويل الإسلامي:

هناك مخاطر خاصة بصيغ التمويل الإسلامي، يمكن إجمالها فيما يلي³:

- مخاطر صكوك المضاربة: تتمثل مثلا في سوء الأمانة وكفاءة الشريك المضارب، وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وكذا صعوبة التدقيق والتصفية.
- مخاطر صكوك المشاركة: مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة وكذلك صعوبة التدقيق والمراجعة عند التصفية.
- مخاطر صكوك الإجارة: تتمثل هذه المخاطر في ارتفاع نسبة التضخم مقرونة بطول فترة السداد، وكذلك مشاكل الصيانة للعين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها... الخ
- مخاطر صكوك الاستصناع: مثلا مخاطر التخزين ويطلق عليها المخاطر الزمنية، أو عدم سداد الأقساط، واختلاف مواصفات الأصل المصنع بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد التصنيع.

¹ - "الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 27.

² - أشرف محمد دوابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مرجع سبق ذكره، ص. 15.

³ - زياد الدماغ، "مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها"، مرجع سبق ذكره، ص. 7-8.

- مخاطر صكوك البيوع: تتمثل في تأخير دفع الأقساط، أو هلاك السلعة قبل التسليم، لأن المتابعة هنا

تخضع على عاتق البنك.

ثانيا: معالجة مخاطر الصكوك:

إن الإسلام لا يمانع من اتخاذ تدابير وقائية للتخفيف من آثار المخاطر وتوزيعها بعدالة بين أطراف

العلاقة، وفي هذا الإطار يمكن ذكر أهم الطرق التي تحد من المخاطر، والتي يتمثل أهمها في¹:

I- تكوين هيئة حملة الصكوك:

تتفق النظم القانونية على تكوين هيئة من مجموع حملة الصكوك المكتتب بها في كل إصدار،

لغرض الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك، واتخاذ التدابير والإجراءات اللازمة لصيانة وحماية تلك

الحقوق، كذلك يمكن تسجيل هذه الهيئة كجمعية مستقلة، وهذا لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

II- تكوين صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار:

يمكن إنشاء صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار بالصكوك، حيث لا يوجد مانع شرعي على

ذلك ويمكن اشتراطه في نشرة الإصدار، شريطة موافقة حملة الصكوك على اقتطاع جزء من أرباحهم كل

هيئة، حيث يستخدم هذا الجزء في سداد ما ينقص من رأس المال والعائد.

III- تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح:

ويقصد بالضمان هنا الالتزام على سبيل التبرع، وهو ما يطلق عليه الوعد الملزم، وذلك من خلال

نص نشرة الإصدار على موافقة طرف ثالث خارج عن طرفي العلاقة على ضمان رأس المال أو ضمان

نسبة معينة من الأرباح، هذا الطرف قد يكون شركة أو فردا.

IV- معالجة مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:

¹ - المرجع نفسه، ص ص 7-13.

يمكن تجنب هذه المخاطر من خلال وجود هيئة للرقابة الشرعية، حيث أن وجودها في المؤسسة المصدرة للصكوك يعتبر من المؤشرات التي تدل على الالتزام بالضوابط الشرعية، التي من مهامها إعادة صياغة العقود الشرعية، ومراجعة النماذج ، وإجراءات العمل للتأكد من مطابقتها للأحكام الشرعية.

V- تأمين مخاطر الاستثمار لدى شركات التأمين الإسلامية:

وذلك من خلال إعادة تأمين مخاطر الاستثمار بالصكوك، من باب تكافل الغير في تحمل مخاطر الاستثمار، فمن المعلوم أن المقصود بالتأمين التعاوني أنه عقد تأمين جماعي يلتزم بموجبه كل مشترك فيه بدفع مبلغ معين من المال على سبيل التبرع لتعويض المتضررين منهم على أساس التكافل الإجتماعي.

VI- تنوع الاستثمارات:

المقصود به هو قرار المستثمر بالاستثمار في أكثر من مشروع استثماري بقصد تقليص المخاطرة، والتنوع بحد ذاته لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية طالما أن المشاريع والمعاملات خالية من المخالفات والمحرمات الشرعية.

الفرع الثاني: متطلبات نجاح الصكوك والتحديات التي تواجهها:

يتطلب نجاح الصكوك الإسلامية توفر عدة عوامل يجب مراعاتها هذا وتواجه الصكوك عدة تحديات تعيق نجاحها.

أولاً: متطلبات نجاح الصكوك الإسلامية:

ويمكن اجمالها في النقاط التالية¹:

- I- شمولية المعايير الصادرة عن الهيئات الدولية المعنية بالمؤسسات المالية: من خلال صياغة هذه الصكوك صياغة شرعية وفنية متقنة تراعى فيها كل العناصر الفنية المشروعة في السندات إضافة إلى الضوابط الشرعية.
- II- توفر سوق أوراق مالية إسلامية: وذلك بالتعاون بين البنوك والشركات والمؤسسات المالية بعضها مع بعض، وكذلك حكومات الدول الإسلامية، ومع المؤسسات المالية الأخرى لإنشاء سوق أوراق مالية إسلامية لتكون بمثابة الرئة لهذه المؤسسات عن طريق طرح المنتجات المالية الإسلامية.
- III- حماية حقوق المتعاملين: بالسعي الحثيث لدى الحكومات والهيئات الشرعية لأسواق الأوراق المالية لإصدار قوانين ولوائح منظمة للصكوك الإسلامية، لحماية حقوق الأطراف جميعها وتحقيق الشفافية بكل ما يتعلق بهذه الصكوك الإسلامية من الاجراءات والبيانات الواجب الإفصاح عنها.
- IV- ايجاد معايير دقيقة للمحاسبة: لضمان رقابة منظمة من قبل المصارف المركزية على أساس الضوابط الشرعية الخاصة بهذه الصكوك، بحيث يتم الاشراف على الصكوك قبل الاصدار وأثناءه، وبعده حتى انتهاء مدة الاصدار.
- V- التوعية الجماهيرية من خلال الاعلانات الجديدة المؤثرة، والتشويق الجيد القائم على فن التسويق المعاصر.

ثانيا: التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية:

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- علي محي الدين القرّة داغي، " صكوك الاستثمار، تأصيلها وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية"، ص. 16، تاريخ الإطلاع 20/02/23، عن الموقع:

<http://www.Kantakji.com/fiqh/files/Market/633.PPT>

- خولة فريز النوباني، " الصكوك... تجارب عالمية"، ورشة عمل الصكوك الإسلامية.. تحديات، تنمية وممارسات دولية، عمان، الأردن، 18 - 19 جويلية، 2010، ص ص. 6-7.

تواجه الصكوك الإسلامية عدة تحديات تتمثل أهمها في¹:

I- الأزمة الشرعية:

تواجه الصكوك الإسلامية كسائر المنتجات المالية الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، فالحريصون على سلامة الصيرفة الإسلامية يبالغون أحيانا في تشدهم بحيث يحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك وبالتالي تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح، وهو ما تم التصريح عنه بأن 85% من الصكوك الإسلامية غير مطابقة للمواصفات الشرعية.

II- التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية:

إن تصنيف الصكوك ليس بالأمر السهل إذ يعتمد على عدة عناصر ولا يخص المخاطر الائتمانية فحسب، من أهم تلك العناصر صيغة العقد القائم بين مصدر الصكوك وحماية تلك الصكوك لأن المخاطر التي يواجهها حملة الصكوك مستمدة من طبيعة ذلك العقد.

ففي حال صكوك الإجارة على سبيل المثال يتأثر تصنيف الصكوك بالوضع الائتماني للمصدر بصور متشابهة للسندات التقليدية نظرا إلى أن هذا المصدر مدين لحملة الصكوك بالأجرة التي تمثل العقد الدوري كما أنه ملتزم بوعدهم بالشراء في نهاية العقد والوفاء بهذا الالتزام مرتبط أيضا بالوضع الائتماني للمستأجر، وهذا هو وجه الشبه بالسندات من ناحية التصنيف.

ولذلك نجد الصكوك تصنف بحسب مصدرها مثل صكوك البنك الإسلامي للتنمية حيث تم تصنيف الاصدار الأول AAA وهو تصنيف البنك .

لكن حملة الصكوك هم أيضا ما لكون للأصل المولد للعائد وهذا الأصل عرضة لتقلبات الأسعار فلو انفسخ عقد الإجارة قبل أجله وكان على حملة الصكوك بيع الأصل المؤجر والوضع أن قيمته في السوق

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- كمال توفيق خطاب، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة " ، مرجع سبق ذكره، ص ص. 27-28.
- محمد علي القرني بن عيد، " الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها " ، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، 26 و 30 أبريل 2009، ص. 7.

قد انخفضت، فتعرضوا للخسارة، لذلك فإن الصكوك تتضمن مخاطرة تقلبات الأسعار (أي المخاطرة السوقية) وهذا عنصر الاختلاف عن السندات أما تصنيف صكوك المضاربة والمشاركة فالأمر فيها أكثر تعقيدا حتى يكاد لا يوجد لها تصنيف في الوقت الحاضر.

III- ارتفاع تكاليف الاصدار:

لا بد من مدير استثمار أو مدير صندوق وهو عبارة عن شركة أو مؤسسة مالية أو بنك يعمل على تولى الاصدار وإدارة عمليات الاكتتاب وتغطية الاصدار... الخ، وهذا أيضا فيه زيادة تكلفة وزيادة تشابه بين الصكوك الاسلامية والتقليدية.

المبحث الثالث: الدور الاقتصادي للتصكيك

إن نجاح صناعة التصكيك الاسلامي يرتبط أساسا بالدور الاقتصادي الذي يمكن أن تؤديه هذه الصناعة على مستوى الاقتصاد ككل، ومدى أهميتها في تطوير التمويل الاسلامي والمؤسسات المالية الاسلامية.

المطلب الأول: دور التصكيك على مستوى الاقتصاد ككل:

تختلف الأدوار التي يؤديها التصكيك على المستوى الكلي، لتتكامل فيما بينها لبناء اقتصاد قوي، بين مرحلة تجميع الموارد وتوظيفها لتوفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة وتوفير حل شرعي للموازنات العامة للدول الاسلامية.

الفرع الأول: دور التصكيك في جذب المدخرات وتوطين رؤوس الأموال

لتقنية التصكيك أهمية بالغة لتحفيز الأفراد على استثمار أموالهم محليا وعامل جاذب للأموال المستثمرة في الدول الأجنبية.

أولا: دور التصكيك في جذب المدخرات:

إن تعبئة المدخرات هدف جوهري، لأن الاسلام يدعو للابتعاد عن اكتتاز الأموال ويحث على استخدامها استخداماً منتجاً وفعالاً، لتحقيق الأهداف الاجتماعية والاقتصادية ومن غير الممكن على كل فرد أن يحسن استخدام أمواله ومدخراته، وعليه ينبغي أن تقوم مؤسسات مالية منظمة بتنظيمها فعالاً بتعبئة المدخرات المعطلة، وتوجيهها إلى استخدامات انتاجية، ولا بد أن تجهز هذه المؤسسات تجهيزاً مناسباً، يمكنها من تمويل الاحتياجات الحقيقية تمويلًا غير تضخمي في كل من القطاعين العام والخاص، تحقيقاً لأهداف الاقتصاد¹.

ويمكن للتصكيك أن يؤدي دوره في جذب الموارد المالية من خلال شكلين هما²:

I- الشكل الأول:

أن تكون الزيادة في الموارد التمويلية الاسلامية عن طريق زيادة اصدار الأوراق المالية ومبيعاتها قد تحققت على حساب النقص في ودائع البنوك الاسلامية أو الحد من نموها وهذا جائز بالنسبة للبنوك الاسلامية التي أصدرت الأوراق المالية، هذا أن الورقة المالية الاسلامية كانت في عديد من الحالات بديل قريب جداً من الوديعة الاستثمارية الآجلة لدى البنك الاسلامي، وقد تصبح وسيلة للتعبئة الفعالة لهذه الموارد، كما هو الحال في احدى الاصدارات لمحفظه البنك الاسلامي للتنمية والتي عملت على تعبئة الموارد المالية المعطلة لدى البنوك الاسلامية، مما يمكن القول أنها نجحت في زيادة معدل توظيف الأرصدة الاسلامية القابلة للاستثمار على المستوى الكلي.

II- الشكل الثاني:

أن تكون اصدارات الأوراق المالية الاسلامية قد شجعت المزيد من المسلمين من أصحاب المدخرات والأرصدة النقدية العاطلة على الدخول في عملية التمويل بالأسلوب الاسلامي، وفي هذه الحالة فإن

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- محمود محمد سليم الخوالدة، " المصارف الإسلامية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008، ص. 117.

- محمد عمر شابرا، " نحو نظام نقدي عادل"، ترجمة: سيد محمد سكر، دار البشير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، بدون سنة نشر، ص. 48.

² - زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص. 128-129.

إصدار الأوراق المالية الإسلامية تكون قد ساهمت مساهمة صافية في عملية تعبئة الموارد التمويلية الإسلامية.

ثانيا: دور التصكيك في توطين رؤوس الأموال:

يعد هروب الأموال الوطنية باتجاه الأسواق المالية الأجنبية أهم العوائق التي تواجه عمل أسواق الأوراق المالية الإسلامية، ذلك وكما ذكرنا سابقا لعدم وجود ثقة المستثمرين المحليين في نجاعة الهياكل المالية المحلية ومنتجاتها والافتتاح التام باحتكار احتراف المؤسسات المالية الغربية إدارة الأموال، وفي ظل هذه الأوضاع والمتغيرات المالية العالمية يبرز دور الصكوك الإسلامية كعامل من أهم العوامل الجاذبة لرؤوس الأموال المهاجرة حيث أثبتت فعاليتها في جذب المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال في فترة وجيزة، حيث تمكنت من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم، ليتضاعف حجم إصدار الصكوك أربع مرات في الفترة بين عامي 2004 و 2006¹.

الفرع الثاني: دور التصكيك في تمويل المشروعات الصغيرة:

تتبع أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية هذه المؤسسات على مختلف الاقتصاديات، فهي أساس الانتاج وأصل النشاط الاقتصادي الذي بدأ بمشروعات صغيرة قبل أن تظهر المشروعات الكبيرة، ولها القدرة الكبيرة على تنمية الاقتصاد وتحديث الصناعة، ومواجهة مشكلة البطالة بما يحقق النفع المتوازن للجانب الاجتماعي والاقتصادي، وعلى الرغم من الأهمية الاقتصادية التي تتمتع بها هذه المؤسسات إلا أنها تواجه مشاكل تمويلية تحولها دون أداء دورها، مشاكل تخلقها طبيعة نشاطها وطبيعة النشاط التمويلي التقليدي، ليكون الحل الأفضل لهذه المؤسسات هو القيام بإصدار صكوك تلبية احتياجاتها التمويلية بفعالية، كما تتوفر عليه هذه المنتجات من مزايا تتلاءم مع

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص ص. 155 - 156.

طبيعة نشاط هذه المؤسسات¹.

أولاً: تنوع الصكوك الاستثمارية وتعددتها:

فهناك صكوك قائمة على المشاركة وأخرى على البيوع ونوع قائم على الايجارة، وهذا التنوع يتيح فرصاً ومجالات أكثر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

ثانياً: دراسة الجدوى الاقتصادية للصكوك الاستثمارية وعلى أساس الحلال من الناحية الشرعية:

وهذا يعني أن المشروعات عند دراستها تخضع للأولويات الإسلامية من ضروريات وحاجيات وتحسينات، مما يحقق تخصيصاً أمثل للموارد.

ثالثاً: قاعدة الغنم بالغرم:

فالمنتجات المالية الإسلامية تنتقل من أسلوب الضمان والعائد الثابت إلى أسلوب المشاركة في الربح والخسارة، فلا مجال هنا لاستفادة طرف على حساب آخر، وبذلك تحقق معيار العدل في المعاملات.

رابعاً: الاهتمام بالنشاط الانتاجي على النشاط المالي:

وذلك بالابتعاد عن نظام الفائدة الذي يزيد من الأعباء التمويلية، فأرباح الصكوك التي يتم اقتسامها هي نتاج عمل انتاجي.

هذا ويعمل التوجه إلى اصدار الصكوك على تنمية جانب الموارد بالإضافة إلى استخدام حصيلتها وفق الصيغة التي أصدرت بها الأمر الذي يؤدي إلى تنوع الاستخدامات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفرع الثالث: تمويل عجز الموازنة والمشاريع الحكومية

تحتوي منتجات تقنية التصكيك عدة مزايا، تجعل التعامل بها يضيف ايطار تمويلي متكامل للبنى التحتية والعجز المؤقت للموازنة العامة.

¹ العديد من المراجع أهمها:
- أشرف محمد دوابة، "اشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة السنة 24، العدد 04، أكتوبر 2006، ص ص. 24-26.
- أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص. 158.

أولاً: التمويل عن طريق صكوك السلم:

يمكن استخدام السلم كأسلوب للتمويل الحكومي خاصة للخدمات، حيث تمثل هذه الصكوك تعاقد على أنها سوف تقدم بموجب هذه الصكوك خدماتها في المستقبل مثل أن تصدر صكوك برسوم المدارس والجامعات وصكوك لخدمة النقل على الخطوط معينة.

ويمكن استخدام التمويل عن طريق صكوك السلم في عدة مجالات¹:

- تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة خاصة العجز الموسمي بدلا من التضخم.
- تمويل العجز في موازنة الهيئات العامة الاقتصادية بدلا من تمويل هذا العجز من الموازنة العامة للدولة.

- تمويل العجز في موازنات الهيئات العامة الخدمية مثل الجامعات ووحدات الحكم المحلي بدلا من تمويله من الموازنة العامة في صورة اعانات، خدمات سيادية.

- تمويل العجز في شركات القطاع العام بدلا من التمويل من الموازنة العامة للدولة في صورة قروض تمنح لهذه الشركات.

ثانياً: التمويل بصكوك الاستصناع:

إذا كان الاستصناع هو عقد بيع سلعة موصوفة في الذمة يلتزم البائع بصنعها بمادة من عنده مقابل ثمن يدفعه المشتري، ويكون كأسلوب تمويل حكومي، فإذا أرادت الحكومة انشاء مبنى أو شراء آلة بمواصفات خاصة من مصنع ما، فإنه يمكن بدلا من اقتراض الثمن بفائدة بموجب سندات، أن تتفق مع الماقل أو المصنع على الانشاء أو الصنع، كما يمكن أن يوسط في هذه العملية بنكا يتم ابرام عقد

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- محمد عيد الحليم عمر، "الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الإسكندرية، 15 - 18 أكتوبر 2000، ص ص. 31 - 32.

- فاطمة الزهراء عراب وعلالي فتيحة، " خصوصية السياسة المالية في معالجة عجز الميزانية في الاقتصاد الإسلامي " ، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع .. ورهاتلت المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23 - 24 فيفري 2010، ص ص. 10 - 11.

-سليمان ناصر، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية"،مذكرة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية،قسم علوم التسيير،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة غرداية،2005،ص.273.

الاستصناع معه، ويكون عقد الاستصناع هو الأداة المالية (صك الاستصناع) ، حيث أنه وثيقة في يد الصانع في ذمة الحكومة.

ومن وجه آخر يمكن للحكومة إذا أرادت أن تبني مساكن للمواطنين من ذوي الدخل المحدود هو التزام تقوم به الكثير من الدول ثم تبيعها لهم بعد ذلك، فإنه يتم بدلا من استخدام سندات الاسكان ذات الفائدة، اتمام العملية في نطاق عقد الاستصناع، وذلك بأن تصدر الحكومة صكوك إسكان تجمع بموجبها الأموال اللازمة من المواطنين الذين يحتاجون السكن وتعاقدهم على انشاء السكن اللازم بمواصفات محددة، مقابل أن يدفعوا الثمن على أقساط في صورة شراء صكوك اسكان لكل مدة عددا منها¹.

ثالثا: صكوك الاجارة كمصدر تمويل للحكومة:

ويمكن استخدام هذه الصكوك في التمويل الحكومي بأسلوبين²:

I - الأسلوب الأول:

هو أن الحكومة بدلا من أن تقترض بفائدة لإنشاء مبنى فإنها تصدر صكوك اجار، تجمع بموجبها الأموال اللازمة من ذوي الفائض وتنشئ بها المبنى ويكون مملوكا لحملة الصكوك ثم تتعهد في نشرة الاصدار بأن تستأجر المبنى بمبلغ معين يمثل عائدا على الصكوك أن يكون لديها المبنى موجود فتبيعه لحملة الصكوك وتستأجره منهم.

II - الأسلوب الثاني:

¹- العديد من المراجع أهمها:
- محمد عبد الحلیم عمر، " الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي " ، مرجع سبق ذكره، ص ص. 34- 35.
- فاطمة الزهراء عراب وعلالي فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص. 12.
- سليمان ناصر، " علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية " ، مرجع سبق ذكره، ص. 274.
²- العديد من المراجع أهمها:
- محمد عبد الحلیم عمر، " الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي " ، مرجع سبق ذكره، ص ص. 36- 37.
- فاطمة الزهراء عراب وعلالي فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص ص. 12- 13.

ويتمثل في نظام التأجير التمويلي أو المنتهي بالتمليك والذي بموجبه تتفق مع ممول لإنشاء المبنى واستجاره منه مدة من الزمن ثم تنتقل ملكيته في نهاية المدة إلى الحكومة.

رابعاً: صكوك Bot (بناء-استغلال- تحويل) الإسلامية: Build Operate transfer ownership

sukuk

أسلوب Bot هو أن تعهد الحكومة من خلال إحدى وحداتها إلى شركة ما بإنشاء المرافق العامة بأموال الشركة وهذا ما يعبر عنه حرف B (Built) الانشاء ثم تتولى هذه الشركة ادارته بتقديم الخدمة إلى الجمهور مقابل مبالغ معينة تحددها الجهة الحكومية وتحت اشرافها ورقابتها ويوزع العائد بين الحكومة والشركة وهذه هي الادارة المعبر عنها بحرف O أي (Operate) ثم تنتقل ملكية المرفق في نهاية المدة المحددة إلى الحكومة في حالة جيدة وقابلية للاستمرار وهذه يعبر عنها بالحرف T أي نقل الملكية (Transfer ownership) ¹.

وبعد أن تقوم الشركة بدراسة جدوى المشروع يتم اصدار صكوك Bot لجمع الأموال اللازمة للمشروع، ويتم استخدام هذا الأسلوب في انشاء المرافق العامة ذات الدخل مثل المطارات والجسور التي يفرض على العابرين عليها رسوم، وكذا مشروعات الكهرباء والاتصالات

■ إن اتباع هذا الأسلوب التمويلي في التمويل الحكومي يوفر مصدراً جديداً لتمويل مشروعات البنية التحتية الأمر الذي يقلل من الانفاق الحكومي وبالتالي يعمل على منع حدوث العجز من الأصل ويساعد في اقامة هذه المشاريع دون تأخير ².

خامساً: صكوك الاستثمار بديلاً عن الخصخصة:

¹ - العديد من المراجع أهمها:
- ناهد علي حسين السيد، " حقيقة نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية BOT"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، 26 و30 أبريل 2009، ص.5.
- عيسى محمد الغزالي، "نظام البناء والتشغيل والتحويل BOT"، سلسلة جسور التنمية، العدد 35، السنة الثالثة، نوفمبر 2004، ص. 4.
² - زاهرة محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص. 135.

تبرز صكوك الاستثمار في ظل الخلافات الحادة الناتجة عن طرح مشروعات الخصخصة ومع الجدل حول جدواها الاقتصادية، ولهذا ويهدف إعادة توزيع الأدوار بين الحكومة والقطاع الخاص في امتلاك أو إدارة المؤسسات الانتاجية والخدمية للاقتصاد الوطني لتحقيق أكبر قدر من المنفعة وأعلى قدر من النمو داخل المجتمع والتحول إلى الاقتصاد الحر، تستطيع الدولة استخدام الصكوك للحصول على الموارد المالية من خلال¹:

I- في القطاعات الانتاجية التي لا تستطيع الدولة استثمارها أو عجزت عن استثمارها بالشكل الأمثل أو لم تعد تستطيع الانفاق عليها من أجل تحسين كفاءتها مثل قطاعات النفط والغاز والثروات الباطنية وقطاع الكهرباء والهاتف... الخ، ويمكن للدولة أن تصدر صكوك المشاركة والمشاركة المنتهية بالتمليك حيث تبقى هذه الصكوك على ملكيتها الجماعية وتعهد إلى شركات خاصة ومؤسسات مالية مسؤولة اصدار الصكوك وإدارة المشروعات مع تخصيص جزء من الأرباح لها، وبهذه الطريقة تكون الدولة قد حافظت على هذا القطاع من الضياع ووفرت على نفسها عناء الادارة والإشراف.

II- كما تستطيع الدولة استثمار الأراضي التي تملكها عن طريق صكوك المزارعة، حيث يتم اصدار صكوك المزارعة تمثل الأرض ورأسمال المزارعة وتطرحها للاكتتاب، ليتم استثمار الأرض وفقا لصكوك المزارعة يكون لحملة الصكوك عند انتهاء المزارعة غنهما وغرمها.

III- في القطاعات العامة الخدمية كالطرق والجسور والسدود... الخ، والتي تحتاج للتمويل يمكن للدولة أن تصدر صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك وصكوك Bot التي تعود ملكيتها للدولة.

وفي كل اصدارات الصكوك في القطاع العام تحافظ الدولة على نسبة معينة من الصكوك تخولها بالتحكم في مصير مشروعاتها والحفاظ على أموالها.

المطلب الثاني: دور التصكيك على مستوى سوق الأوراق المالية

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- فؤاد محمد أحمد محيسن، " الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها" ، مرجع سبق ذكره، ص 50.
- أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص 177- 178.

تعاني أسواق الأوراق المالية الإسلامية مشاكل عديدة تعيقها من أداء وظيفتها التمويلية كما ينبغي، وذلك على مستوى السوق الأولى لقلة المؤسسات المالية المتخصصة وعلى مستوى السوق الثانوي لقلة المنتجات المالية الإسلامية، لتبرز تقنية التصكيك لتضع حلولاً فعالة لهذه المشاكل.

الفرع الأول: إضافة أدوات ومؤسسات مالية إسلامية

فإصدار صكوك الاستثمار الإسلامية على اختلاف أنواعها للشركات وصكوك البنوك الإسلامية والصكوك الحكومية يؤدي إلى توسع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق¹.

أما فيما يخص إضافة مؤسسات مالية إسلامية، فهيكلة تقنية التصكيك يتم من خلال كل من: موحد العملية (المصدر الأصلي)، المنشأة ذات الغرض الخاص (SVP)، متعهد تغطية الاكتتاب، متعهد إعادة الشراء، وكيل الدفع، وكذا الأمين، فحاجة تقنية التصكيك لهذا الهيكل من المؤسسات يؤدي إلى زيادة عدد المؤسسات المالية في سوق الأوراق المالية بما يزيد من حجم النشاط وتدعيم الثقة في السوق².

الفرع الثاني: توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في سوق الأوراق المالية

وهي المؤسسات التي تتعامل في الصكوك الإسلامية اصداراً وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية وحتى التقليدية وشركات الاستثمار المؤسسي والحكومة وكذا القطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة³.

الفرع الثالث: الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية

ترتبط كفاءة أسواق الأوراق المالية الإسلامية بمقدرتها على التخصيص الأمثل للموارد المالية نحو المشاريع المنتجة لتحقيق التنمية الاقتصادية وتحقيق احتياجات المجتمع⁴، لهذا تعتبر الصكوك الاستثمارية الإسلامية أهم المنتجات المالية التي تحقق تمويل المشاريع الاستثمارية واستغلال الموارد استغلالاً أمثل لتتحقق كفاءة أسواق الأوراق المالية ومن جهة أخرى تزداد كفاءة أسواق الأوراق المالية

¹ - عبد الملك منصور المصبيح، "الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص. 34.

² - عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره، ص. 10.

³ - عبد الملك منصور المصبيح، "الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص. 34.

⁴ - زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص. 196.

بازدياد كمية ونوعية الصكوك الاسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول والشراء والبيع لهذه الصكوك وبالتالي زيادة نشاط السوق¹.

المطلب الثالث: دور التصكيك على مستوى الجهاز المصرفي

تختلف طبيعة عمل المصارف الاسلامية عن طبيعة عمل المصارف التقليدية، حيث تتقيد الأولى بضوابط الشريعة الاسلامية، ليتقيد نشاطها مع هذه الضوابط لتكون مخاطر نقص السيولة أهم المعوقات التي تواجه الصيرفة الاسلامية لمحدودية مواردها، لتشكل الصكوك الاسلامية المنفذ لهذه المشاكل ولتضفي الشرعية للعلاقة القائمة بين المصارف المركزية والبنوك الاسلامية.

الفرع الأول: دور التصكيك في حل مشكلة نقص السيولة على مستوى المصارف الإسلامية

تتعرض المصارف الاسلامية لمشكلة نقص السيولة² بسبب اختلاف طبيعة عمل المصارف الاسلامية عن نظيرتها التقليدية، فتنشأ أزمة السيولة من أن المصرف الاسلامي في إطار المشاركة في الربح والخسارة أن يسترد تمويله مالم يصل المشروع إلى مرحلة الإثمار الناجح، ذلك أن الاستثمار يكون على شكل أصول عينية يصعب تسيلها بسرعة، ولكن في حال تصكيك هذه الاستثمارات فإنه يمكن بيع هذه الأدوات في السوق الثانوية.

والحصول على السيولة اللازمة، كما تتعرض المصارف الاسلامية لأزمة السيولة لانتشار صيغ التمويل القائمة على أساس الدين - صيغ المرابحة - بشكل رئيسي وهذه الأصول لا يمكن تداولها لأنها ستكون من قبيل بيع الدين المنهي عنه شرعاً، ولعل ذلك يكون من الأسباب التي تحت المصارف الاسلامية على تنويع استثماراتها من خلال تفعيل صيغ المشاركة والمضاربة والإجارة، بحيث يمكن

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- عبد الملك منصور المصبيح، "الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص. 34.

- عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره، ص. 10.

² - طارق الله خان وحبيب أحمد، "إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2003، ص. 65-66.

تصكيكها عندئذ يمكن أن تكون صكوك المرابحة جزءا من مجموعة أصول تكون الغالبية فيها للأعيان لا للديون، وبهذا تصبح قابلة للتداول¹.

الفرع الثاني: دور التصكيك في الموازنة بين موارد البنك واستخداماته

يعتبر التصكيك تقنية محورية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات، حيث تعمل هذه التقنية على الربط بين الموارد والاستخدامات وبالغرض من النشاط الممول، ذلك أن الموازنة بين الأصول والخصوم مطلوبة في المصارف الإسلامية بدرجة أعلى من المصارف التقليدية لان جزءا كبيرا من استثماراته في أصول غير قابلة للتسيير في الأجل القصير، وبذلك تمنح تقنية التصكيك للمصارف الإسلامية المرونة في تعديل هيكل المورد وتركيبه المحفظة الاستثمارية نتيجة لتنوع المنتجات المالية الإسلامية التي يمكن للمصارف الاعتماد عليها مما يحقق الانسجام في تمويل الاستخدامات من الموارد².

أولا: سياسة الملجأ الأخير للسيولة:

تقوم البنوك المركزية بوظيفة المقرض الأخير للبنوك التجارية بحيث تقدم لها قروضا في أوقات نقل فيها السيولة، وبالرغم من أن معظم البنوك الإسلامية تعمل تحت اشراف البنك المركزي إلا أنها لا تستطيع شرعا الاستفادة من هذه التسهيلات لأن هذه الأموال تقدم على أساس الفائدة، وللتغلب على هذه المشكلة كان لابد من ايجاد البدائل، لذا اقترح مجلس الفكر الاسلامي بباكستان آلية لتقاسم الأرباح بحيث يمكن حساب الأرباح على أساس العائد إلا أنه يؤخذ على هذا الأسلوب إضافته لأعباء جديدة تتمثل في دراسة المشروع المطلوب له السيولة وإدارة ومتابعة المشروع، أيضا مما يؤخذ عليه ما يتعلق بعملية استرداد البنك المركزي لهذه السيولة، فمن المعروف أن البنك المركزي يمنح تلك السيولة لآجال قصيرة بينما يقتضي تمويل هذه المشروعات آجال طويلة أو متوسطة الأجل ومن ثم فسوف تكون هناك قيودا

¹- شوقي بورقية، " إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، ص. 8، تاريخ الإطلاع 2012/02/25، عن الموقع: <http://ierc.kau.edu.Sa/Pages-Hiwarat-32-03.aspx>.

²- عبد الملك منصور المصبيعي، " الصكوك"، مرجع سبق ذكره، ص. 32-33.

تتعلق باسترداد البنك المركزي لأمواله، وفي هذا الصدد يمكن للصكوك الاستثمارية القابلة للتداول أن تشكل البديل الملائم، فالمصارف الإسلامية تستطيع أن تبيع الصكوك التي بحوزتها للبنك المركزي عند حاجتها للسيولة بدلا من عرضها مباشرة في الأسواق الثانوية وذلك لئلا تحدث انخفاضا في أسعار هذه الأوراق نتيجة زيادة المعروض منها فيشترىها البنك المركزي، ومن ثم يمكن إعادة بيعها في الأسواق المالية مباشرة أو فيما بعد¹.

ثانيا: استخدام الصكوك الاستثمارية في عمليات السوق المقترحة للبنوك المركزية:

يمكن لصكوك الاستثمار أن تكون بديلا للسندات الحكومية الربوية المتعامل بها في الأسواق النقدية كأدوات للتحكم في حجم المعروض النقدي، ومن أمثلة هذه الصكوك: صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، ويقوم البنك المركزي بعمليات بيع وشراء يومية للصكوك لتحقيق الأهداف النقدية قصيرة الأجل²، وبناء على الحالة الاقتصادية يتخذ البنك المركزي القرار الملائم، فإذا كانت كمية النقود الموجودة في الاقتصاد أكثر مما تتطلبه حاجة المعاملات والخدمات بحيث يؤدي ذلك إذا استمر إلى خط التضخم فإنه يقوم بإصدار صكوك استثمارية لتمويل مشاريع حكومية وامتصاص الكتلة النقدية في آن واحد، أما إذا كانت كمية النقود المتوفرة أقل مما يلزم لتلبية حاجة المعاملات والخدمات بحيث يمكن أن يؤدي ذلك إذا استمر إلى حدوث حالة انكماش اقتصادي، فإن السلطات النقدية تقوم باسترداد الصكوك بشرائها³.

خلاصة الفصل:

¹ - عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره، ص. 9.

² - العديد من المراجع أهمها:

- حسين علي يوسف بني هاني، " السياسة النقدية في الإسلام " ، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، مركز الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 1989، ص. 112 - 113.

- أسامة عبد الحليم الجورية ، مرجع سبق ذكره، ص. 165.

- زاهرة بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص. 172 - 174.

³ - حسين علي يوسف بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص. 101.

تعتبر تقنية التصكيك أهم إنتاجات الهندسة المالية الإسلامية، وتحكم هذه التقنية عدة ضوابط أهمها أن التصكيك يكون لموجودات مشروع في حد ذاته، حيث يتم من خلال هذه التقنية تجميع الأموال لتمويل مشروع يحقق قيمة مضافة ويراعى فيه مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي، وعليه تبرز أهمية التصكيك على المستوى الكلي في تمويل المشاريع المختلفة خاصة وعامة، ومعالجة التضخم بأسلوب فعال من خلال جذب المدخرات، أما على المستوى الجزئي فهي أداة جيدة لتفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال زيادة نشاطه بإضافة أدوات مالية جديدة، ومؤسسات مالية وزيادة كفاءته في توجيه المدخرات على النحو الأفضل. من ناحية أخرى، يعتبر آلية فعالة لإدارة السيولة على مستوى المصارف الإسلامية، وقد أثبتت هذه التقنية أهميتها مع زيادة بؤر التوتر في النظام المالي الرأسمالي وظهور أزمة الرهن العقاري حيث أكدت هذه الأزمة على عدم قدرة منتجات الهندسة المالية التقليدية على تقادي الأزمات، بل هي مجرد حلول آلية تتبعها انهيارات على المدى البعيد، وفي خضم هذه المتغيرات العالمية تأكدت مكانة الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها وتحرك قوى النظام الرأسمالي لإتباع قواعد الاقتصاد الإسلامي.

الفصل الثالث

الفصل الثالث:

واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

تمهيد:

المبحث الأول: واقع الصكوك عالميا وحجم إصدارها في أسواق الأوراق المالية.

- **المطلب الأول:** حجم الإصدار العالمي للصكوك والقطاعات والمشاريع الممولة.
- **المطلب الثاني:** حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع والعملة.
- **المطلب الثالث:** حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب الجهة والبلد.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

- **المطلب الأول:** لمحة عن سوق الأوراق المالية الماليزي.
- **المطلب الثاني:** معلومات عامة عن سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا.
- **المطلب الثالث:** النظام القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا ودور الهيئة الشرعية.

المبحث الثالث: تطورات مكانة سوق الصكوك من سوق الأوراق المالية الإسلامية

الماليزي

- **المطلب الأول:** نظرة تاريخية لسوق الصكوك الماليزي وتطور نشاطه.
- **المطلب الثاني:** التطور النوعي للصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي.
- **المطلب الثالث:** أهمية سوق الصكوك من سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وعوامل نجاح التجربة الماليزية في الصكوك.

خلاصة الفصل.

تمهيد:

تأخذ الصناعة المالية الإسلامية حيزا كبيرا من اهتمامات المستثمرين المسلمين والتقليديين على المستوى العالمي خاصة بعد أواخر أزمات النظام الرأسمالي، حيث أثبتت هذه الصناعة قدرة كبيرة على مواجهة الأزمات، ويعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أهم مركز مالي لنشاط هذه الصناعة، فهو يقدم نمط جديدا للاستثمار المالي مقارنة بالتقليدي، وهو جزء وعنصر من سوق الأوراق المالية الماليزي، الذي يقدم خدمات مالية للمتعاملين وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، التي يسهر على تطبيقها الهيئة الشرعية التي أسست لجنة استشارية مختصة لرفع ثقة المستثمرين وصياغة أدوات مالية شرعية جديدة بما يكفل تطوير هذا السوق.

هذا ويعد سوق الصكوك الماليزي من أهم مكونات السوق الإسلامي الماليزي للأوراق المالية، الذي يحتوي على أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية ألا وهي الصكوك التي من دون شك سيكون لنجاح هذه الأدوات وملاءمتها الأثر البالغ على تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية.

ولتوضيح انعكاس نشاط سوق الصكوك على سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي تم إعداد هذا

الفصل الذي قسم إلى:

المبحث الأول: واقع الصكوك عالميا وحجم إصدارها في أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

المبحث الثالث: تطورات مكانة سوق الصكوك في سوق الأوراق الماليزي.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

المبحث الأول: واقع الصكوك عالميا وحجم إصدارها في أسواق الأوراق المالية

يعتبر التصكيك تقنية حديثة على مسائل الفقه الإسلامي والتي استدعت إليها التطورات العالمية التي استوجبت قيام مجتمعات فقهية واجتماعات للتطير لهذه التقنية لتطبيقها بشكل منظم، حيث أنه وأمام الاضطرابات التي تسود الأنظمة المالية الوضعية، أصبحت منتجات الهندسة المالية الإسلامية المرشح الأول لاجتذاب مختلف أصناف المستثمرين على المستوى العالمي.

المطلب الأول: حجم الإصدار العالمي للصكوك والقطاعات والمشاريع الممولة

التصكيك تقنية يخضع تطبيقها لمبادئ الشريعة الإسلامية كونها أداة لتمويل حقوق الملكية في مشروع اقتصادي يحقق المنفعة الاقتصادية للمجتمع وعلى هذا الأساس تعتبر وسيلة مناسبة لتمويل مختلف أنواع الأنشطة الاقتصادية وإثارة اهتمام عدد كبير من المستثمرين.

الفرع الأول: حجم الإصدار العالمي للصكوك وتزايد أهميتها

شهد سوق الصكوك قبولا واسعا من طرف المستثمرين منذ البدايات حيث نمت الإصدارات بوتيرة مستمرة ومتواصلة لتصبح الوسيلة التمويلية المفضلة عن السندات أحيانا كثيرة.

أولا: تطور إصدارات الصكوك الإسلامية

شهد سوق الصكوك رواجاً واسعاً منذ انطلاقه ، حيث زادت إصدارات الصكوك بمقدار أربعة أضعاف من 7.2 مليار دولار سنة 2004 إلى 27 مليار دولار في عام 2006 هذا ولم يتجاوز إصدار الصكوك سنة 2005 مقدار 11 مليار دولار ليقفز في العام التالي 2006 إلى 26 مليار دولار وبهذا يحقق حجم الإصدار معدل نمو قدر ب 154%، ليصل حجم الإصدار إلى أعلى قيمة له لم يسبق أن وصلها سنة 2007 حينما لامس سقف 47 مليار دولار أي نمو بمعدل 70% قبل الأزمة التي أثرت على

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الصناعة المالية الإسلامية حيث شهد العام 2008 تراجعاً في إصدارات الصكوك بعد أعوام من النمو الهائل وذلك بسبب الضائقة الائتمانية وانخفاض حجم السيولة التي دفعت بالمستثمرين إلى الابتعاد عن الاستثمار في أسواق الدخل الثابت ومن بينها سوق الصكوك، حيث انخفضت حصة إصدارات الصكوك بنسبة 54.5% عام 2008 محققة 17 مليار دولار، وقد أظهرت الصكوك قدرة ثبات في مواجهة الأزمة وتحقيقها لعائدات مجزية وصلت خلال الأزمة إلى 7% وهي معدلات يمكن اعتبارها كبيرة بالمقارنة مع أية أداة مالية أخرى في ظل الأزمة لتحقق نمو خلال عام 2009 حيث قدر حجم الإصدار العالمي بحوالي 32 مليار دولار.

وبعد استعادة العافية سنة 2009، يعد عام الانتعاش لسوق الصكوك حيث نمت الإصدار بـ 114% للربع الأول 2010 عن الربع الأول 2009 ويصل حجم الإصدار العالمي للصكوك إلى 49.181 مليار دولار ويسجل عام 2011 أفضل أداء لسوق الصكوك، ليبلغ حجم الإصدار العالمي سقف 85 مليار دولار في حدث لأول مرة¹.

هذا وقد اعتبرت الصكوك عنصراً مهماً في أسواق رأس المال الإسلامية وتأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم مباشرة، حيث ساهمت عام 2011 بنسبة 14% من مجموع الأصول المالية الإسلامية العالمية².

¹ -Zawya ,”Sukuk Quaterly Bulletin: Q1, Q2, Q3, Q4, 2011” , on 08/03/2011 , Form the websites:

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=H110405111559

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=L1110711081140

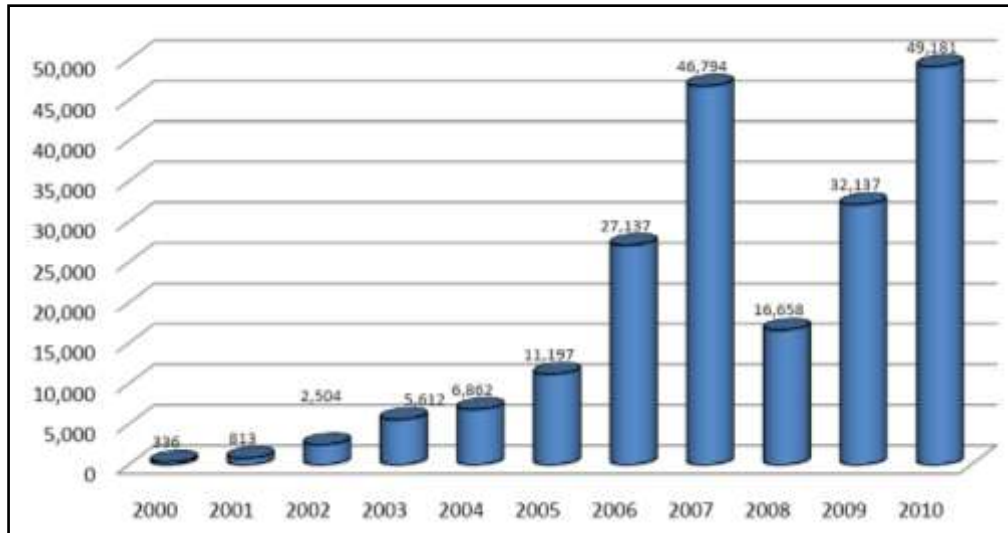
http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=M11005092348

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=U120228075648

² - " 162 تريليون دولار تروات الأغنياء في 2015"، تقرير شركة بنك للأبحاث، جريدة الرأي العدد 11919، 2012/02/18.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الشكل رقم (3-1): قيم إصدارات الصكوك عالميا- 2001-2010 (مليون دولار)



Source: Different references:

-“Issuance of sukuk in GCC and Globaly through 2010 and 2011 1st Q”, A special report by research and analysis unit of Boubyan Bank, p.5.

-“Islamic Finance”, Financial markets series, the city U K Islamic Finance ,May 2011 report, p.6,on20/03/2012, from the website:

Sta.uwi.edu/conferences/11/finance/documents/the cityUK Islamic banking 2011.pdf.

ثانيا: تزايد أهمية الصكوك

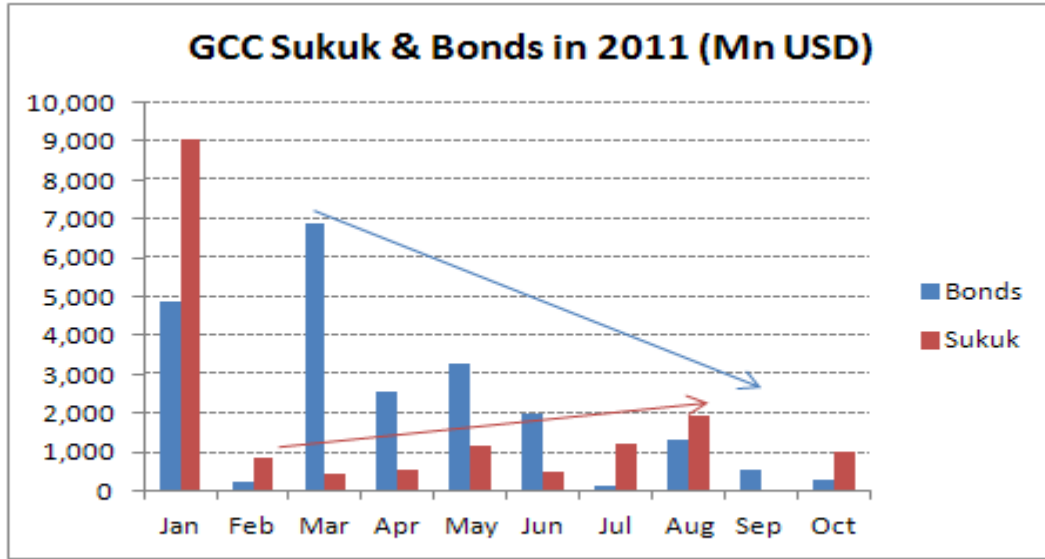
استفاد سوق الصكوك ويستمر في الاستفادة من تقلب الأسعار في أسواق السندات ومن أزمة الدين

في منطقة اليورو، في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث استطاعت الصكوك أن تفوق إصدارتها

السندات عام 2011 وذلك في دول مجلس التعاون الخليجي.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الشكل رقم (3-2): صكوك دول مجلس التعاون الخليجي والسندات في 2011. (مليون دولار)



Includes bonds and sukuk with tenor of one year and above

Source: Adnan Halawi, "Sukuk gain where the bonds lose in a month of firsts", on 09/03/2012, from the website:

<http://www.zawya.com/story.cfm/Sid ZAWYA201111010525/Bonds-los-is-Sukuk-gain>.

وقد شهد نفس العام في تطور غير مسبوق، قيام وكالة الأنباء العالمية تومسون رويترز ببناء أول مؤشر مرجعي في العالم لمتوسط العوائد المتوقعة من عمليات التمويل الإسلامي الذي يهدف إلى إعطاء مؤشر واف وموضوعي عن متوسط العوائد المتوقعة من عمليات التمويل القصيرة الأجل بين المصارف والتي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية والفروع الإسلامية من المصارف التقليدية، وذلك لتوفير بديل ضروري وموثوق به من أجل تسعير أدوات التمويل الإسلامية بدل أسعار الفائدة الربوية المستخدمة في التمويل التقليدي. تعتبر هذه الخطوة نقطة تحول مهمة في مرحلة تطور أسواق الأوراق المالية الإسلامية لأنها تقدم مؤشرا مرجعيا عالميا لعمليات التمويل الإسلامية¹.

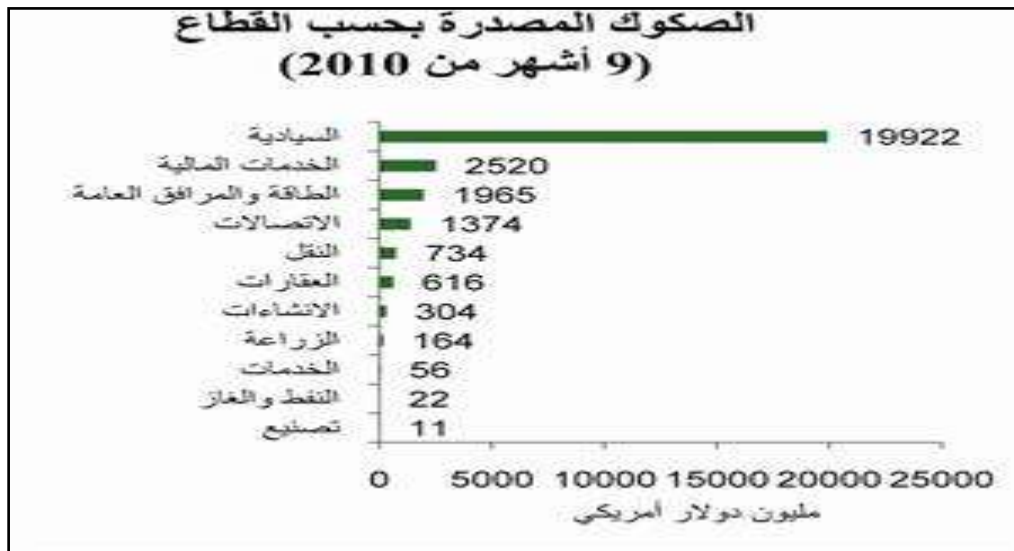
¹-عدنان الحلاوي، " اتجاهات الصكوك العالمية، صكوك أقل كلفة وأكثر وفرة عام 2011"، تاريخ الاطلاع 2011/03/09، عن الموقع: <http://www.zawya.com/story.cfm?id=Zawya20111209150942&pagename=sukuk.Monitor&=000000111212>

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الفرع الثاني: القطاعات الممولة من عمليات الإصدار

شهدت التسعة أشهر الأولى لعام 2010 استحواذ الصكوك السيادية على حصة الأسد من حجم الإصدار الكلي بحوالي 77.3% وجاء قطاع الخدمات المالية في المرتبة الثانية بنسبة 9.8% بينما جاء قطاع الطاقة والمرافق العامة في المرتبة الثالثة بنسبة 7.6%، أما قطاع الاتصالات، النقل، العقارات الإنشاءات، الزراعة، الخدمات، النفط والغاز والتصنيع، فقد شكلت في مجموعها نسبة 5.3% لتمويل مشاريع البنية التحتية، أما الربع الأخير من عام 2010 فقد انتهى بالترتيب التالي: الصكوك السيادية المرتبة الأولى بقيمة 11.630 مليار دولار، الخدمات المالية بـ 2.661 مليار دولار، قطاع البناء بقيمة 2.133 مليار دولار، قطاع النقل بـ 0.531 مليار دولار، قطاع النفط والغازات بـ 0.230 مليار دولار الخدمات 0.222 مليار دولار، العقارات 0.33 مليار دولار، وأخيرا قطاع الزراعة بـ 13 مليار دولار.

الشكل رقم (3-3): إصدار الصكوك عالميا بحسب القطاع 9 أشهر 2010. (مليون دولار)



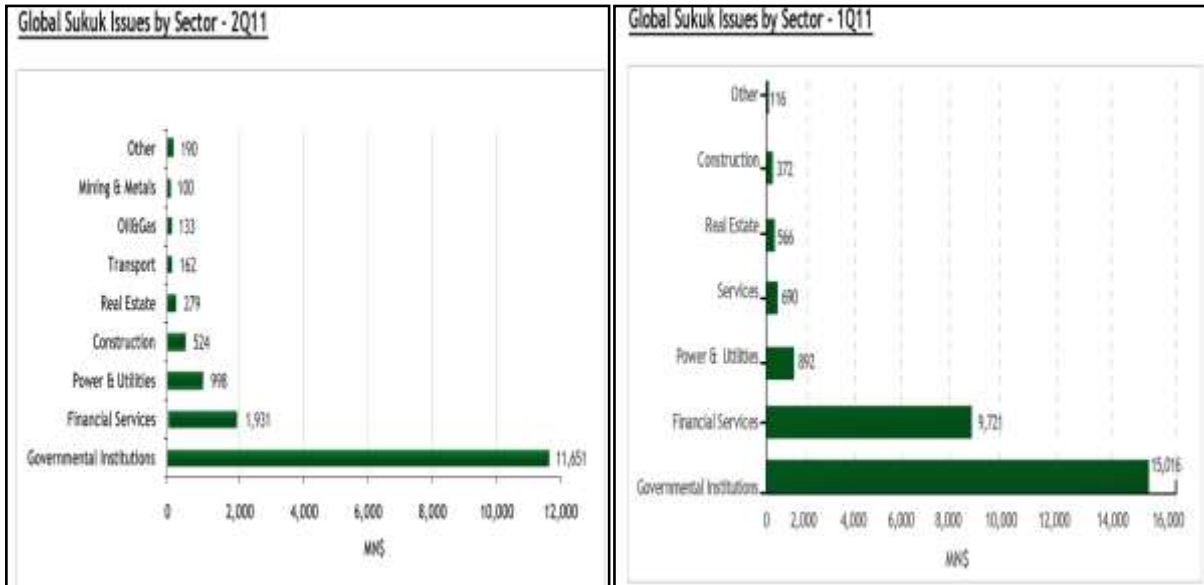
المصدر: "9.52 مليارات دولار قيمة أكبر 10 صفقات للصكوك بنهاية الربع الثالث"، تقرير شركة بتيك للأبحاث، جريدة الأنباء الكويتية، 22

ديسمبر 2010.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

أما السدادي الأول لعام 2011، فقد كان توجيه الأموال بحسب الترتيب التالي: الصكوك السيادية بـ 26.667 مليار دولار، قطاع الخدمات المالية بـ 11.652 مليار دولار، قطاع الطاقة والمرافق بـ 1.890 مليار دولار، قطاع البناء بـ 0.896 مليار دولار، قطاع العقارات بـ 0.865 مليار دولار، الخدمات بـ 0.690 مليار دولار، قطاع الغاز والنفط بـ 0.133 مليار دولار قطاع النقل بـ 0.162 مليار دولار، قطاع المعادن والتعدين بـ 0.100 مليار دولار، وقطاعات أخرى تم توجيه أموال لها بقيمة 0.206 مليار دولار.

الشكل رقم (3-4): الإصدار العالمي للصكوك قطاعيا -الربع الأول والثاني 2011-. (مليون دولار)



Source: Zawya,” Zawya Sukuk Bulletin: Q1, Q2. 2011”, on 08/03/2011, From the websites:

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=H110405111559

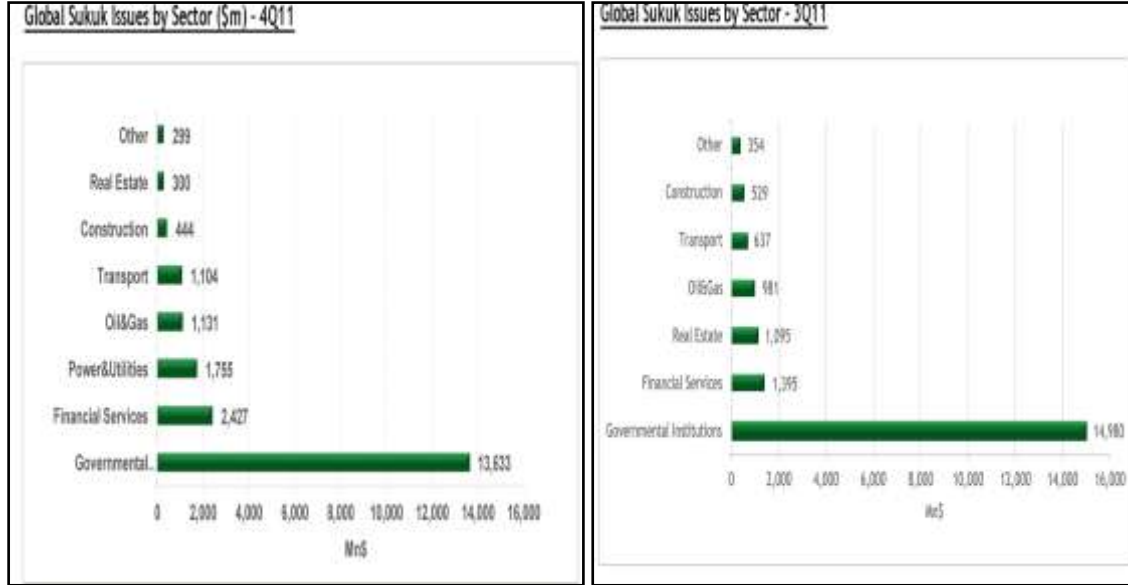
http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=L110711081140

هذا وقد حافظت الصكوك السيادية على المرتبة الأولى خلال السداسي الثاني لعام 2011 بقيمة حجم إصدار قدرت بحوالي 28 مليار دولار، يليها قطاع الخدمات المالية بقيمة 3.822 مليار دولار، قطاع الغاز والنفط بقيمة 2.112 مليار دولار، قطاع النقل 1.741 مليار دولار وقبله قطاع الطاقة والمرافق

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

العامه بتقدير 1.755 مليار دولار، بعدها قطاع العقارات بقيمة 1.395 مليار دولار وأخيرا قطاع البناء بقيمة 0.973 مليار دولار.

الشكل رقم(3-5): الإصدار العالمي للصكوك قطاعيا -الربع الثالث والرابع 2011-(مليون دولار)



Source: Zawya, " SuKuk Quaterly Bulletin:Q3,Q4 .2011", on 08/03/2011, From the websites:

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue= M11005092348

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=U120228075648

المطلب الثاني: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع والعملة

تعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، وقد شهدت نموا استثنائيا في السنوات الأخيرة من حيث حجم إصداراتها، سواء من ناحية نوع الصكوك أو من ناحية العملة المصدرة بها.

الفرع الأول: حجم إصدار الصكوك عالميا بحسب النوع

رغم تنوع المنتجات الإسلامية وقابلية معظمها للتصكيك والتداول، إلا إن عملية الإصدار كانت أغلبيتها متمركزة ضمن نوعين من منتجات الصناعة المالية الإسلامية لها صكوك المشاركة والإجارة.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

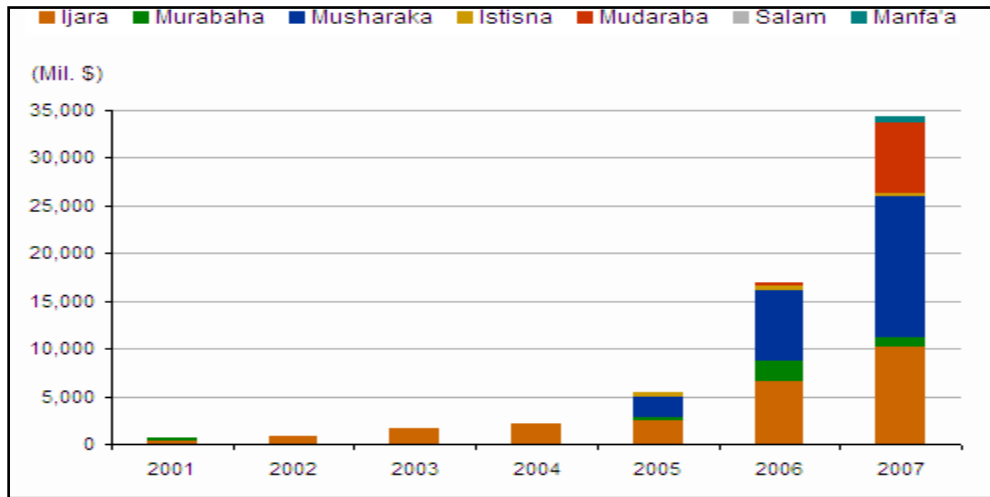
أولاً: حجم الإصدار العالمي للصكوك في الفترة (2001-2009)

1- إصدارات الصكوك خلال (2001-2007):

شكلت صكوك المشاركة المصدر الأساسي من حيث القيمة، كما شكلت صكوك الإجارة أعلى عدد في هذه الفترة، مقارنة بالمرابحة التي تصدرت القيمة والعدد في السنوات السابقة لهذه المرحلة¹. كذلك ارتفع عدد الصكوك من 109 عام 2006م إلى 119 عام 2007م، حيث أنه في هذه الفترة بلغ حجم إصدار صكوك المشاركة 12.9 مليار دولار تلتها مباشرة صكوك الإجارة بقيمة 10.13 مليار دولار، بينما جاءت صكوك الإجارة في المقدمة للصفقات المصدرة من حيث العدد بـ 54 إصدار بينما صكوك المشاركة بـ 22 إصدار².

ويمكن إجمال المعلومات السالفة الذكر، والمتمثلة في حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع الفترة(2001-2007)، في الشكل البياني الموضح كالاتي:

شكل رقم (3-6): حجم إصدار الصكوك العالمية بحسب النوع - 2001-2007-(مليون دولار)



Source: Mutlaq H.Al-Morished , "Faith and finance ", **Sukuk Summit**, London, 25-26 June 2008, p.12.

¹-إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية، " إخفاق بعض إصدارات الصكوك : الأسباب والآثار"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة ، 24-25 ماي 2010، ص. 5.

²-عبد القادر خداوي مصطفى وبزيرية أمحمد، مرجع سبق ذكره، ص. 10.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

من خلال الشكل البياني نستنتج أنه في عام 2007، قدرت نسبة إصدار الصكوك العالمية بحسب النوع بـ 75% لمنتجي الإجارة والمشاركة، أما النسبة الباقية فقد قسمت على المنتجات المالية الإسلامية الأخرى المتمثلة في المضاربة، المرابحة، الاستصناع، السلم، وفقا لهذا الترتيب.

II- إصدارات الصكوك بحسب النوع في 2008

أما في عام 2008 فقد تفاوتت حجم أنواع الصكوك المصدرة، حيث كانت الحصة السوقية لخمسة هياكل من الصكوك المتمثلة في الإجارة، المضاربة، المشاركة، المرابحة، والاستثمار حوالي 90% من قيمة الصكوك المصدرة، حيث شهدت صكوك المرابحة ارتفاعا بلغت نسبته 59.3% من مستواها البالغ 512.3 مليون دولار في عام 2007، لتصل إلى 816 مليون دولار في عام 2008.

كانت صكوك المشاركة هي أعلى الصكوك قيمة في عام 2007، لكنها انخفضت بأكثر من 83% لتصل إلى حوالي 2.1 مليار دولار في عام 2008، حيث بلغت نسبتها 17.2%، أما صكوك المضاربة فقد شهدت انخفاض قدر بنسبة 68.6%، وصكوك الإجارة انخفضت بنسبة 5.5%. وقد شهدت هيكله صكوك الإجارة انتعاشا في عام 2008م، لتشكل أكثر من 50% من إجمالي الإصدارات.

جدول رقم(3-1): نسب الإصدار العالمي للصكوك بحسب النوع عام 2008(%)

نوع الصك	النسبة المئوية %
صكوك الاجارة	45,30%
صكوك المشاركة	17,20%
صكوك الوكالة	12,20%
صكوك المرابحة	5,40%
صكوك الاستصناع	5,40%
صكوك المضاربة	4,50%
صكوك السلم	1%

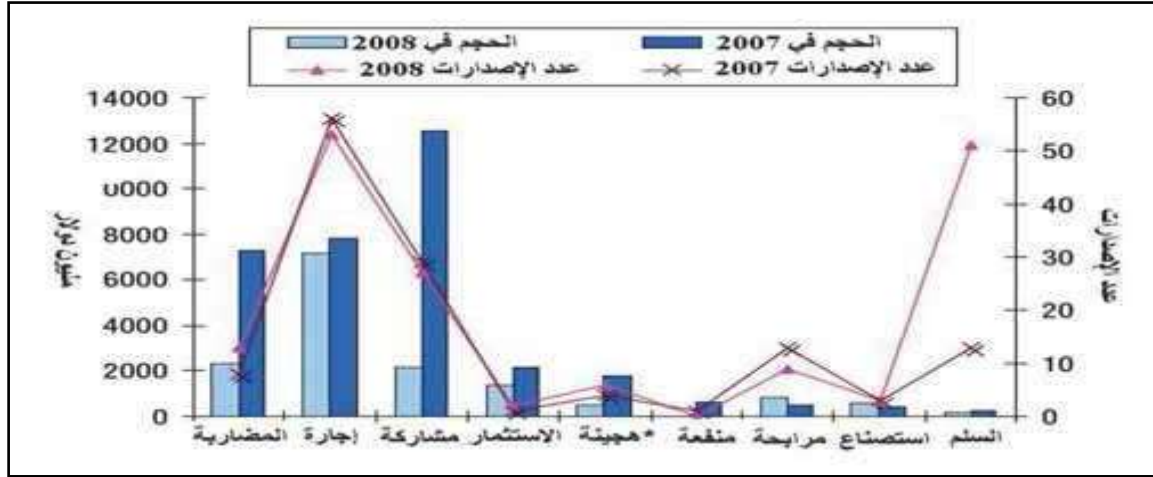
Source: Mohamed salisu and others, "Islamic Finance: opportunities and challenges", research bulletin, report of Gulfone investment Bank, 2008, p.7.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

أما عن تطور إصدارات الصكوك العالمية حسب النوع خلال الفترة من 2007 إلى 2008 فهي

موضحة في الشكل الآتي:

شكل رقم (3-7) حجم إصدارات الصكوك بحسب النوع-2007-2008-(مليون دولار)



المصدر: " الصكوك والصناديق الاستثمارية"، سلسلة حصاد إنجازات الصناعة المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI)، 2009، ص. 68.

III- إصدارات الصكوك بحسب النوع في 2009:

تميزت الفترة ما بين سنتي 2008 و2009 بقبول منتشر على هيكل صكوك الإجارة مما أدى إلى هيمنته في هذه الفترة. حيث كانت اندونيسيا صاحبة أكبر إصدار للصكوك في العالم خلال الربع

الأول من 2009 وحجمه 474مليون دولار كان أكثرها متمركزا في هيكل الإجارة.

ومن هنا يظهر بشكل واضح أن هيكل الاختيار في سوق الصكوك الإسلامية العالمية كان متجها نحو صكوك الإجارة حتى عام 2005، أما في سنتين 2006 و2007 لا حظنا أن صكوك المشاركة والمضاربة احتلتا مكانا هاما وأعلى في هيكل إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع¹، ثم عادت

¹ -Ijlal Ahmed Alvi, "Islamic Finance ", **A paradigm Shift in Africa**, Cowne plaza Hotel, Nairobi, Kenya, 28th-29th March 2011, p.9.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الصدارة لصكوك الإجارة خلال الفترة (2008، 2009)، وكان حجم الإصدار المتعلق بالصكوك العالمية

بحسب النوع خلال كل هذه الفترة كما هو ممثل في الجدول الآتي:

جدول رقم (2-3): حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع -2009-

Types of Sukuk	No. of Issues	Value (US\$ million)	% of Total Value
Ijarah	39	15,964	44%
Musharakah	18	7,726	22%
Mudarabah	6	4,725	13%
Islamic Exchangeable Bond	9	6,34	18%
Hybrid	3	487	1%
Murabaha	2	340	1%
Wakala or Investment	1	325	1%
Total	78	35,907	100%

Source: "Sukuk report", comprehensive study of the international sukuk market, Repert of International Islamic Financial market, p.27, on 11/03/2012, from the website:

. Institute Français de Finance islamique. FR/Docs/Files/14_IIFM_SUKUK_report_1st_Edition.pdf <http://www>

ثانيا: حجم إصدار الصكوك العالمية بحسب النوع خلال (2010م-2011)

أ- حجم الإصدار في سنة 2010:

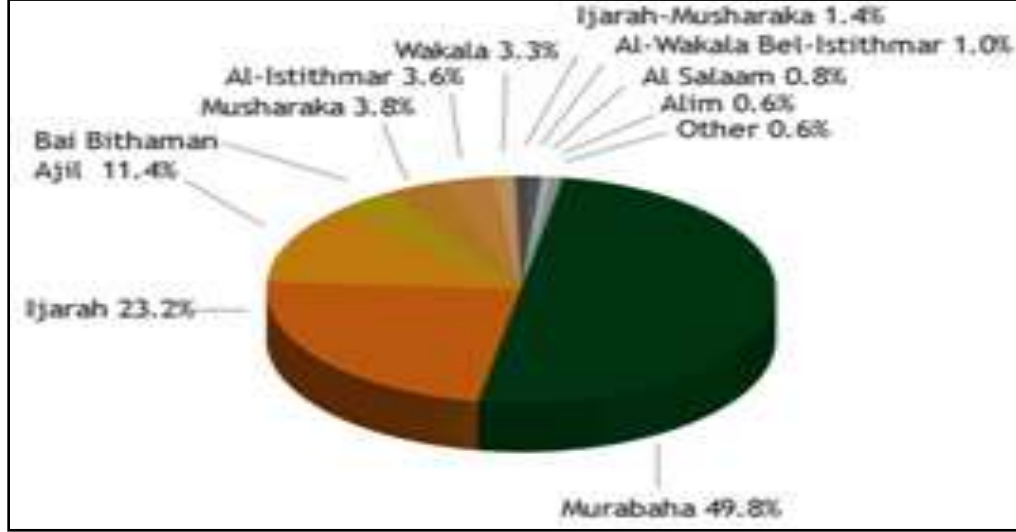
عند مراجعة التقارير السنوية حول حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب النوع نجد أن هيكلية صكوك الإجارة كانت المسيطرة من حيث حجم الإصدار العالمي بالمقارنة مع الأنواع الأخرى وذلك منذ سنة 2008 إلى 2009، لكن خلال سنة 2010 نجد أن الصدارة كانت لهيكلية صكوك المرابحة وذلك بنسبة 49.8%، تليها مباشرة صكوك الإجارة بنسبة 23.2% من حجم الإصدار الكلي، ثم تأتي بعد ذلك الأنواع الأخرى من الصكوك بنسب متفاوتة، والملاحظ هنا هو تراجع هيكلية صكوك المشاركة التي كانت تشكل القاعدة طيلة الفترة الممتدة من 2005م حتى بداية سنة 2008م.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

حيث قدرت نسبتها في سنة 2010 بحوالي 4% من إجمالي الإصدار العالمي، وهنا يمكن تبيان كل

النسب المتعلقة بأنواع الصكوك في الشكل الموالي:

شكل رقم (3-8): حجم إصدارات الصكوك بحسب النوع-2010-(%)



Source: Muzaffar Hisham, “the Future of Islamic finance”, Islamic financial intelligence summit, Maybank Islamic, Malaysia, 15th November 2011, p.14.

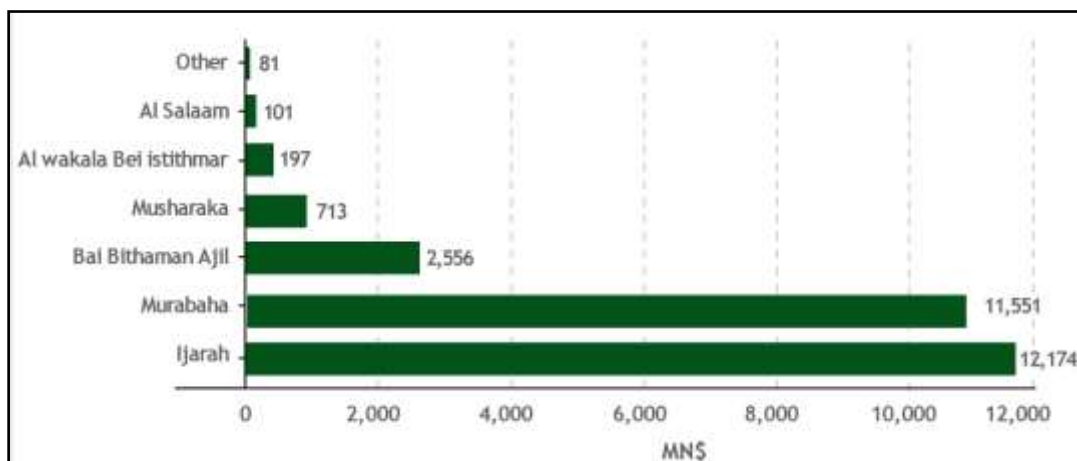
II- حجم الإصدار بحسب النوع في عام 2011:

1- النصف الأول: 2011

شهد سوق الصكوك العالمي تغيرات جذرية في حجم إصدارات الصكوك بحسب النوع، حيث كان لصكوك المرابحة السيطرة على قمة هرم هياكل الصكوك وعرفت صكوك الإجارة تراجعاً طفيفاً في عام 2010، لكن التغير الجذري كان من نصيب هيكل صكوك المشاركة التي شهدت تراجعاً كبيراً منذ عام 2010 حتى النصف الأول من عام 2011 وكل هذا موضح في الشكل الآتي:

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

شكل رقم (3-9): حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب النوع:- النصف الأول 2011-(مليون دولار)



Source: Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin": Q1,Q2. 2011",p.1,on 08/03/2012, from the website:

http://www.zawya.com/newsletter_bulletin/sukuk_qb_issue_09_1Q11-3.pdf.

من خلال الشكل نلاحظ عودة صكوك الإجارة إلى قمة هرم الإصدار العالمي بقيمة 12.000 مليون

دولار، تليها مباشرة صكوك المرابحة بقيمة 11.551 مليون دولار، بينما بلغت قيمة صكوك المشاركة

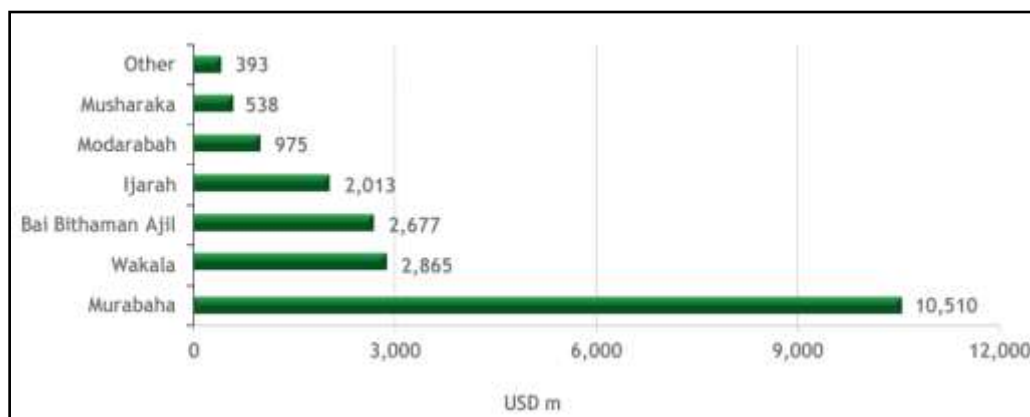
حوالي 713 مليون دولار، ثم يليها بعد ذلك باقي أنواع الصكوك بقيم مختلفة.

2- النصف الثاني (2011)

خلال الربع الأول من النصف الثاني لسنة 2011 شهدت صكوك الإجارة تراجعاً في حجم الإصدار،

وكانت الأفضلية هيكلية صكوك المرابحة وهذا ما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم (3-10): حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب النوع خلال -3Q2011-(مليون دولار)



Source: Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue 11-3Q 11",p.1,on08/03/2012, From the website:

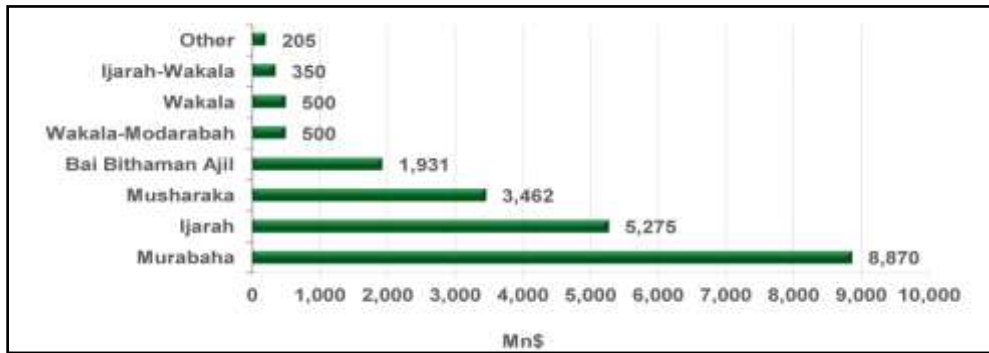
http://www.zawya.com/view_pdf_story.CFM/Sidpdf_051011090615/IOK1.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

من خلال الشكل السابق، نلاحظ بأن صكوك المرابحة تصدرت هيكله الصكوك بقيمة 10.510 مليون دولار، أما الإجارة فقد انخفضت قيمتها لتصبح حوالي 2.013 مليون دولار تلتها صكوك المضاربة والمشاركة بقيمة 975 و538 مليون دولار على الترتيب.

وبمراجعة الربع الأخير من هذا العام (2011)، نلاحظ أنه مازالت الأفضلية لصكوك المرابحة بقيمة 8.870 مليون دولار وتلتها مباشرة صكوك الإجارة حيث ارتفعت قيمتها مجددا لتصل إلى حوالي 5.275 مليون دولار، أما المشاركة كذلك ارتفعت قيمتها التي قدرت بحوالي 3.462 مليون دولار، وتلتها بعد ذلك باقي أنواع الصكوك بقيم مختلفة ومتفاوتة القيم كما هو موضح في الشكل الموالي:

شكل رقم (3-11): حجم الإصدار للصكوك بحسب النوع-4Q2011-(مليون دولار)



Source: Zawya, “Sukuk quarterly Bulletin:issue12-4Q 11”, p.1, on 08/03/2012, from the website:

http://www.zawya.com/story.CFM/SiD pdf_280212080125.

الفرع الثاني: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب العملة

تعددت إصدارات الصكوك العالمية، بتعدد جهات الإصدار بمختلف دول العالم، وهذا الاختلاف نتج عنه تنوع عملات الصكوك في الأسواق العالمية، وفيما يلي سنعرض أهم الإحصائيات المتعلقة بذلك.

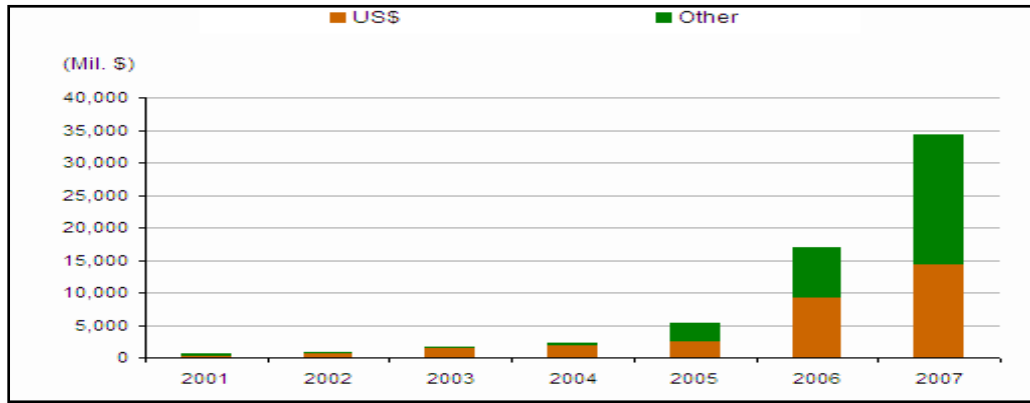
أولاً: حجم إصدار الصكوك بحسب العملة خلال (2001 – 2009)

أ- الفترة (2001-2007)

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

سيطر في هذه المرحلة الدولار الأمريكي على سوق الصكوك العلمية باعتباره العملة الرئيسية للإصدار، على الرغم من إسلامية وعروبة معظم الدول المصدرة للصكوك¹، وذلك بسبب الرغبة في تدويل هذه الأخيرة، والشكل المولي يوضح حجم إصدارات الصناعة المالية الإسلامية على المستوى الدولي بحسب العملات المقومة على أساسها:

شكل رقم (3-12): حجم الإصدارات العالمية بحسب العملة خلال (2001-2007)



Source: Mutlaq H.AL-Morished, op. cit, p.9.

وانطلاقاً من الشكل السابق نستخلص بأن الدولار الأمريكي هو العملة المفضلة من قبل مصدري الصكوك، حيث أنه بلغت نسبة الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي حوالي 40% من إجمالي الصكوك المصدرة في عام 2007، والنسبة الباقية قسمت على رينجيت الماليزي، الدرهم الإماراتي والريال السعودي...

II- إصدارات الصكوك العالمية بحسب العملات في عام 2008:

أعطت إصدارات الصكوك في عام 2008 قوة كبيرة لعملات الدول الإسلامية، وساهمت في الحد من سيطرة الدولار على مفاصل الحياة الاقتصادية في المنطقة الإسلامية والعربية بشكل خاص، حيث كانت نتائج إصدارات الصكوك في هذا العام كالآتي:

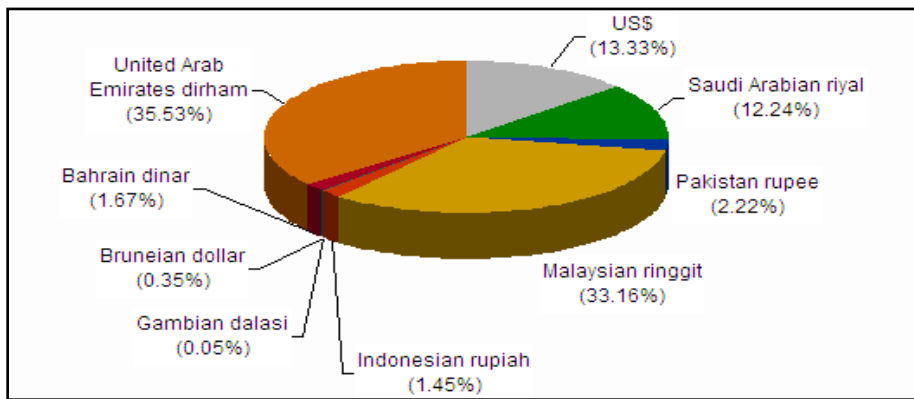
¹- إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية، " إخفاق إصدارات بعض الصكوك، الأسباب والآثار"، مرجع سبق ذكره، ص. 5.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

- فقد الدولار الأمريكي مكانته كخيار لإصدار الصكوك في عام 2008، حيث لم تتجاوز إصدارات الصكوك بالدولار 15% فقط من قيمة الصكوك الصادرة في هذا العام.

- شكلت إصدارات الصكوك بالدرهم الإماراتي الرينغيت الماليزي 70% تقريبا من إصدارات الصكوك في هذا العام مقومة بمختلف العملات في الشكل الموالي:

شكل رقم (3-13): نسب إصدارات الصكوك الدولية بحسب العملة في 2008



Source: "Sukuk Market continues to Grow Despite Gloomy Global Market conditions", ratings direct, report of standard and proor's, 9 september 2008, p.7, on 13/03/2012, Form the website:

www.assaif.org/content/download/1715/44438/File/S&P_sukuk_Report.pdf

III-إصدارات الصكوك بحسب العملة(2009)

وفقا للتقارير المسجلة بخصوص حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب العملة لسنة 2009، يمكن إجمال أهم الإحصائيات الربع سنوية كالتالي:

- خلال الربع الأول من العام 2009م، كانت الصكوك العالمية المصدرة بعملة الرينغيت الماليزي الأعلى قيمة وهذا ما تبينه النشرة الربع السنوية للصكوك العالمية.

يمكن القول بأن الرينغيت الماليزي تصدر هرم الإصدارات بقيمة 980 مليون دولار، تلتها الإصدارات بعملة الروبية الاندونيسية بقيمة 539 مليون دولار، ثم خصصت قيمة 192 مليون دولار لعملة الروبية

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الباكستانية، أما الدينار البحريني والدلاسي القامبي، فقدرت قيمة إصداراتها على التوالي 88 مليون دولار، 39 مليون دولار¹.

- أما خلال الربع الثاني من سنة 2009م فزاد حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية بالرينغيت الماليزي والدولار الأمريكي، حيث زاد حجم الإصدار العالمي للصكوك المقومة بالرينغيت الماليزي ليصل إلى 3.178 مليون دولار أي نسبة 69.16% عن الربع الأول، أما الدولار الأمريكي بقيمة 1.400 مليون دولار. لكن تراجع قيمة الصكوك المقومة بالروبية الأندونيسية لتصل إلى 291 مليون دولار، كما قدر حجم إصدارات الصكوك بالريال السعودي حوالي 200 مليون دولار، فيما قدرت أحجام إصدارات الصكوك بالدينار البحريني، الدولار البروناي ودلاسي القامبي بالترتيب كما يلي: (114، 90، 8) مليون دولار².

- وفقا لتقرير النشرة الربع سنوية، تم إجمال المعلومات المتعلقة بحجم الإصدارات العالمية للصكوك العالمية للصكوك المقومة بالعملة خلال الربع الثالث من العام 2009 والتي تميزت بارتفاع حجم الإصدارات من الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي لتصل إلى 2.750 مليون دولار أي نسبة 49.09% عن الربع السابق، تلتها الصكوك المقومة بالريال السعودي بقيمة 1.867 مليون دولار، في حين انخفضت قيمة الصكوك المقومة بالرينغيت الماليزي لتصل إلى حوالي 840 مليون دولار أي انخفاض بنسبة 73.56% عن الربع السابق، في حين قدرت قيمة الدينار البحريني، الروبية الباكستانية، الروبية الأندونيسية والدلاسي القامبي على الترتيب ب(525-173-16-5) مليون دولار³.

وفي الأخير جمعت إحصائيات الربع الأخير من سنة 2009م، لحجم إصدارات الصكوك المقومة بالعملة العالمية في الشكل الموالي:

¹ - Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue1-1Q 09", p.1, on08/03/2012, from the website:

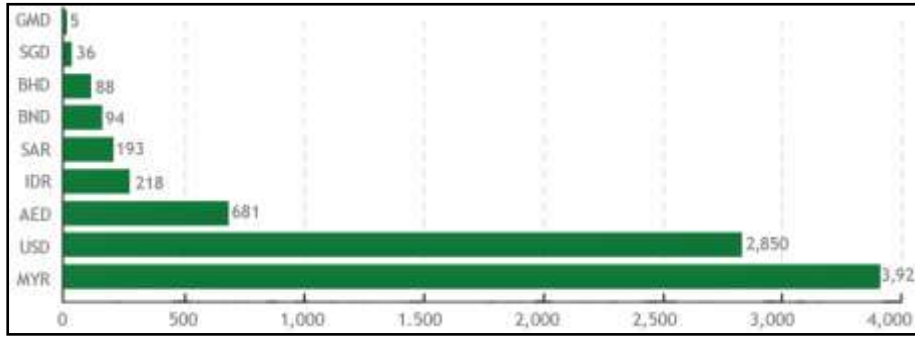
www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm? Issue=D090409012027.

² - Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue2-2Q 09", p.1, on08/03/2012, from the website: www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm? Issue=C090630095215.

³ - Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue3-3Q 09", p.1, on08/03/2012, from the website: www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm? Issue= V091001061123.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

شكل رقم (3-14): حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب العملة- 4Q-2009 (مليون دولار)



Source: Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue4-4Q 09", p.1, on10/03/2012, from the website:

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm? Issue= H100107012306

كانت حصيلة الربع الأخير من سنة 2009 لإجمالي الصكوك العالمية المقومة بالعملة المحلية للدول كما هي مبنية بالشكل السابق، حيث كانت الصدارة لإصدارات الصكوك المقومة بالرينغيت الماليزي بقيمة 3.921 مليون دولار أي بارتفاع نسبة 78.5% عن الربع السابق أما قيمة الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي قدرت بـ 2.850 مليون دولار أي بارتفاع طفيف نسبة 3.5% من الربع السابق تلتها إصدارات الصكوك المقومة بالدرهم الإماراتي والروبية الاندونوسية على الترتيب بـ 6.81 مليون دولار، و 218 مليون دولار، أما باقي الإصدارات من الصكوك فقد وزعت قيمتها على باقي عملات الدول الممثلة في الشكل السابق.

ثانياً: حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب العملة خلال الفترة (2010-2011)

حسب النشرة الخاصة بحجم إصدارات الصكوك العالمية الخاصة بسنتي 2010 و 2011، استطعنا استخلاص أهم المعلومات المتعلقة بإصدارات الصكوك المقومة بالعملة المحلية لبعض الدول فيما يلي:

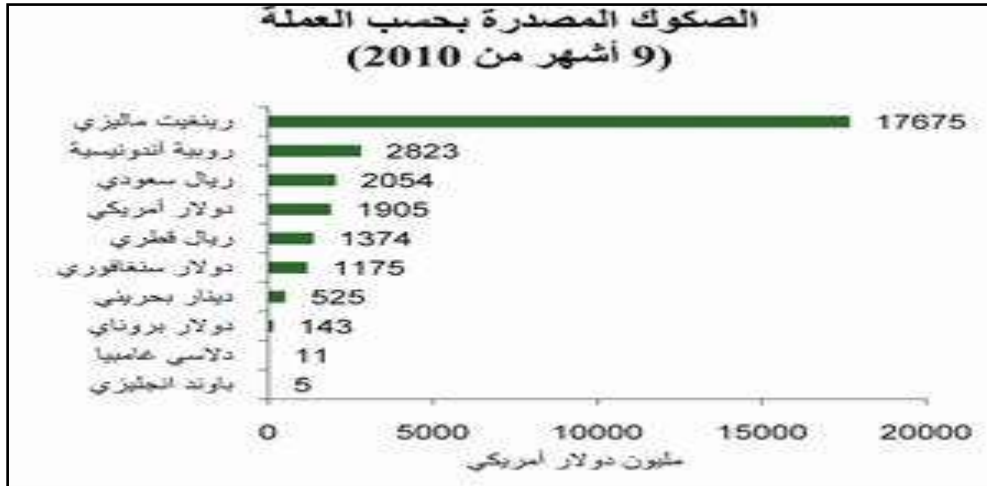
1- حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب العملات لعام 2010:

أشارت التقارير الخاصة بالصكوك خلال عام 2010، إلى أن أكبر الإصدارات بالعملة الدولية

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

كانت من نصيب الرينغيت الماليزي وذلك خلال 9 أشهر الأولى من 2010، ويوضح الشكل الموالي كل الإصدارات الخاصة بالصكوك كالآتي:

شكل رقم (3-15): حجم الإصدار العالمي بحسب العملات - 9 أشهر من 2010- (مليون دولار)



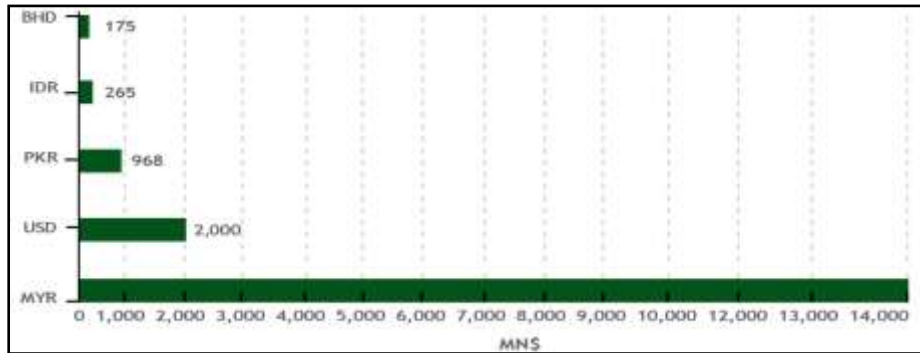
المصدر: " 9.52 مليارات دولار قيمة أكبر 10 صفقات للصكوك في نهاية الربع الثالث"، شركة بيتك للأبحاث، مرجع سبق ذكره.

نستنتج من الشكل بأن الرينغيت الماليزي احتل الصدارة من حيث حجم الإصدارات من الصكوك العالمية خلال 9 أشهر الأولى من سنة 2010 بقيمة 17675 مليون دولار، بينما قدرت قيمة الصكوك المقومة بالروبية الأندونيسية، الريال السعودي والدولار الأمريكي بهذا الترتيب بـ 2823 مليون دولار، 2053 مليون دولار، و1905 مليون دولار، تلتها بعد ذلك باقي الإصدارات من الصكوك المقومة بمختلف العملات كما هي موضحة في الشكل أعلاه.

أما بالنسبة للربع الأخير من هذا العام، فقد ارتفعت قيمة الصكوك المصدرة بالرينغيت الماليزي عن الربع السابق لتصل إلى حوالي 14.000 مليون دولار، بينما انخفضت الإصدارات المقومة بالدولار الأمريكي لتصبح مقدرة بـ 2000 مليون دولار، تلتها على الترتيب العملات التالية: الروبية الباكستانية بقيمة 968 مليون دولار، الروبية الأندونيسية بقيمة 265 مليون دولار وأخيرا الدينار البحريني بـ 175 مليون دولار وكل هذا موضح في الشكل الآتي:

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

شكل رقم (3-16): حجم الإصدارات العالمية للصكوك بحسب العملات خلال -4Q-2010 (مليون دولار)



Source: Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue8-4Q.2010", p.1, on08/03/2012, from the website: www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?Issue=R110111073846.

يتضح أنه زادت إصدارات الصكوك بالرينغيت الماليزي بحوالي 975 مليون دولار عن الربع الأخير من العام الماضي، كذلك بالنسبة للصكوك المصدرة بالريال القطري فقد وصلت قيمتها إلى حوالي 9.063 مليون دولار، أما الروبية الأندونيسية فقد ارتفعت إصدارات الصكوك المقومة بها عن الربع الأخير من عام 2010 لتصبح قيمتها 1.808 مليون دولار، بينما انخفضت إصدارات الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي بحوالي 1500 مليون دولار عن الربع الأخير من العام الماضي لتصل قيمتها إلى 500 مليون دولار خلال الربع الأول من سنة 2011¹.

أما خلال الربع الثاني من العام 2011 سجلت النشرة الفصلية المتعلقة بالصكوك العالمية المعلومات المتعلقة بالعملات التي أصدرت بها الصكوك

انخفاض حجم الإصدار العالمي للصكوك بالمقارنة بالربع الأول في نفس العام، فقد انخفضت قيمة الصكوك المصدرة بالرينغيت الماليزي. وأصبحت قيمتها 12.676 مليون دولار بعد أن كانت 14.975 مليون دولار، بينما ارتفع حجم الإصدار بالدولار الأمريكي ليصبح 1.650 مليون دولار بعد ما كان 500 مليون دولار فقط في الربع الأول من سنة 2011، وكانت الإصدارات بالدينار البحريني والروبية

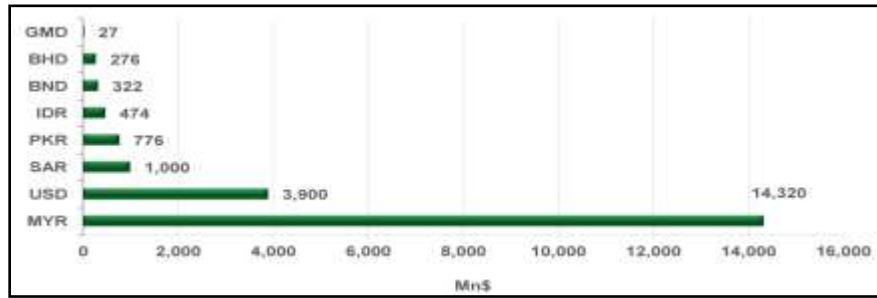
¹ - Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue9-1Q.2011", p.1, on08/03/2012, from the website: www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?Issue=H110405111559.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الباكستانية على التوالي 748 مليون دولار، و 540 مليون دولار، أما الروبية الأندونيسية فتراجعت قيمة الصكوك المصدرة بها في هذا الربع لتبلغ حوالي 352 مليون دولار و 4 مليون دولار للدلاسي القامبي¹.

ومن خلال بيانات الربع الثالث من سنة 2011 م، لا يزال الرينغيت الماليزي متصدرا هرم الإصدار بارتفاع قدرت قيمته بحوالي 2.120 مليون دولار عن الربع السابق من نفس العام، كما ارتفع حجم الإصدار بالدولار الأمريكي ليصبح بقيمة 2.865 مليون دولار، أما الدرهم الإماراتي والريال السعودي فقد قدرت قيمة الصكوك المصدرة بهما على الترتيب بـ 1.035 مليون دولار، و 747 مليون دولار، فيما قسمت باقي الإصدارات على باقي العملات كما هو موضح بالشكل أعلاه مع تراجع في قيمة الإصدارات بالدينار البحريني وغيرها من العملات². أما عن الإصدارات الخاصة بالربع الأخير من سنة 2011م فهي موضحة بالشكل كالاتي:

شكل رقم (3-17): حجم الإصدارات من الصكوك العالمية بحسب العملات خلال -4Q-2011-(مليون دولار)



Source: Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin: issue12-4Q11", on08/03/2012, from the website:

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm? Issue= V120228075648

ومن خلال إجراء التحليل لهذه البيانات نلاحظ أن هناك انخفاض طفيف في حجم إصدار الصكوك العالمية المقومة بالرينغيت الماليزي الذي قدر بـ 14.320 مليون دولار، وكذلك ارتفاع طفيف في حجم

¹ - Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue10-2Q11", p.1, on08/03/2012, from the website: www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm? Issue=L110711081140.

² - Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin:issue11-3Q11", p.1, on08/03/2012, from the website: www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm? Issue=M111005092348.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الصكوك المصدرة بالدولار الأمريكي والتي قدرت قيمتها بـ 3.900 مليون دولار، وكذلك ارتفاع طفيف في قيمة الإصدارات بباقي العملات كما هو مبين بالشكل السابق.

المطلب الثالث: حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب الجهة والبلد

اختلفت أحجام إصدارات الصكوك العالمية من فترة إلى أخرى، وذلك حسب الجهات المصدرة سواء أكانت حكومية أو خاصة، وكذا حسب البلدان المصدرة لها. لذلك ارتأينا تبيان المعلومات الخاصة بذلك من خلال الفرعين المواليين.

الفرع الأول: إصدارات الصكوك العالمية بحسب الجهة (المصدر)

فيما يلي سوف نتطرق لأهم مراحل إصدار الصكوك العالمية حسب المصدر أو الجهة المصدرة منها، وتقسم المراحل كالاتي:

أولاً: إصدارات الفترة (2001م-2009م)

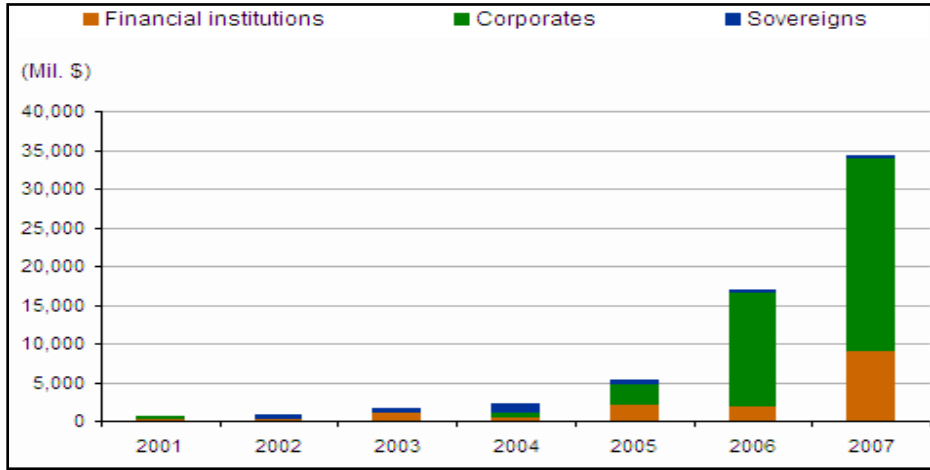
قسمت هذه المرحلة بدورها إلى مرحلتين أساسيتين كالاتي:

1- إصدارات الصكوك بحسب المصدر خلال الفترة (2001-2007)

كانت الشركات الخاصة في هذه المرحلة هل المساهم الأكبر في إصدار الصكوك، بالرغم من نشاط الإصدارات الحكومية كذلك، وكذا المؤسسات المالية الخاصة، ولتوضيح ذلك يمكن عرض المعلومات الخاصة بإصدارات الصكوك العالمية خلال هذه الفترة والجهات المصدرة لها في الشكل التالي:

شكل رقم (3-18): تطور إصدارات الصكوك بحسب المصدر خلال 2001-2007 (مليون دولار)

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا



Source: Different references:

“Sukuk Market continues to Grow despite Gloomy Global market conditions”, report of s&p, op. cit, p.8.

-Ijlal A. Alvi, “Next for a Global unified Sukuk market: Isey Challenges and role of iskamic Financial Institution”, report of international Islamic financial market, 5th September 2007,p.7, on 14/03/2012, form the website:

www.iifm.net/media/PDF/presentation/need-for-globl-Sukuk.pdf.

إن نمو سوق الصكوك الدولية يرجع بشكل أساسي إلى إصدارات الشركات، بما فيها المؤسسات المالية، وذلك لأن الشركات وجدت أن الصكوك هي البديل لتمويل أعمالهم ومشاريعهم، وكذلك تتوجه لها البنوك باعتبارها مصادر تمويل مستقرة تساعدهم على النمو والحد من المخاطر، ومن خلال الشكل نلاحظ أن كانت المؤسسات المالية والهيئات الحكومية ذات الصلة الأولى لإصدار الصكوك، وتمثل 58 % و 42% من إجمالي الإصدارات في عام 2003م، بعدها استلم قطاع الشركات زمام المبادرة في عام 2005، ومنذ ذلك الحين أصبح المساهم الأكبر في إصدارات الصكوك عالميا، وكذا في نمو سوق الصكوك إلى غاية 2007¹.

II - إصدارات الفترة (2008-2009):

بقيت الشركات تغذي نمو الصكوك في العالم خلال عام 2008، وكانت الإحصاءات كالتالي:

¹ -“ Sukuk Market continues to soar and diversify, held Aloft by huge Financing needs”, ratings direct, the report of standard and poor ‘s,11th march 2008, p.8, on 10/03/2012 , form the website: www.katakji.com/fiqh/file/markets/m_154.pdf.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

جدول رقم (3-3): حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب المصدر لعام 2008 (%)

النسبة المئوية%	الجهة المصدرة
86,40%	الشركات
7,50%	الحكومات
6,10%	المؤسسات المالية

Source : “ Sukuk market continues to Grow Despite Gloomy Global market conditions”, report of S& P, op. cit, p.8.

يشير الشكل أعلاه إلى أن الشركات أصدرت أكثر من 85% من الصكوك العالمية في النصف الأول من عام 2008، في حين أصدرت كل من الحكومات والمؤسسات المالية 7.5% و6.1% فقط على الترتيب. حتى الآن، كان الجزء الأكبر من الإصدارات في سوق الصكوك الدولية كانت من قبل الشركات الخاصة، وهذا ما بينه الجدول أدناه، حيث خصصت 56% من الإصدارات خلال عام 2008 وحتى النصف الأول من 2009 من قبل الشركات الخاصة المصدرة للصكوك، ومع ذلك يبدو أن الأمور عكست من بعد تلك المرحلة، فقد كان عدد الإصدار يقدر بـ 7 إصدارات فقط، ثلاثة منها كانت على شكل مساهمات من الكيانات الحكومية وإثنان من الكيانات شبة سيادية، أما الشركات فساهمت فقط بإصدارين، ويعود السبب في التوجه إلى الصكوك المصدرة من قبل الحكومات إلى أزمة الرهن العقاري، حيث أصبح توجه المستثمرين نحو الصكوك الحكومية الأكثر جودة وثقة.

ويبين الجدول التالي كل البيانات المتعلقة بجهات الإصدار خلال سنة 2008 حتى النصف الأول

من 2009:

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

جدول رقم (3-4): إصدارات الصكوك بحسب المصدر خلال -2008-النصف الأول(2009)-

	No. of Issues	Value (US\$ million)	% of Total Value
Sovereign	22	9,477	26%
Quasi-Sovereign	5	6,42	18%
Corporate	51	20,01	56%
total	78	35,907	100%

Source: "Sukuk report", the raport of IIfm, op.cit, p.28.

ثانيا: إصدارات الصكوك بحسب المصدر خلال (2010-2011)

ا-إصدارات عام 2010:

وفقا للدراسة التي أجرتها شركة بيتك للابحاث حول إصدارات الصكوك الدولية، وجدت أنه بحسب الجهة المصدرة للصكوك، فإن حوالي 77.3% من الجهات المصدرة في عام 2010 كانت كيانات سيادية وشبه سيادية، وذلك تماشيا مع المصلحة العامة للمستثمرين في العالم، التي شهدت تحولا في الأفضلية لإيجاد ملاذات تحوطية آمنة وإصدارات ذات جودة عالية، وجاءت بعد ذلك الإصدارات الدولية للصكوك من نصيب المؤسسات المالية والشركات الخاصة الأخرى بحوالي 20.7%، خصصت 9.8% منها للمؤسسات المالية والباقي للشركات الخاصة، ولتوضيح ذلك أكثر أنجزنا الجدول الآتي:

جدول رقم (3-5): حجم إصدارات الصكوك العالمية بحسب المصدر خلال سنة 2010(%)

النسبة المئوية%	الجهة المصدرة
77,30%	كيانات سيادية وشبه سيادية
9,80%	المؤسسات المالية
10,90%	الشركات الخاصة

المصدر: " 9.52 مليارات دولار قيمة أكبر 10 صفقات للصكوك نهاية الربع الثالث"، شركة بيتك للابحاث، مرجع سبق ذكره.

وتم تقسيم البيانات الخاصة بإصدارات الصكوك الدولية إلى نشرات ربع سنوية كما يلي:

1-الربع الأول: (1Q2011)

سجلت النشرة الربع سنوية للصكوك الدولية المعلومات الخاصة بمصدري الصكوك والتي توضح بأن 95% من الصكوك في سوق الصكوك الدولية كانت من نصيب الكيانات السيادية والشبه سيادية، و5% فقط خصصت لشركات الخاصة¹.

2-الربع الثاني(2000-2011)

بالمقارنة مع بيانات الربع السابق من نفس العام نلاحظ بأن نسبة الصكوك المصدرة من قبل الشركات ارتفعت لتصل إلى 16 %، بينما انخفضت الصكوك المصدرة من قبل الكيانات السيادية من 90% إلى 79%، وبالرغم من هذا الانخفاض إلا أنها لا تزال متصدرة قمة الإصدارات الدولية من الصكوك².

3-الربع الثالث(2011-3Q)

سجلت قيمة الإصدارات من الصكوك من قبل الكيانات الحكومية والشركات الخاصة انخفاضا طفيفا، بنسبة 4% و1% (على الترتيب) لتصل نسبة كل منهما 75% و15%، في حين وصلت نسبة الصكوك المصدرة من الكيانات شبه السيادية إلى 10% بينما كانت 5% في الربع الثاني من نفس العام، وقد شكلت الإصدارات السيادية والشبه سيادية الجزء الأكبر من الإصدارات الدولية للصكوك³.

4-الربع الرابع(2011-4Q)

¹ -Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin : issue 9-1Q 11", op . cit, p.1.

² - Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin : issue 10-2Q 11", op . cit, p.1.

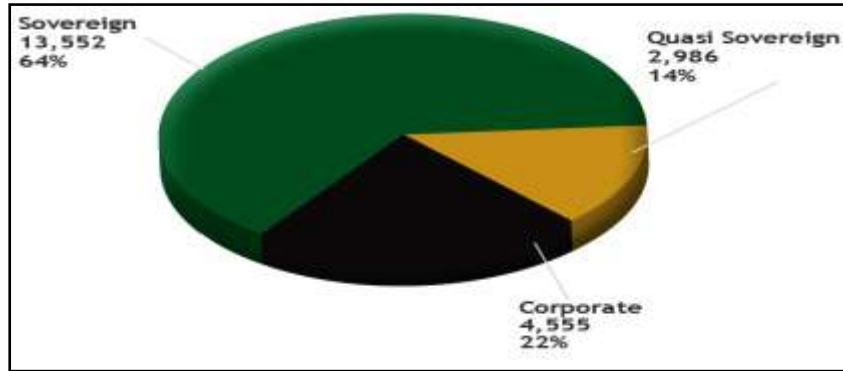
³ -Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin : issue 11-3Q20 11", op . cit, p.1.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

وأخيرا سجل الربع الأخير من هذا العام المعلومات المتعلقة بالصكوك الدولية بحسب جهة الإصدار

كالآتي:

شكل رقم (3-19): حجم الإصدارات العالمية للصكوك بحسب المصدر خلال 4Q-2011- (%)



Source: Zawya, "Sukuk quarterly Bulletin : issue 9-1Q 11", op . cit, p.1.

والملاحظ هنا هو بقاء الجهات السيادية في الصدارة بالرغم من انخفاض حجم الإصدار المتعلق بها ليصل إلى ما نسبته 64%، في حين ارتفع حجم الإصدار من الصكوك الشبه السيادية والمصدرة من قبل الشركات الخاصة، لتصل نسبتها على التوالي 14% و 22%.

الفرع الثاني: من حيث البلد

تشهد أدوات الاستثمار الإسلامي في أسواق الأوراق المالية انتشارا واسعا لا يقتصر على الدول الإسلامية فحسب، حيث أصبح الاستثمار المنسجم مع الشريعة الإسلامية متاحا للمسلم ولغير المسلم.

أولا: الفترة (2000-2006)

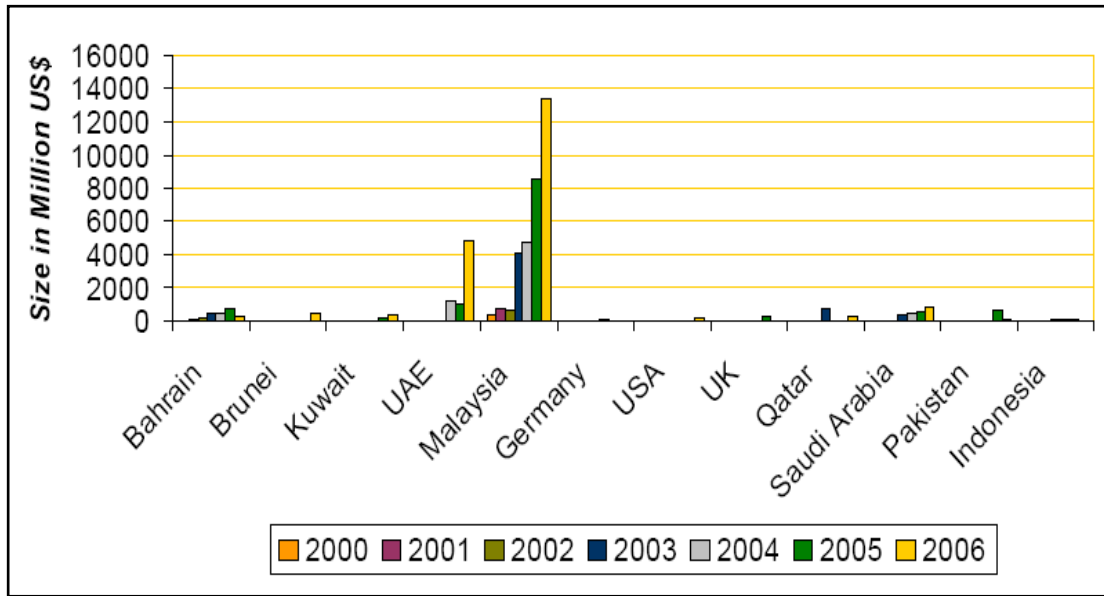
شهدت هذه الفترة احتلال ماليزيا المرتبة الأولى بحجم إصدار قدر بحوالي 31.8 مليار دولار أما المرتبة الثانية فقد كانت للإمارات العربية المتحدة، بقيمة 6.7 مليار دولار، واحتلت البحرين المرتبة الثالثة بقيمة إصدار قدرت بحوالي 1.45 مليار دولار، لتأتي بعدها السعودية لتبلغ حجم إصداراتها قيمة 1.4

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

مليار دولار، أما قطر بقيمة إصدار 0.9 مليار دولار احتلت المرتبة الخامسة، ثم باكستان بمبلغ 0.5 مليار دولار ثم بروني بمبلغ 0.4 مليار دولار، بعدها بريطانيا بقيمة 0.3 مليار دولار، الولايات المتحدة الأمريكية بقيمة 0.2 مليار دولار، اندونيسيا بـ 1.5 مليار دولار، ألمانيا مليار دولار.

الشكل رقم (3-20): حجم الإصدار العالمي للصكوك بحسب البلد للفترة 2000-2006، نوفمبر 2006 (مليون

دولار)



Source: IJlal A.Alvi, “Review on several sukuk products issued world wide”, II FM presentation ,the international Islamic Financial Market, 2006, p.6,on16/03/2012,from the website:

www.kantakji.com/fiqh/files/markets/f130.pdf

ثانيا: الفترة (2007-2008)

حافظت ماليزيا على المرتبة الأولى لعامي 2007 و2008 بحجم إصدار (الإصدارات الجديدة) وصلت قيمته 18.833 مليار دولار، الإمارات بقيمة إصدار 16.007 مليار دولار، السعودية 7.589 مليار دولار، البحرين 1.785 مليار دولار الكويت بـ 1.025 مليار دولار باكستان بـ 1 مليار دولار

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

اندونيسيا 755 مليون دولار، قطر بـ 600 مليون دولار بروناي 374 مليون دولار¹.

ثالثا: الفترة (2009-2011)

جدول رقم (3-6): الحجم الكلي لإصدارات الصكوك بحسب الدول في 2009-2010-2011

2011	2010	2009	البلد
58846	40755	36419	ماليزيا
3096	3088	1698	اندونيسيا
4085	913	3331	الإمارات
1908	968	365	باكستان
-	-	600	USA
9278	-	-	قطر
432	-	-	الكويت
2764	3004	3110	السعودية
2551	7	1477	البحرين
16	8	3	غامبيا
-	8	90	بروني
-	100	-	تركيا
-	100	-	اليابان
-	10	-	بريطانيا
19	-	-	اليمن

Source: Form the preparation of the students Based on:

-Zawya,” Sukuk quarterly Bulletin:Q1,Q2,Q3,Q4. 2010, Q1,Q2,Q3,Q4. 2011”,on 08/03/2012, From the websites:

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue= L100401064641.

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue= F100701091540.

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue= V101001101517.

¹-العديد من المراجع أهمها :

-هناك محمد هلال الحنيطي، مرجع سبق ذكره، ص 16.

-عبد الحلیم أسامة الجورية، مرجع سبق ذكره، ص 110.

-Mouhammed Salisu and others, “Islamic Finance oppertunnitties and challenges”, Research Bulletin,report of Gulfone investement Bank, December 2008, p8.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue= R110111073846.

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=H110405111559.

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue= L110711001140.

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=M11005092348.

http://www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_sukuk_bulletin.cfm? Issue=U/20228075648.

يبين الجدول والنتائج الانتشار الواسع للصكوك واهتمام مختلف الدول بها مع استمرار ماليزيا

بالهيمنة على حجم الإصدار لتكون أكبر مركز مالي عالمي للصكوك.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

لا يختلف مفهوم سوق الأوراق المالية في ماليزيا عن المفهوم الشائع لسوق الأوراق المالية بصفة

عامة، فسوق الأوراق المالية في ماليزيا يتكون من سوق أوراق مالية تقليدية وسوق أوراق مالية إسلامية

تحكمه هيئة الأوراق المالية الماليزية بتنظيم وتوجيه كل المعاملات التي تجري به.

المطلب الأول: لمحة عن سوق الأوراق المالية الماليزي

في هذا الصدد سنتعرف على بؤادر ظهور سوق الأوراق المالية الماليزية والأقسام التي يتكون

منها وكذا الهيئات المتدخلة في المعاملات المالية في السوق.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزي

بدأ التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في عام 1930، عندما تم تأسيس جمعية الوساطة المالية في

سنغافورة، كأول جمعية رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، بدأت أول منظمة رسمية لتداول

الأوراق المالية في ماليزيا عندما أنشئت بورصة الملايين "Malayan" للتبادل في عام 1960¹. وتم تطوير

السوق تدريجياً، حيث تم تأسيس "the Capital issue Committee(CIC)" في عام 1968، للإشراف على

¹ -Wan Razazila Wan Abdullah and others, "the Evolution of the Islamic Capital Market in Malaysia",p.2, on 20/03/2012, from the website:

www.victoria.ac.nz/sacl/6ahic/publication/6ahic-75_final_paper.pdf.

الفصل الثالث واقع الصمود وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

إصدار الأسهم والأوراق المالية الأخرى من قبل الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المنظمة، بعد ذلك تم فصل سوق الأوراق المالية الماليزية إلى بورصة كوالالمبور

"(Kuala lumpa Stock Escchange(KLSE)) وبورصة سنغافورة (SES)¹.

إلا أن التطور الحقيقي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا كان في سنوات التسعينات لسد احتياجات القطاع العام، عن طريق إصدار الأوراق المالية الحكومية (MGS)، وكذا احتياجات القطاع الخاص من خلال إصدار الأوراق المالية من قبل الأفراد والشركات الخاصة (PDS)، والملاحظ خلال الفترة من 1980 إلى غاية 1990 هو زيادة في إصدارات القطاع الخاص في سوق الأوراق المالية الماليزية أكثر من القطاع العام².

وتطور سوق الأوراق المالية بماليزيا تطورا ملحوظا بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية و (KLSE) عام 1994، أما في 14 أبريل عام 2004م، تم تغيير اسم (KLSE) لبورصة ماليزيا (BERHAD) (BMB)، حيث أن سوق الأوراق المالية الماليزية تعمل على تبادل كامل متكامل، وتقدم مجموعة كاملة من الخدمات بما في ذلك التداول والمقاصة³.

والشكل الموالي يمثل البنية التنظيمية لسوق الأوراق المالية الماليزية، الذي يخضع في نهاية المطاف لوزارة المالية.

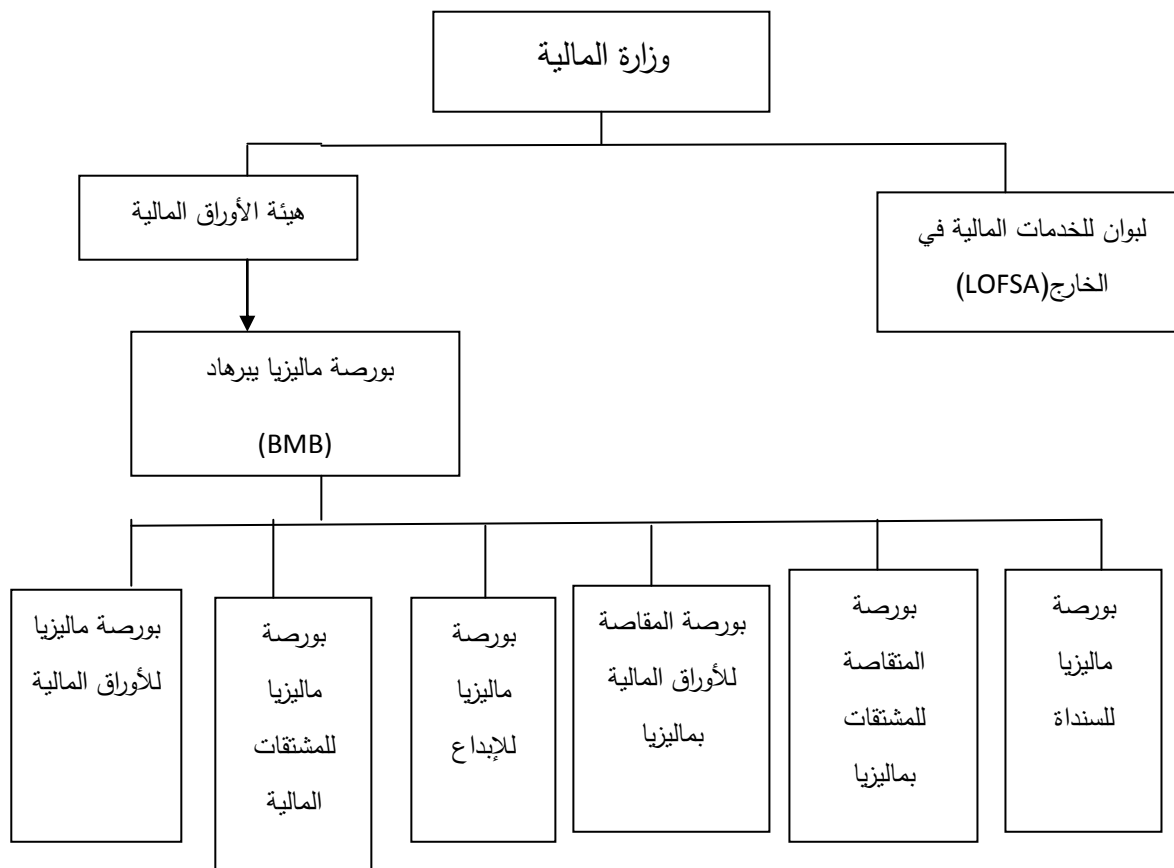
¹ -Rosylin Mohd. Yusof and Shabri Abd .Majid, "Stok market volatility transmission in Malaysia islamic versus conventional stock market", Islamic economic magazin, vol 20, no2, university of Malik Abd- Elaziz, Jada, 2007, p.21.

² -Ranjit Ajit Singhand, "development of the capital market in malaysia", at 10 research conference, 7-8 march 2002, p.4.

³ -wana Razazila wan Abdullah and others, op. cit, p.2.

الفصل الثالث واقع الصجوة وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

شكل رقم (3-21): الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية الماليزية



Source: Different references:

-Wan Razazila wan Addullah and others, “the evolution of the islamic capital market in Malaysia”, p.2, on 20/03/2012, from the website :

[www. Vectoria ac.nz/sacl/6ahic/publication /6ahic6758final8paper.pdf](http://www.Vectoria.ac.nz/sacl/6ahic/publication/6ahic6758final8paper.pdf).

-Wan Rizaidy Wan, “Regulating the Islamic capital market”, bursa Malaysia , p.17, on 20/03/2012, from the website:

www.Bursamalaysia.com/website/ bm/products_and_services/Islamic_capital_market/downloads/IMS_regulating_islamic_capital_market_wr.pdf.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي

يتكون سوق الأوراق المالية بماليزيا من ثلاثة أقسام رئيسي هي¹:

أولاً: سوق الملكية

في الإطار العام بماليزيا، كان سوق الملكية هو السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية كالأسهم، وشهادات صناديق الاستثمار، سواء كانت تقليدية أو إسلامية، والتي تخضع التعاملات بها لقانون الشركات لعام 1965 وقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1973 وغيرها من القوانين..

ثانياً: سوق السندات

سوق السندات في ماليزيا يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، ويتم إدارة لسوق وفقا للنظام التي تسجل فيه كافة الأمور المتعلقة بتعاملات السندات سواء أكانت السندات تقليدية أم إسلامية.

ويعتبر البنك المركزي مسؤولاً عن السوق الثانوية لتداول السندات في ماليزيا، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسؤولة كاملة عن السوق الأولية، وكان هناك تفاعل وتكامل بين الجهتين من أجل تطوير سوق السندات في ماليزيا بكفاءة عالية وفاعلية.

¹-العديد من المراجع أهمها:

نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص ص. 86-88.

-“Bond Market development thrusts”, on 20/03/2012, from the website :

<http://www.sc.com.my/index.asp?Pageid=262&access=menuid=351>.

-“dawn of renaissance: the Malaysian derivatives market”, p.2, on 20/03/2012, from the website:

[http://www.Bursamalaysia.com/website/bm/derivativer/down loads/bmd_annualrepost 2010.pdf](http://www.Bursamalaysia.com/website/bm/derivativer/down%20loads/bmd_annualrepost%202010.pdf)

-“derivatives berhad”, on 20/03/2012, from the website:

[www.Bursamalaysia.com/website/bm/derivatives/about -us/index.html](http://www.Bursamalaysia.com/website/bm/derivatives/about-us/index.html).

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

ثالثا: سوق المشتقات المالية

إن سوق المشتقات هي عبارة عن شركة تابعة ومملوكة لسوق الأوراق المالية الماليزية تعمل على الحفاظ على حسن تداول المشتقات المالية (العقود الآجلة، الخيارات...)، وهذا السوق يعمل تحت إشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية، كما يندرج ضمن اختصاص وزارة المالية في ماليزيا، مما يتيح للمستثمرين أمن التداول بسبب التنظيم المحكم والإشراف والرقابة المتوفرين في هذا السوق.

وفي 17 سبتمبر 2009 م، دخلت سوق الأوراق المالية الماليزية في شراكة إستراتيجية مع سوق الأوراق المالية بشيكاغو (CME)، بهدف تحسين فرص الحصول على عروض المشتقات المالية على الصعيد العالمي.

الفرع الثالث: الهيئات الرقابية لسوق الأوراق المالية الماليزي

يوجد هئتين تابعتين لسوق الأوراق المالية في ماليزيا هما:

أولا: هيئة الأوراق المالية الماليزية (Securities Commission of Malaysia (SCM)

تمثل هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الرقابية العليا في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وهي ترتبط مباشرة بوزارة المالية في ماليزيا حيث ترفع لها كل التقارير الخاصة بالمنتجات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية، حيث أسست هذه الهيئة بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية في 1 مارس 1993، وتمثل وظائفها الرئيسية فيما يلي¹:

- تنمية سوق الأوراق المالية الماليزية.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

- أكرم لال الدين وسعيد بوهراوة، " إدارة السيولة في المصارف الإسلامية، دراسة تحليلية نقدية"، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010م، ص. 15.

- محمد نور الدين غاد من، " تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، أوراق عمل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الفندق القاري بالرياض، 25 أكتوبر 2008، ص. 9.

-Wan Razazila wan Addullah and others, op. cit, p.3.

الفصل الثالث واقع الصبوح وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

- الإشراف على المبادلات وغرف المقاصة.

- منح التصريح والإشراف على جميع المصرح لهم.

- تنظيم كافة عمليات الاندماج بين الشركات.

- تنظيم جميع شؤون المنتجات المالية في سوق الأوراق المالية الماليزية، كما أنها أسست نظاما للمتاجرة

الإلكترونية (ETP) Electronic Trading Platform لسوق السندات الماليزي في 10 مارس 2008.

ثانيا: لابوان أوفشور للخدمات المالية الخارجية (LOFSA)

من المثير للاهتمام أن سوق الأوراق المالية الماليزية يمتلك أيضا سوق أوراق مالية في الخارج،

لابوان للخدمات المالية الخارجية (Labuan offshore Financial services Authority (LOFSA)

هو السلطة التي تنظم سوق الأوراق المالية في الخارج، ويساعده في ذلك الوكالة الدولية للأوراق المالية

(Labuan Financial Exchange (LFX)، وهي تابعة ومملوكة بالكامل لسوق الأوراق المالية الماليزية،

ويجري تبادل الأوراق المالية في (LFX) على شبكة الانترنت التي توفر قائمة كبيرة وواسعة من المنتجات

المالية، بما في ذلك المنتجات المالية الإسلامية¹.

¹ العديد من المراجع أهمها:

-Wan Razazila wan Abdullah and others, op. cit, p.3.

- “Offshore”, on 21/03/2012, from the website :

www.bursamalaysia.com/website/bm/products_and_services/offshore.html.

-“Kaka lumpur stock Exchange(KLSE)”, Annual report 2000, p.18, on 22/03/2012, from the website:

http:// bursa. Listed company.com /misc/ar2000.pdf.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

المطلب الثاني: معلومات عامة عن سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا

أضحى النظام المالي الإسلام في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور، وقد شهد نمو السوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا أبعاد دولية شملت إنشاء مجالس وهيئات مالية من أجل ضبط التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية محليا ودوليا.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا والإستراتيجية المتبعة لتطويره

بدأ النشاط الإسلامي في ماليزيا في فترة الستينات وذلك بإنشاء صندوق الحج الإسلامي لإدارة مدخرات المستثمرين لتوفير تكاليف الحج، ولكن الصيرفة الإسلامية كمؤسسات مالية ظهرت في عام 1983م، بغرض استثمار السيولة، فقد تم ابتكار نظاما للمصارف الإسلامية يعرف بـ "inter-bank" يتم بموجبه الايداع بين البنوك الإسلامية وبينها وبين البنك المركزي، أما فيما يخص سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، فهو يمتد على نحو متزامن مع سوق الأوراق المالية التقليدية الماليزية. والتطور الحقيقي الذي شهده سوق الأوراق المالية الإسلامية ف ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات، عندما قامت شركة " Shell MDS Sdm Bhd "، بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية لأول مرة للتداول

في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك العديد من الإصدارات للأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا¹. مع بداية تأسيس سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا، قامت وزارة المالية وهيئة الأوراق المالية الماليزية بتأسيس هيئة الرقابة الشرعية المشرفة على قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من أجل دراسة الأنشطة والمعاملات والمنتجات المالية، ومراقبة مدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

¹ -العديد من المراجع أهمها:

- زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص.220.
- نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 99-100.

-Wan Razazila wan Abdullah and others, op. cit, p.3.

- Raja teh maimunah, " **Malaysian success stories in islamic finance**", Global Islamic finance magazine, may2010,p.28.

-لاحم حمد الناصر، " السوق المالية الإسلامية في ماليزيا: التجربة والنجاح"، الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامية، تاريخ الإطلاع: 2012/03/22، عن الموقع :

www.Isegs.com/Forum/ archive/index.php/t-647.html

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

وفي إطار تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا، قررت الحكومة بناء حوافز ضريبية فيما يتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، كإعفاءات الضريبية على الأرباح الناتجة عن تلك الأوراق المالية، وكذلك الإعفاءات من رسوم الطابع الخاصة بوثائق الأصول المالية الإسلامية، وكل هذه السياسات ساهمت في التوسع بشكل كبير في سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا¹.

ابتداء من عام 2000، شهد سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية نموا واسعا في الإصدارات، والمنتجات المالية الإسلامية، أما في عام 2002 صدرت أول صكوك إسلامية عالمية في سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا، وكذلك في 2004م كان هناك معلم آخر عندما صدرت أو صكوك مقومة بالرينغيت الماليزي من قبل مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، التابعة للبنك الدولي، الامر الذي يعكس الاعتراف بماليزيا كمركز لسوق الأوراق المالية الإسلامية².

وفي فترة معينة من التنمية الإستراتيجية لسوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا، تم وضع خطة شاملة تتكون من المبادرات والرؤية الإستراتيجية والتوصيات الخاصة بذلك، من قبل الحكومة الماليزية، وكذلك تم وضع مبادئ ومعايير دولية من قبل المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية (IOSCO)، وهذا في سياق تعزيز أهمية تطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية، وتمثلت الخطة

الإستراتيجية التنموية لسوق الأوراق المالية الإسلامية فيما يلي³:

- إن خطة تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية بدأت في عام 2001، مع مجموعة من الأهداف واسعة النطاق، شملت مجموعة من الإستراتيجيات والمبادرات لتطوير السوق حتى تكون قادرة على المنافسة

¹ -Rika Nakagawa, "the evolution of Islamic finance in south east asia : the case of Malaysia", the journal of applied business research, vol. 25,n .1, january- February 2009, p.122.

² - Wan Razazila wan Abdullah and others, op. cit, p.9.

³ -العديد من المراجع أهمها:

- محمد نور الدين غاد من، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

- "Islamic capital market fact finding report", report of international organization of securities commissions, op.cit, p.4.

- Wan Razazila wan Abdullah and others, op. cit, pp.9-14.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الدولية، ومن بينها تسهيل وتطوير الخدمات والمنتجات المختلفة، وإنشاء سوق أوراق المالية الإسلامية مستقلة لتعبئة الصناديق الإسلامية على نحو فعال، وتطوير الإطار التنظيمي، ونظام المحاسبة والضرائب، وتعزيز الاعتراف الدولي بسوق الأوراق المالية الماليزية، وقد قامت الحكومة الماليزية بإدماج جميع هذه الأهداف في الخطة الخماسية الاقتصادية وفواتير ميزانية الفترة (2007-2010)

- أعلنت الحكومة الماليزية عن الخطة الخماسية الاقتصادية في مارس 2006 من قبل رئيس الوزراء الماليزي، حيث تغطي هذه الخطة الفترة من 2006م حتى عام 2010م، وهي خطة شاملة أعلنتها وحدة التخطيط الاقتصادي (EPU) "Economic Planing unit" من دائرة رئيس الوزراء ووزارة المالية الماليزية، التي قدمت توصيات من أجل جعل ماليزيا مركزا عالميا للمنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

- وتقدم ميزانية 2007 خطة عمل مهمة، من أجل الاستفادة من إمكانات هائلة لصناعة التمويل الإسلامي الماليزي، وهنا أعلنت الحكومة الماليزية عن سلسلة من الحوافز الضريبي لضمان التنفيذ السلس والفعال لسياسات واستراتيجيات تنمية السوق، هذه الحوافز شملت جميع قطاعات سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا (الصناديق الإسلامية، الصكوك، تجارة الأسهم..)

- كذلك تم تقديم حوافز ضريبية إضافية في ميزانية عام 2008م، 2009م، 2010م استهدف ذلك مشاركين جدد من أجل تعزيز الجهود الرامية إلى تنويع واستقطاب المزيد من المستثمرين الأجانب إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية المحلية بماليزيا، ويتم كذلك تقديم الحوافز ضريبية لجذب اللاعبين في مجال الصناعة.

وكان الهدف الأساسي كذلك هو ضمان تقدم ماليزيا بشكل كبير في تطوير الخدمات المالية الإسلامية، للتأثير على تأسيس شركات السمسرة للأوراق المالية الإسلامية، وهدفت بالطبع للوصول بسوق الأوراق

الفصل الثالث واقع الصيرورة وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

المالية الإسلامية المحلية إلى المستوى العالمي لتحثل مركزا دوليا وترقى إلى مزيد من الإنجازات والتطورات في وضعها المالي.

الفرع الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بمجموعة من الأدوات المالية الإسلامية التي تخضع للرقابة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتتمثل هذه الأدوات فيما يلي¹:

أولاً: الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة Shariah Compliant Dincorg Shares

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

وهناك عدد كبير من الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية، والتي تمكن المستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية. منذ بدء التعامل بالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تضاعف عددها على مدى 13 سنة من 470 في عام 1997 إلى 848 في نهاية عام 2009. وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

¹-العديد من المراجع أهمها:

-محمد نور الدين غادمن، مرجع سبق ذكره، ص.17.

- “Islamic market”, report of bursa Malaysia, p.5, on21/03/2012, from the website:

www.bursamalaysia.com/website/bm/resources/download/Islamic_market_brochure.pdf.

-Wan Rizaidy, “Regulating the Islamic capital market”, Bursa Malaysia, p.21 on 20/03/2012,from the website:

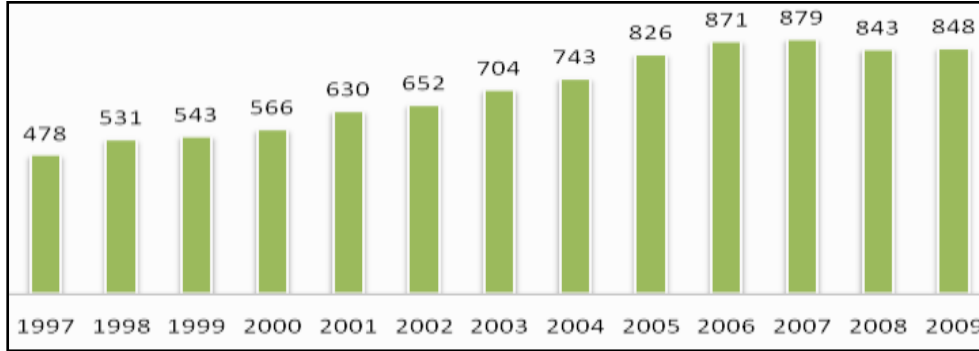
www.bursamalaysia.com/website/bm/products_and_services/Islamic_capital_market/downloads/IMS_regulating_Islamic_capital_market_wr.pdf.

-Wan Razazila wan Abdullah and others, op. cit, pp.18-22.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

شكل رقم (3-22): عدد الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في سوق الأوراق

المالية الماليزية (الفترة 1997-2009)



Source: Wan Razazila wan Abdullah and others, op. cit, p.19.

ثانيا: صناديق الاستثمار الإسلامية Islamic unit trust Funds

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

ثالثا: صناديق الاستثمار الإسلامية العقارية Islamic Real Estate investnt

يتم تعريف صندوق الاستثمار الإسلامي العقاري، بأنه أداة استثمار جماعي يتم من خلالها جمع الأموال من المستثمرين من اجل شراء، إدارة وبيع العقارات من خلال الصكوك المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والأدوات الأخرى لسوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا، وقد خلقت هذه الأداة سهولة تملك العقارات من طرف المستثمرين الدوليين من دون أية صعوبات مرتبطة بملكية تلك العقارات. تم إطلاق صندوق استثمار عقاري لأول مرة من قبل قطاع الرعاية الصحية، وقد شهدت صناديق الاستثمار العقاري الإسلامي في ماليزيا نموا كبيرا في الفترة الممتدة من 2007 إلى 2009.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

رابعاً: الصكوك الإسلامية "Islamic Bonds"

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

الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

المؤشر الإسلامي هو الذي يقيس أداء المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في بورصة الأوراق المالية بماليزيا، وقدم أول مؤشر للأسهم الإسلامية من قبل إدارة وحدة الائتمان ببيرهاد في سنة 1996. والمؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق الأوراق المالية سواء بالزيادة أو بالنقصان، ومن أجل تلبية الاهتمام المتزايد في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، تم إنشاء معايير تستهدف الاستثمارات القائمة على أساس إسلامي، اثنين من هذه المعايير هي¹: مؤشر داو جونز لسوق الأوراق المالية بماليزيا (DjIM) والمؤشر الشرعي لكوالا لمبور (KLSI)

أولاً: مؤشر داوجونز الإسلامي (Dow Jones Islamic Market Index (DjIM)

يعمل مؤشر داوجونز على أساس عالمي، أطلق في فيفري من عام 1999 من طرف شركة

¹ Different references:

-Dalia daud and others ,“ the Relationship between Islamic index and conventional index in bursa Malaysia, kuala lumpur”, research institute, university of technology development and commercialization mara 40450 shah alam, Malaysia, june 2006, pp.12-14.

- Wan Razazila wan Abdullah and others, op. cit, p.14.

-jasri zamal and others, “Islamic capital market and shariah screening in Malaysia”, international research symposium in service management, le merdeien hotel, maurituis 24-27 august 2010, p.7.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

داجونز، من أجل تقييم أداء الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية والمرخص لها من قبل هيئة الرقابة الشرعية.

ووفقا لنشرة داجونز للصناديق الإسلامية في 2004، فمؤشر داجونز الإسلامي يتعقب الأسهم الدولية المتوافقة ومبادئ الشريعة الإسلامية لأكثر من 34 بلد، ويغطي 10 قطاعات اقتصادية، منها قطاع الصناعة...

حاليا، فعائلة مؤشر داجونز الإسلامي تتكون من مجموعة واسعة من مؤشرات داجونز في مختلف أسواق الأوراق المالية الإسلامية، مثل مؤشر داجونز لسوق الأوراق المالية الماليزية، مؤتمر داجونز الإسلامي للمملكة المتحدة... إلى غير ذلك.

ثانيا: المؤشر الشرعي لكوالالمبور Kuala Lumpur Shariah Indesc (KLSI)

نتيجة التطور السريع لعمليات التمويل الإسلامي والمنتجات المالية الإسلامية، وخاصة في سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا، تم إطلاق مؤشر الشريعة لكوالالمبور (KLSI) في 17 أبريل 1999م، وذلك بنية تعقب أداء الأوراق المالية الإسلامية التي وافقت عليها هيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وهذا كله من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثمارات الشركات التي تقع أنشطتها في دائرة الحلال.

بعد ذلك أطلقت سلسلة المؤشرات الإسلامية العالمية FSTE من قبل مجموعة FSTE في أكتوبر 1999م، ثم استبدل بعد ذلك مؤشر الشريعة (KLSI) بمؤشر FBM الإسلامي (FTSE Bursa Malaysia) في 22 جانفي 2007 حيث أطلق هذا المؤشر من قبل سلسلة مؤشرات FTSE لسوق

الفصل الثالث واقع الصحو وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الأوراق المالية الماليزية¹.

خلاصة القول أن كل هذه المؤشرات، أطلقت من أجل توسيع نطاق مشاركة المستثمرين الذين يستثمرون في الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وكذلك من أجل تطوير أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا. وتحسين شفافية السوق، وتوفير مرجعية وأساس للاستثمارات والمنتجات المالية الإسلامية القابلة للتداول.

المطلب الثالث: النظام القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا ودور الهيئة الشرعية

أصدرت هيئة الأوراق المالية بماليزيا إرشادات مختلفة لتنظيم إصدارات الأوراق المالية التقليدية، وكذلك إرشادات خاصة بالأوراق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: النظام القانوني لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي

يخضع إصدار وتداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية بماليزيا لقواعد وضوابط قانونية كما جاء في ملحق التعليمات والإرشادات الخاص بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، والهدف الرئيسي من هذه الإرشادات هو توضيح جميع المعلومات للمستثمرين الخاصة بالأوراق المالية الإسلامية المصدرة وهذا من خلال هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تتبنى مبدأ الإظهار العام في جميع التقديمات للأوراق المالية الإسلامية، ومن جهة أخرى، فالأوراق المالية الإسلامية التي تصدر يتم تداولها في السوق الثانوي تحت إشراف البنك المركزي الماليزي².

¹ Different references:

- "FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah index", FTSE the index company, Factsheet, p.2, on 20/03/2012, from the website:

www.ftse.com/indices/FTSE_Bursa_Malaysia_index_series/downloads/FTSE_bursa_Malaysia_Hjrah_shariah Factsheet.pdf

- Wan Razazila wan Abdullah and others, op. cit, p14.

* - أنشئ البنك المركزي الماليزي (BNM) عام 1959، وظيفته الأساسية هي دعم الاستقرار النقدي والمالي والإشراف على نظام المدفوعات في البلاد، حيث ساهم على مر السنين في تنمية قطاع مالي شامل يتسم بالمرونة ويقدم خدمات مالية تقليدية وإسلامية.

¹ - محمد أكرم لال الدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، ص.1، تاريخ الإطلاع 2012/03/20، عن الموقع :

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

إذن، هناك جهة تشرف على إصدار الأوراق المالية الإسلامية، وهناك جهة أخرى تشرف على تسجيل الأوراق المالية الإسلامية وتداولها في السوق الثانوي.

بما أن هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC) هي الجهة المنفردة التي تنظم وترخص جميع إصدارات الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية، فهي تنشي وتندد بالالتزام بالمنظمات القانونية والإجراءات العامة، وفيما يخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية أقرت الهيئة بعض المتطلبات الإضافية المتمثلة في¹:

في عام 1996، أنشأت هيئة الأوراق المالية بماليزيا ما يسمى قسم سوق المال الإسلامي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمساندة ومعاونة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، ومن ضمن صلاحيات هذا القسم هو التأكد من جميع العروض والتقديمات (الإصدارات)، بالإضافة إلى ذلك يقر القسم بجميع الأمور المتعلقة بأحكام الشريعة الإسلامية خصوصا كل المعاملات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية الإسلامية.

بالإضافة إلى قسم سوق المال الإسلامي، أنشأت هيئة الأوراق المالية الماليزية هيئة الرقابة الشرعية (SAC) Shariah Advisory Council لتنظيم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية، وستتعرف في الفرع التالي عن مهامها بالتفصيل.

هذا وكما ذكرنا سابقا، أن للبنك المركزي الماليزي دور مهم في عملية التسجيل ومراقبة حامل الأوراق المالية الإسلامية، وله دور فعال في عملية نقل ملكية الأوراق المالية الإسلامية خاصة في السوق الثانوي، وهذه العملية تتم من خلال نظام الآلية الكاملة للإصدارات والعرض الخاص بالأوراق المالية الإسلامية (FAST)

¹-العديد من المراجع أهمها:
- محمد أكرم لال الدين، " النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، مرجع سبق ذكره، ص. 4-8.
- محمد نور الدين غادمن، مرجع سبق ذكره، ص. 20.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

Fully Automated System for Issing and Tendering Real Time Electroni Transfer of fund and Securités(RENTAS) حيث أنشئ هذا الأخير في عام 1999 م، يستخدم لتحويل مبلغ كبير من النقود والأوراق المالية بالوسائل الآلية وبدون ورقة.

الفرع الثاني: هيئة الرقابة الشرعية ومهامها

هيئة الرقابية الشرعية في ماليزيا تعمل على الضبط الشرعي للأدوات المالية الإسلامية التي تصدر وتتداول في سوق الأوراق المالية الماليزية، وهذا يتم من خلال أعضاء الهيئة والمهام الموجهة لها بما فيها الرقابة الشرعية والالتزام بالشريعة الإسلامية.

أولاً: تعريف الرقابة الشرعية

تعرف الرقابة الشرعية بأنها فحص واختبار مدى التزام المؤسسات بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع أنشطتها، ويشمل هذا الفحص العقود والاتفاقيات والسياسات الداخلية والمنتجات المالية والمعاملات والقوائم المالية والتقارير..، ووفقاً لهذا يحق لهيئة الرقابة الشرعية الإطلاع على كافة الأعمال والمستندات والمعاملات المتعلقة بالمؤسسات والشركات الإسلامية التي تجري في السوق، وذلك بمعاونة هيئات وجهات أخرى حسب تنظيم كل دولة وهذا من أجل أداء مهمة الرقابة المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية¹.

ثانياً: ظهور هيئة الرقابة الشرعية في ماليزيا ومهامها

لقد كانت جهود ماليزيا في تجربتها الرائدة من أجل إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بكفاءة عالية هو إنشاء إدارة ونظام خاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية، وهذا من خلال إنشاء هيئة الرقابة الشرعية(SAC) في عام 1996 والتي كانت قبل سنة من هذا التاريخ تدعى اللجنة الشرعية وتختص

¹ - صابر محمد حسن، " دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى"، ص. 4، تاريخ الإطلاع 2012/03/10، عن الموقع:

الفصل الثالث واقع الصجوة وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

بدراسة الأدوات المالية الإسلامية، وكان الدور الأساسي لهيئة الرقابة الشرعية هو تقديم المشورة والإشراف على كل المسائل المتعلقة بتطوير شامل لسوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا وهذا بمساعدة قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتحت إشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية¹.

بالإضافة إلى ذلك. تقوم هيئة الرقابة الشرعية بتحليل المنتجات والخدمات المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية لتتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. حيث يقوم بعملية التحليل مجموعة من الخبراء والمختصين المعنيين على مستوى الهيئة، ويتم اتخاذ القرار بشأن المسائل القانونية والإجراءات المتعلقة بالأمور التنظيمية للمنتجات والخدمات على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية من قبل هيئة الرقابة الشرعية، ويشترط في القرار أن يكون سليم من وجهة نظر شرعية وبراغي عرف البلاد ومصحة الأمة، ويتم تسجيل القرار وتسليمه للجهة العليا لهيئة الأوراق المالية الماليزية، من ثم يتم إصدار التشريعات والتعليمات اللازمة لتسهيل تنفيذ القرار، وإعلام كافة الجهات الإدارية المعنية بتنفيذه، وعلى هذا الأساس يمكن إجمال المهام التي تقوم بها هيئة الرقابة الشرعية في ماليزيا كما يلي²:

- إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور المتعلقة بالأوراق المالية الإسلامية.

- توثيق جميع القوانين والإرشادات المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية الإسلامية قبل إعلانها للمستثمرين العامة من أجل غرس الثقة في نفوس المتعاملين وإزالة الشبهة.

- تقديم التوجيهات لقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية فيما يتعلق بالقضايا الشرعية.

¹ - العديد من المراجع أهمها:

-Wan Razazila and others, op. cit, p.4.

-Raja teh maimunah, op. cit, p.29.

-Jasri jamal and others, op. cit, p.4.

² -العديد من المراجع أهمها:

- محمد نور الدين عادمين، مرجع سبق ذكره، ص ص. 20-23.

- محمد أكرم لال الدين، " النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، مرجع سبق ذكره، ص ص. 4-6.

الفصل الثالث واقع الصجوة وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

- القيام بمشاركات في مؤتمرات وندوات دولية لتوعية ونشر المعلومات المتعلقة بتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

- إقامة مناقشات دورية مع المتعاملين ومدراء سوق الأوراق المالية الإسلامية، والخبراء الشرعيين لأخذ آرائهم القيمة، للتمكن من إصدار القرار المناسب. حيث أنه في هذا الصدد ينبغي الاستعانة بمستشار شرعي مستقل كما ورد في قانون إرشادات عروض الأوراق المالية الإسلامية، الذي ينص على ما يلي:

* لغرض إصدار الأوراق المالية الإسلامية يطلب من المصدر أن يعين مستشار شرعي مستقل، معتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتوفر فيه مؤهلات أخلاقية وسمعة طيبة، وكذلك خبرة علمية في فقه المعاملات لا تقل عن ثلاث سنوات.

* إن تعيين المستشار الشرعي يكون لغرض إرشاد المصدر وتوجيهه في كل جوانب التعامل مع الأوراق المالية الإسلامية، من بينها ما يتعلق بالوثائق، تعليمات الإصدار، الاستثمارات، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية المتعلقة بعملية الإصدار وأي مشكلة إن وجدت، ينبغي أن ترفع إلى هيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وذلك لاتخاذ القرار النهائي.

خلاصة القول، أن تقرير شرعية إصدار الأوراق المالية الإسلامية هو من مهام المستشار الشرعي المستقل الذي عين من طرف المصدر، فمهمة الهيئة هي التأكد من أن كل متطلبات للإصدار صحيحة سواء كانت من ناحية الإجراءات أو من ناحية الأحكام الشرعية. وتقوم بعدها هيئة الأوراق المالية الماليزية بإنزال جميع مقترحات الإصدار على الانترنت حتى يطلع عليها العامة. وبالإجمال يمكن القول بأن هيئة الأوراق المالية الماليزية هي الجهة المنفردة التي تنظم وترخص جميع إصدارات الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية في ماليزيا. والموافقة على جميع الإصدارات تتم من خلال اللجنة المركزية في الهيئة

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

التي تضمن جميع الأقسام، بما فيها قسم سوق الأوراق المالية الإسلامي، وتؤكد سياسة الإظهار التي تتبناها هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنها تهدف لرفع ثقة الناس وكذلك لتسهيل عملية المراقبة.

المبحث الثالث: تطورات مكانة سوق الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي

تعتبر الصكوك الناتجة عن عمليات التصكيك أهم العناصر المكونة لسوق الأوراق المالية الإسلامية، وهو الحال بالنسبة لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي، الذي أولى أهمية كبيرة لهذه الأدوات التي تخضع للموافقة على إصدارها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية.

المطلب الأول: نظرة تاريخية لسوق الصكوك الماليزي وتطور نشاطه

سوق الصكوك الماليزي يمثل أول ظهور لسوق الصكوك على المستوى العالمي، والذي تطور نشاطه ليصبح مركز عالمي للصكوك، ومركزا استقطب مختلف شرائح المستثمرين الذين يرغبون في هذا النوع من التمويل والاستثمار.

الفرع الأول: نظرة تاريخية

ترجع اللبنة الأولى لنشأة هذا السوق إلى المساعي الحكومية التي أصدرت أول صكوك حكومية هذا وقد مر السوق بعد، محطات رسخت مكانته على الصعيد المحلي والعالمي.

أولاً: نشأة سوق الصكوك الماليزي

قدمت سوق السندات الحكومة شهادات الاستثمار الحكومية Investment Issre Gouvernement عام 1983 كأول إصدارات ماليزيا من الصكوك بهدف مساعدة الحكومة في الحصول على صيغة تمويل حلال تستخدمها في مشاريع التنمية الاقتصادية والخدمات العامة للأمم الماليزية، وفي نفس الوقت لتوفير السيولة اللازمة للبنك الإسلامي بما يتوافق مع متطلبات الشريعة الإسلامية، حيث أن هذه الشهادات تمثل

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

البديل الشرعي لأذونات الخزينة الحكومية التي كانت سارية في النظام التقليدي. وقد صدرت هذه الشهادات وفقا لمبدأ القرض الحسن من الجمهور للحكومة، وطبقا لمفهوم القرض الحسن لا يدر عائدا، هذا وقد وصل حجم الإصدار من هذه الصكوك للنهاية عام 2003 إلى 7 مليون رنجت ماليزي أما أول صكوك ضمن سوق السندات الخاصة الإسلامية ظهرت في ماليزيا عام 1990، والتي قامت بإصدارها شركات البترول الكبرى في ماليزيا وهي شركة Shell MDS وشركة Petronas Dagangan، وكان المفهوم الإسلامي المستخدم فيها البيع بثمن عاجل¹.

كما قدمت سوق السندات الخاصة الإسلامية سندات Cagamas للمضاربة عام 1994، وتقوم فكرة مشروع Cagams على أساس شراء عقود التمويل الإسلامية للإسكان الممنوحة من البنوك الإسلامية وتحويلها إلى صكوك يتم إصدارها على أن تنقسم الأرباح المدققة بين Cagamas وحملة الصكوك وفقا لمبدأ المضاربة وتتحقق الأرباح من قيام Cagamas بإعادة استثمار الأرصدة التي تفيض مرة أخرى، ويساعد هذا المشروع مؤسسات العمل المصرفي الإسلامي، والتي تمنح تسهيلات تمويلية إسلامية للإسكان في الحصول على تسهيلات إعادة تمويل مستمر من Cagamas، الأمر الذي يمكن هذه المؤسسات من تقديم خدمات التمويل الإسلامي للإسكان إلى قطاع كبير من الأفراد وبتكلفة معقولة وتعتبر سندات Cagamas للمضاربة أول أوراق مالية للرهن العقاري القائم على المبادئ الإسلامية في العالم، وقد حققت نجاحا كبيرا منذ تأسيسها. وبرغم ما تعرضت له أسواق المال بسبب الأزمة المالية التي ضربت البلاد عام 1997، 1998، إلا أن نمو قطاع السندات عموما كان إيجابيا، حيث أن السندات الخاصة الإسلامية التي لم تكن موجودة تقريبا في السوق الثانوي طوال فترة الثمانينات وضئيلة جدا حتى عام 1990 حوالي 3 مليار رنجت - انفجرت لأكثر من 100 مليار رنجت (حوالي 26 مليار دولار) أو

¹-العديد من المراجع أهمها:

- نوال بيومي، " تريد تمويلا.. فتش عن الصكوك"، تاريخ الإطلاع 2012/03/30، عن الموقع:

<http://www.onislam.net/arabic/mama/success-stories/131424-2011-07-08-45-17.html>

- Darwis Abd Razak and Moh Aghar AbdulKarim, "Development of Finance in malaysia. Aconceptual paper", 8th Global Conference on Business & Economics, Florence, Italy, 18-19th October 2008, p.13.

Raja teh Maimunah, op.cit, pp.28-29.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

21% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2000. وفي جوان 2002 أطلقت ماليزيا بنجاح لأول مرة في العالم الصكوك الحكومية الدولية (صكوك الإجارة) بمبلغ 600 مليون دولار لمدة خمس سنوات، ويمثل هذا الإطلاق خطوة هامة نحو تحقيق هدف أن تصبح مركزا عالميا للمنتجات والخدمات المالية الإسلامية كما يعكس نجاح الحكومة في تحقيق أهدافها في هذا الاتجاه وفي إطار مجهودات الحكومة الرامية إلى جذب المزيد من فرص الاستثمار في مجال الصكوك سمحت بخصم جميع مصروفات إصدار الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفدرالية سنة 2003، كما قامت بحل مشاكل الضريبة في السندات الإسلامية كما هو الحال في السندات التقليدية، وقد أعلن عن هذا في الميزانية لعام 2004 كما أصدرت لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية، وكان إصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التيسيري في إصدار السندات الإسلامية وتنمية جوانب الابتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا¹.

ثانيا: أهم المراحل التاريخية لتطور سوق الصكوك في ماليزيا

لقد مر سوق الصكوك في ماليزيا بعدة مراحل تعتبر أركان الزاوية جعلت منه السوق الأول في العالم والرائد، ويمكن انجاز هذه المراحل في الجدول الموالي:

جدول رقم (3-7): أهم مراحل تطور سوق الصكوك الماليزي

السنة	قيمة الإصدار	أهم المراحل
1990	125 مليون رنجت ماليزي	-أصدرت شركة Shell MD SN BHD أول سند إسلامي بيع بالثمن العامل.
1991	/	-إصدار شركة Sarawak Shell Berhad أول صكوك مشاركة
1994	30 مليون رنجت ماليزي	-إصدار أول صكوك مضاربة من طرف شركة Gagamas bhd.
1997	/	-إصدار صكوك المرابحة الحكومية شركة Khazanah.
2000		-من الضوابط التي قررتها لجنة مراقبة عمليات البورصة على مصدري

¹ - نوال بيومي، مرجع سبق ذكره، عن الموقع:

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

		الصكوك تعيين المستشارين الشرعيين المستقلين.
2001	150 مليون دولار	-إصدار صكوك الإجارة الدولية لأول مرة من طرف Kumpulan Guthrie Bhd.
2002	600 مليون دولار	-إصدار الحكومة الماليزية صكوك الإجارة الدولية، أول دول العالم تصدر الصكوك الحكومية الدولية.
2003	5.6 بليون رنجت ماليزي	-اول اصدار لصكوك الاستصناع القابلة للتداول من طرف شركة sks sdn bhd -اعلان الحكومة الماليزية عن خصم مصاريف اصدار السندات الاسلامية التي اصدرت على اساس المرابحة المشاركة الاستصناع من ميزانيتها الفيدرالية
2004	350 مليون دولار 500 مليون رنجت ماليزي	-اصدرت لجنة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الاسلامية وكان اصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التيسيري في اصدار الصكوك وتنمية جوانب الابتكار في سوق راس المال الاسلامي الماليزي -صكوك sarawak التي تم بموجبها انشاء الكيان ذات الاغراض الخاصة من قبل الاعتبارية الاقتصادية للتنمية التابعة لـ sarawak (SEDC) والتي اطلقت اول صكوك الاجارة الدولية لمدة خمس سنوات -الاعتبارية المالية الدولية، جناح من اجنحة البنك الدولي للقطاع الخاص ،اصدرت السندات الاسلامية، حيث كانت اول الاصدار الاسلامي على الرنجت الماليزي الماليزي من قبل الاعتبارية ذات التعامل بالدول المتعددة
2005	2.5 مليون رنجت ماليزي 80 مليون رنجت ماليزي	-اصدار صكوك المشاركة من طرف شركة Musyarakarah One Capital bhd -اول اصدار لصكوك المضاربة الحكومية من طرف PG Municipal Assets Bhd
2006	7.5 مليون دولار	-اول مؤشر دولي للصكوك اطلق في كوالا لمبور وعرف هذا المؤشر بـ DOW JONES CITIGROUP -اطلاق صكوك المشاركة الموافقة للشريعة القابلة للتداول لأول مرة من طرف Khazanah National Berhad
2007		أخرجت لجنة مراقبة عمليات البورصة الهيكل التيسيري لاصدار

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

		الصكوك على العملة الاجنبية و ذلك حتى تكون ماليزيا مركز الصكوك الدولية.
2010	1250 مليون دولار	ماليزيا كمركز عالمي لا يقبل الجدل لاسواق الصكوك تم توسيع وتعميق اكبر الصكوك السيادية العالمية ،صكوك الحكومة الماليزية

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على :

- نور الدين أنجدمون، " تطوير الصكوك في ماليزيا"، أوراق عمل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية، مركز الملك الفهد للمؤتمرات، الرياض، 25 اكتوبر 2008، ص ص. 6-9.

-Raja teh Maimunah, "Malaysian Success stories in Islamic Finance, Success-stories in Islamic Finance", Global Islamic Finance Magazine, may 2010, p.28.

-Wan Razazila wan Abdullah and others, op.cit,p p.25-26

-Rashdan Ibrahim," Malaysian Dominance In the Issuance of sukuk Tradable & liquid Market", report research of Bashayer company, January 2012, p.3,on20/03/2012,from the website:

Portal.wko.at/wk/dok_detail_file.wk?angid=1&docid=1808215&conid=615431

الفرع الثاني: تطور نشاط سوق الصكوك الماليزي

تطور سوق الصكوك الماليزي تطورا ملحوظا عبر السنوات وتطورت معه عدد المؤسسات المدرجة في البورصة التي تتوافق إصدارتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية ليلقى هذا الإصدار إقبالا واسعا من الجمهور ويحظى بمعدلات تداول ايجابية

أولا: تطور حجم الإصدار

لقد حقق سوق الصكوك الماليزي نموا سريعا، بمعدل قدر ب22% للفترة 2001-2007¹، حيث نمت قيمة الإصدار من 5 مليار دولار سنة 2001 إلى 11.5 مليار دولار سنة 2005 لتحديث القفزة الكبيرة في

¹- Mohamed Laid Mohd zin AND others, "THE Effectiveness of sukuk in Islamic finance Market", Australian Journal of basic and applied sciences, volume 5, Number 12,2011, P.475.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الإصدار سنة 2007 لتبلغ القيمة 36.6 مليار دولار، مشكلة ما نسبته 65.5% من حجم الإصدارات في

سوق السندات الماليزي¹.

الشكل رقم (3-23) حجم إصدار الصكوك في ماليزيا للفترة 2001-2007 (مليار دولار)



Source : Datuk Mohamed Azahari Kamil, “the development of shariah-compliant structure investments

Fund-the Malaysian experience-”, report of amanhrya investment bank l td labuan, 2010,

p.3,on20/03/2012,from the website:

[www.assaif.org/content/download/1084/7772/file/the development of shariah-compliant structured investment fund.pdf](http://www.assaif.org/content/download/1084/7772/file/the%20development%20of%20shariah-compliant%20structured%20investment%20fund.pdf)

- لقد شهد عام 2008 انخفاض في قيمة الإصدارات لسوق الصكوك الماليزي متأثراً بالأزمة المالية

لينخفض إلى 32.5 مليار دولار، لتشكل نسبة 47.6% من سوق السندات²، لكن سرعان ما استعاد توازنه

سنة 2009 بقيمة إصدار قدرت ب 36 مليار دولار، لتحقيق أكبر حجم إصدار سنة 2010 بقيمة 40

مليار دولار ويواصل هذا النمو بشكل مرتفع إلى بداية سنة 2011 لتبلغ قيمة الإصدار إلى غاية الربع

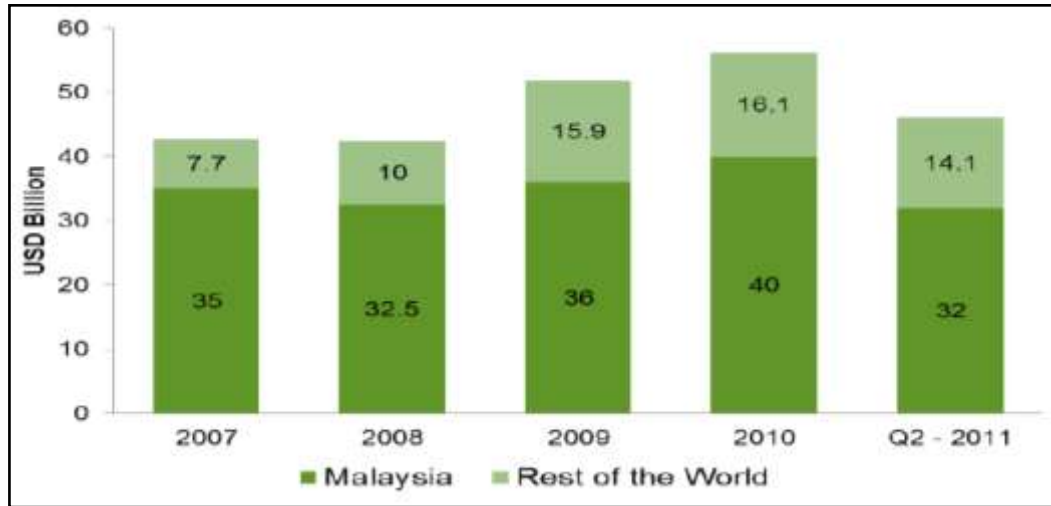
الثاني حوالي 32 مليار دولار.

¹- “**Malaysian debt securities And sukuk market, A guide for issuers and investors**”, A joint publication by bank Negara Malaysia and securities commission Malaysia, 2009, P.45,on11/03/2012,from the website: www.sc.com.my/eng/html/bondmkt/MalaysianDebtSecuritiesSukuk_2009.pdf

² -Ibid, p.45 .

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الشكل رقم (3-24): حجم الإصدار السنوي للصكوك في ماليزيا 2007-2011. (مليار دولار)



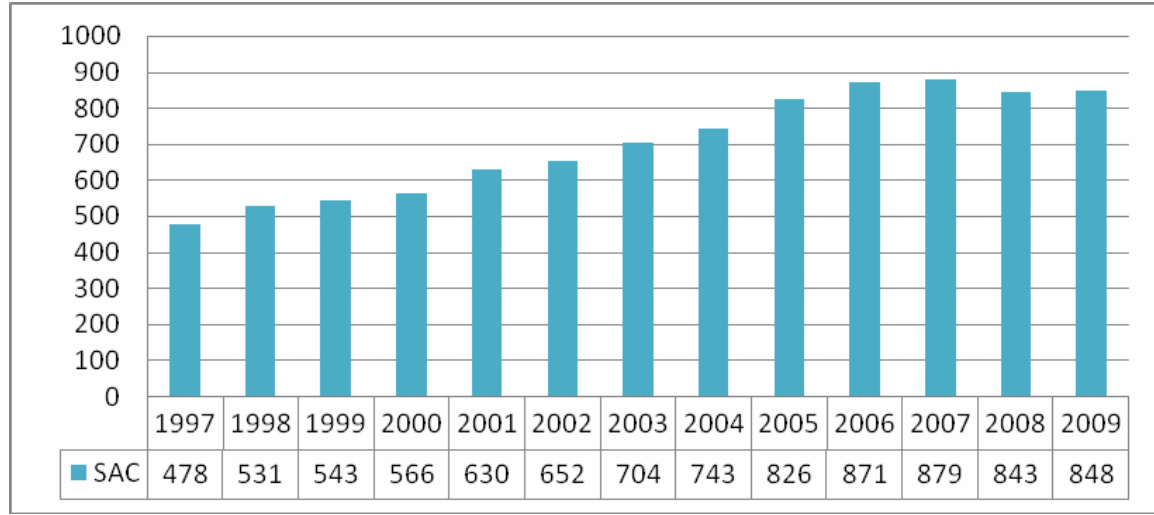
Source : Rashdan IbrAhim, op. cit, P.1.

لقد اصطحب التطور الهائل في سوق الصكوك الماليزي تطورا ملحوظا في عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية والتي تتوافق إصداراتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية ومن بين هذه الإصدارات الصكوك، نجد بحسب الإحصائيات أن عدد المؤسسات بلغ 478 ليزداد هذا العدد بشكل كبير ومتواصل منذ هذا العام ليصل إلى 848 مؤسسة في 30 نوفمبر 2009 ممثلا ما نسبته 88% من عدد المؤسسات المدرجة في البورصة الماليزية.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الشكل رقم(3-25): تطور عدد المؤسسات التي تتوافق إصداراتها مع الشريعة الإسلامية المدرجة في

البورصة الماليزية



Source : wan Razazila wan Abdullah And others, op. cit, P.6.

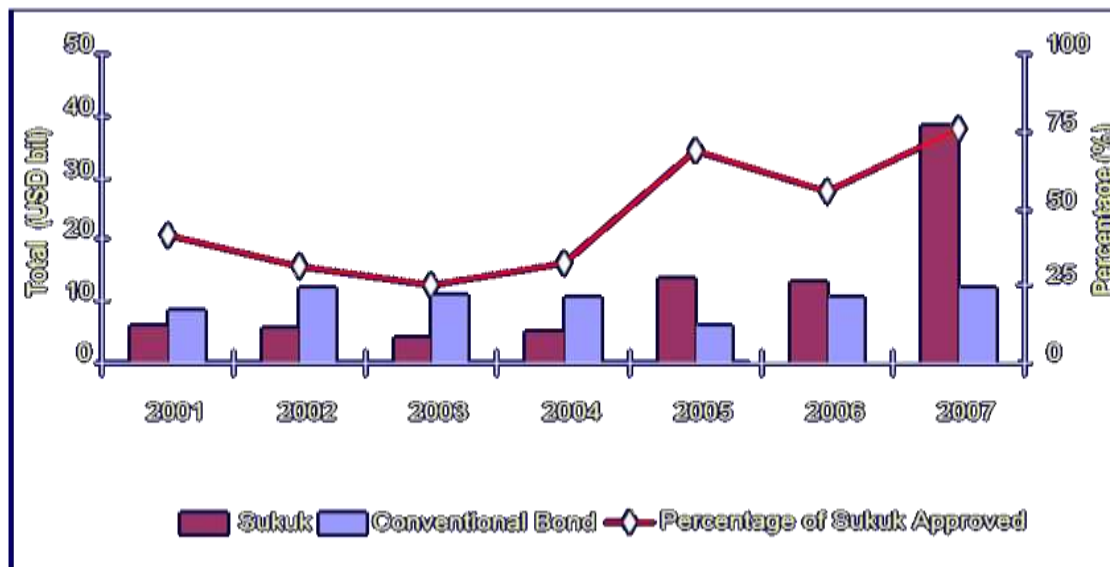
لقد اثبت التطور الكمي في حجم الإصدار مكانة الصكوك في سوق السندات الماليزي، وصولاً للمرتبة الأولى متصدراً السندات التقليدية خلال السنوات 2005-2006-2007-2009¹، ليصبح التصكيك الوسيلة التمويلية المفضلة، وهذه الأهمية التي اكتسبتها حصة الصكوك كانت بفضل التزام وتوحد قوى الحكومة والمنظمين من خلال إدخال هياكل صكوك متجددة ومنافسة استقطبت جمهور واسع من المستثمرين²، المحليين والأجانب لتكون أول شركة أجنبية قامت بطرح صكوك لها في ماليزيا في 30 نوفمبر 2009 بحجم إصدار بلغ 500 مليون دولار³.

¹ -“Statements and statistics”, Annual Report of securities commission Malaysia, 2009, p.51

² -Wan Razazila and others, op.cit, p.29.

³ -Raja Teh Maimunah, op. cit, p.29.

الشكل رقم (3-26) الصكوك الوسيلة التمويلية المفضلة في ماليزيا



Source: Different references

-Ranjit ajit Singh, “An overview of the Islamic Capital Market in Malaysia”, Islamic Finance News Forum Road Show, Hong Kong, 30 April 2008, p.19.

-“Malaysia Islamic Capital Market”, Quarterly Bulletin of Malaysia Islamic Capital Market, the Securities Commission, Volume 3, Number1, January 2008, p.13, on 17/03/2012, from the website:

www.sc.com.my/eng/html/icm/0801_msianicm.pdf

ثانياً: حجم التداول

شهد سوق تداول الصكوك نمواً ونشاطاً كبيراً خلال الفترة 2005-2011، حيث بلغ حجم التداول سنة

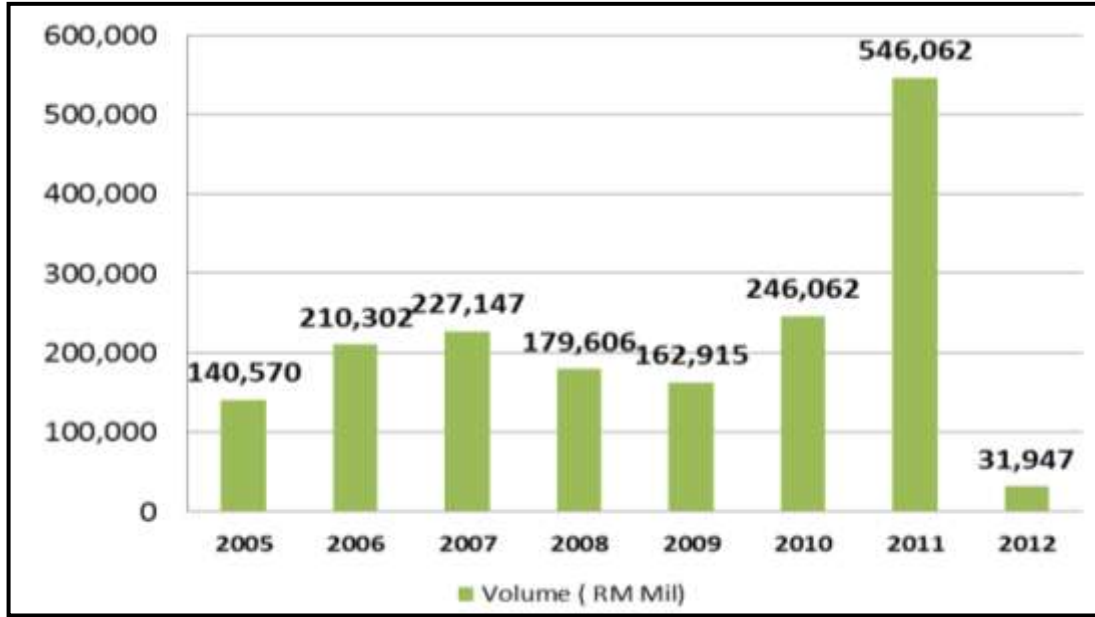
2005 قيمة 140.570 مليون رنجت لترتفع القيمة سنة 2007 إلى 227.147 مليون رنجت وبعد

استعادة العافية من تأثيرات الأزمة، عرف عام 2011 حجم تداول يعد الأفضل والأضخم في أداء سوق

الصكوك الماليزي ليبلغ سقف 546.062 مليون رنجت ماليزي.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الشكل رقم (3-27): حجم التداول الثانوي في سوق الصكوك الماليزي -2005-2001 (مليون رنجت)



Source: Rashdan Ibrahim, op. cit, p.6.

المطلب الثاني: التطور النوعي للصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي

يزخر سوق الصكوك الماليزي بأنواع متعددة ومختلفة من الصكوك من الصكوك باختلاف العقد الذي تم إصدارها على أساسه، تنوع يؤدي من دون شك إلى تعميق السوق وزيادة حجم نشاطه ويصحب هذا التنوع في الأنواع تنوع في تخصيص الموارد المالية إلى قطاعات مختلفة تخدم وتدعم مشاريع التنمية الاقتصادية للدولة.

الفرع الأول: الصكوك المتواجدة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي

ويمكن التعرف على مختلف الأنواع المتواجدة في السوق الماليزي من خلال تتبع الإحصائيات التالية:

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

جدول رقم (3-8): تطور إصدارات الصكوك بحسب النوع 2001-2011%

السنة	البيع بالثمن العاجل	المربحة	السلم	الاستصناع	المشاركة	المضاربة	الاجارة	الوكالة	هجينة	أخرى	المجموع
2001	77	10	-	13	-	-	-	-	-	-	100
2002	67	33	-	-	-	-	-	-	-	-	100
2005	36.3	33.5	-	14.5	12.6	0.2	2.9	-	-	-	100
2006	6.5	11.8	0.3	0.7	47.95	8.6	18.29	0.8	4.87	0.2	100
2008	3.1	1.3	-	0.2	51.4	1.2	14.5	-	28.2	0.1	100
2009	-	0.4	-	-	99.6	-	-	-	-	-	100
2011	-	9	-	-	64	5	13	9	-	-	100

Source: From the preparation of Students based on:

-Daruis Abd Razak and Moh azhor abdul karim, “ **development of finance in Malaysia : a conceptual paper**”, **8th Global Conference on business & Economics**, Florence, Italy , 18-19th October 2008, p.12

-“**Islami capital market review**”, annual port of securities commission Malaysia, 2005, p.21,on12/03/2012,from the website:

www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2005_eng/pdf/10_icm.pdf

-“**Statements and statistics**”, annual report of securities commission Malaysia 2008, p.55, on 20/03/2012 , from the website:

www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2008_eng/pdf_eng/9_part6.pdf

- “**Statements and statistics**”, annual report of securities commission Malaysia 2009, p.51,on20/03/2012,from the website:

www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2009_eng/pdf_eng/pt6.pdf

-“**Statements and statistics**”, annual report of securities commission Malaysia 2011, p.53,on20/03/2012,from the website:

www.sc.com.my/eng/html/rsources/annual/ar2011_eng/pt6.pdf

-“**Development of the Islamic capital market**”, annual report of securities commission Malaysia 2002, p.25, on15/03/2012,from the website:

www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2002_eng/devicm.pdf

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تركز التمويل بالاعتماد على الصكوك من حيث النوع في السنوات الأولى على البيع بالثمن العاجل المرابحة والاستصناع، حيث استحوذت على نسب بمتوسط يقدر ب 72%، 21%، 6.5% وحيث أن تقاسم الأرباح هو ميزة النظام التمويلي الإسلامي من الناحية النظرية والتي تجسدها عقود المشاركة والمرابحة إلا أننا نشهد بداية متواضعة لهذه الإصدارات تتمثل في 12% و 0.2% للمشاركة والمضاربة على التوالي، وانخفاض الاكتتاب بها من طرف المستثمرين راجع إلى اعتبارهما مشابهيين للسندات¹، على الرغم من أنهما تعتبران أداتان لتمويل الملكية وليس لتمويل الدين، ونتيجة لأهمية هذه الأنواع تركزت البحوث والدراسات للتأكد من إصدار هذه الأنواع وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية². لتحظى صكوك المشاركة بنسب مرتفعة في السنوات الأخيرة، وانخفاض نسب المضاربة بسبب صعوبة هذا النوع من التمويل لتحمل طرف واحد نتائج المشروع، ويبين الجدول أن السوق الإسلامي الماليزي يزخر بأنواع مختلفة من الصكوك تؤدي من دون شك إلى تنشيط وتعميق السوق.

الفرع الثاني: دور الصكوك في تخصيص التمويل

تعتبر الصكوك أداة جيدة لتلبية الاحتياجات التمويلية للمشاريع الاقتصادية الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية في توزيع وتخصيص الموارد المالية.

أولاً: دور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في تلبية احتياجات القطاعات الاقتصادية

استطاعت منتجات سوق رأس مال الإسلامي أن تحقق له الكفاءة في تخصيص الموارد المالية التي توجيهها نحو القطاعات الحيوية والمهمة للنهوض بالاقتصاد حيث توضح إحصائيات 2008 أن المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تم اللجوء إليها بحسب القطاعات كما يلي:

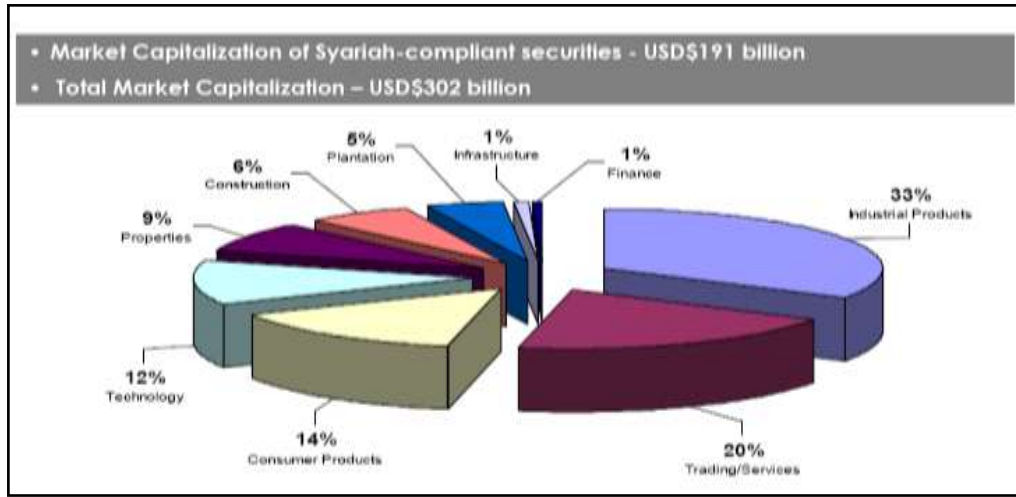
¹ -Rika Nakagawa, op.cit, p.123.

²-خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 166.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

33% منتجات صناعية، 20% تجارة وخدمات، 14% منتجات استهلاكية، 12% تكنولوجيا 9% عقارات، 6% البناء، 5% زراعة، 1% بني قاعدية، 1% قطاع الخدمات المالية فمن خلال هذه الإحصائيات وإن كانت متباينة إلا أنها استطاعت استقطاب مختلف القطاعات للإصدارات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الشكل رقم (3-28): الإصدارات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بحسب القطاعات-2008-



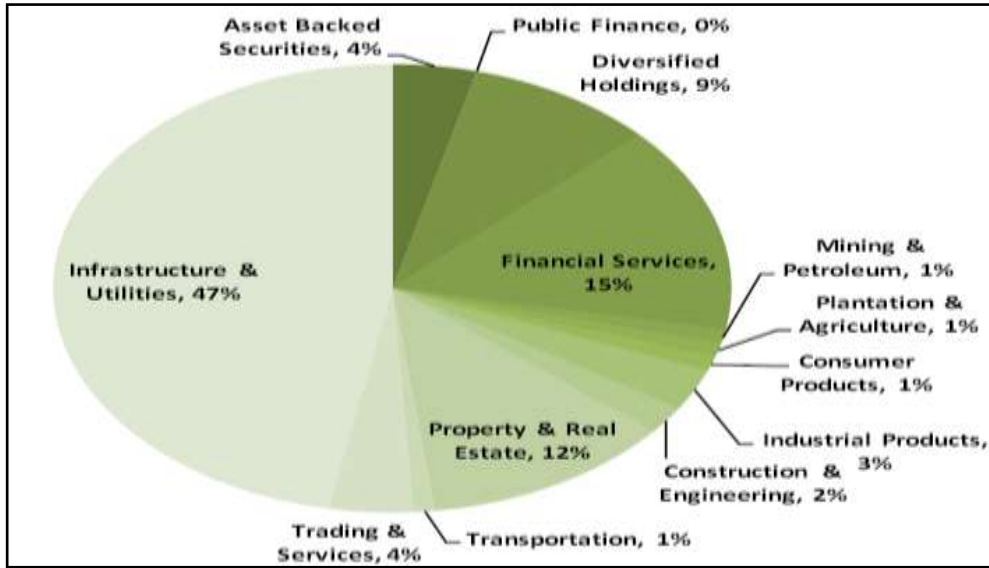
Source : Datuk Mohamed Azahari Kamil, op. cit, p.4.

ثانيا: دور الصكوك في تخصيص الموارد المالية لسوق رأس مال الإسلامي الماليزي

نجد بحسب الإحصائيات أن الصكوك تؤدي دورا هاما في تلبية وتوفير التمويل لأهم القطاعات التي يقوم عليها الاقتصاد بين ما نسبته 47% للبنى التحتية، قطاع الخدمات المالية بنسبة 15%، البتر وكيمواويات والتعدين 1% المنتجات الصناعية 3% البناء والهندسة 2% العقارات 2% النقل 1%، التجارة والخدمات 4%، الزراعة 1% المنتجات الاستهلاكية 1%، وبالتالي استطاعت ملائمة الهيكل التمويلي للصكوك استقطاب قاعدة واسعة من مختلف القطاعات الحيوية في الاقتصاد، والتي تزيد من درجة رفع كفاءة سوق رأس مال الإسلامي ودفع عجلة التطور الاقتصادي

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الشكل رقم (3-29): إصدار الصكوك بحسب القطاعات 2011 في ماليزيا (%)



Source: rashdan Ibrahim, op. cit, p.4.

المطلب الثالث: أهمية سوق الصكوك من سوق رأس مال الإسلامي في ماليزيا وعوامل نجاح

التجربة الماليزية في الصكوك

يحظى سوق الأوراق المالية الإسلامية بأهمية اقتصادية كبرى مثله في ذلك السوق الماليزي حيث أن هذه الأهمية يستمدتها من نجاح وفعالية منتجاته وأقسامه ومن بين هذه الأقسام سوق الصكوك الذي يساهم في تفعيل السوق الإسلامي للأوراق المالية في ماليزيا، وهذا بفضل مجهودات معتبرة من قبل المنظمين والمسؤولين الماليزيين.

الفرع الأول: أهمية سوق الصكوك من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

يعتبر سوق الصكوك جزء مهما من سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، فبنتبع الإحصائيات

نجد أن نسب مساهمة هذا السوق هي مساهمات معتبرة على الرغم من حداثة هذا النوع من الأدوات.

تبين إحصائيات 2007 إجمالي قيمة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا قد بلغت 797.34 بليون رنجت ماليزي، كانت قيمة الأسهم 685.14 بليون رنجت ماليزي أي ما يعادل نسبة 85.92% أما قيمة الصكوك المقبولة من قبل هيئة الأوراق المالية 112.20 بليون رنجت ماليزي أي ما يعادل نسبة 14.07%، وقد مثلت نسبة 28% بالمقارنة بالسندات¹.

ثانياً: إحصائيات 2008

تشير الأرقام إلى بلوغ قيمة إجمالي سوق الأوراق المالية 1.4 تريليون رنجت، ساهمت فيه الأسهم بنسبة 56.4% بقيمة 770.5 بليون رنجت، أما قيمة السندات والصكوك بلغت 596.8 بليون رنجت أي بنسبة 43.6%.

وقد حققت قيمة إجمالي سوق الأوراق المالية الإسلامية 641.7 بليون رنجت ماليزي تكونت من قيمة 485 بليون رنجت للأسهم نسبة 75.6% لترفع نسبة مساهمة الصكوك إلى 24.4% بقيمة 156.7 بليون رنجت.

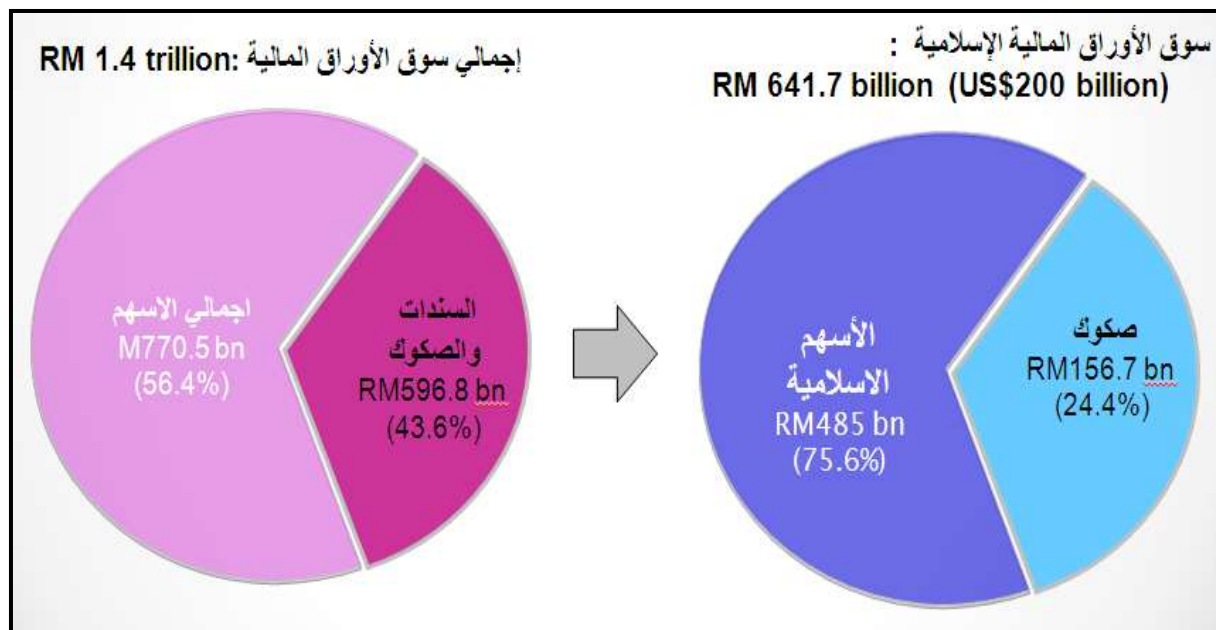
ومنه فالصكوك تؤدي دوراً مهماً من دون شك في أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهي من أهم

الأجزاء المكونة لسوق الأوراق المالية الإسلامية

¹ - خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص. 107.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

الشكل رقم (3-30): قيمة سوق الأوراق المالية إلى قيمة سوق الأوراق المالية الإسلامية سبتمبر



المصدر: محمد نور الدين غادمن، "تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، أوراق عمل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية، مركز

الملك الفهد للمؤتمرات، الرياض، 25 أكتوبر 2008، ص. 14.

الفرع الثاني: عوامل نجاح التجربة الماليزية

تجتمع مجموعة من العوامل جعلت من سوق الصكوك الماليزي، مركز عالمي للتعامل بالصكوك

وجعل سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية الأول على العالم حيث يمكن اختصارها في النقاط

التالية¹:

- سنت ماليزيا القوانين بما يسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع للبنك المركزي الماليزي، إضافة إلى أن عضو الهيئة الشرعية للبنوك المحلية لا يجوز له أن يجلس على مجلس شرعي لبنك آخر.

¹العديد من المراجع أهمها:

- خولة فزير النوباني، مرجع سبق ذكره، ص. 17.

-Ranjit Ajit singh, op. cit, p.10.

-Mohamed Zaid Mohd Zin and others, op. cit, p.475.

الفصل الثالث واقع الصكوك وأهميتها من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

- قامت ماليزيا بتطوير مراكز بحثية متخصصة في التمويل الإسلامي، وقد أسس البنك المركزي الماليزي دراعا بحثية متخصصة وهي الأكاديمية للبحوث الشرعية (ISRA).

- وجود سوق للأوراق المالية الإسلامية للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية.

- يولي البنك المركزي الماليزي اهتمام نوعيا لتوفير رأس مال بشري المؤهل من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي (INCEIF)، ويضم بين جدرانه أو بالتعليم عن بعد تشكيلة طلابه من 60 دولة حول العالم.

- ماليزيا تعتبر الدولة الأولى من حيث إصدارات الصكوك الإسلامية، وفي عام 2007 حررت ماليزيا سوق الصكوك بما يسمح بالتداول من مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات، إضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالميا.

خلاصة الفصل:

شهد إقبال الجمهور على الصكوك كأحد مصادر التمويل إقبالا كبيرا، خاصة في العقد الأخير حيث نمت لإصدار العالمي شكل متواصل ومستمر فاق أحيانا كثيرة حجم السندات التقليدية، وانتشرا واسعا لهذه المنتجات لتصل إلى أسواق البلدان الغير الإسلامية، كبريطانيا الولايات المتحدة واليابان وغيرها لهذا وقد حظيت مختلف أنواع الصكوك بالاهتمام لشهد تنوعا كبيرا على المستوى العالمي لسوق الصكوك.

ويعد سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أكبر مركز للصناعة المالية الإسلامية عالميا، وذلك بفضل جهود هادفة للمسؤوليات الماليزيين لتوفير فرص استثمار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية. وسوق الصكوك وأهم سوق عمل المنظمين الماليزيين على توفيره، في إطار الإستراتيجية المتبعة لتطوير السوق الإسلامي للأوراق المالية والذي يمثل أهم مجال وفرصة لتطبيق ابرز إبداعات وابتكارات الهندسة المالية الإسلامية المتمثل في تقنية التصكيك، التي تمثل انطلاقة السوق والتي توفر المنتجات بأنواعها فالسوق الإسلامي للأوراق المالية الماليزي يزخر بأنواع متعددة من الصكوك، من جهة ومن جهة أخرى نجد اتجاهات الأموال تلبي قطاعات تمثل ركيزة للاقتصاد، وهذا يدل على ملائمة الصكوك لتمويل المشاريع الاقتصادية الأمر الذي يؤدي إلى المساهمة في التنمية الاقتصادية.

النتائج والتوصيات

أولاً: نتائج الدراسة:

1- يعد سوق الأوراق المالية الإسلامية حديث النشأة بالمقارنة مع سوق الأوراق المالية التقليدية وللذان لا يختلفان في المفهوم سوى ان السوق الإسلامي تحكم عملياته قواعد ومبادئ المعاملات المالية في النظام المالي الإسلامي.

2- تطبيق قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية لتنظيم المعاملات في أسواق الأوراق المالية تكون كافية لتحقيق الكفاءة بمفهومها التقليدي والتي تركز على مدى سرعة انتقال المعلومة وأن الكفاءة الحقيقية لأسواق الأوراق المالية الإسلامية تركز على مدى قدرة منتجات هذه الأسواق في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية.

3- من الشائع أن الأسهم هي أهم الأدوات التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية الإسلامية باعتبارها ورقة مالية تمثل نصيباً في ملكية إحدى الشركات وطالما كان مجال النشاط حلال، إلا أن التطورات المالية التي عرفت الأسواق المالية العالمية اصطحبت معها أنواع متعددة في هذا النوع من الأدوات الأمر الذي استدعى من الفقهاء الوقوف عند كل نوع، والتي ظهر منها ما هو مخالف لقواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية وبالتالي عدم جواز التعامل به في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

4- هناك بعض الفقهاء الذين يجيزون إصدار وتداول السندات الحكومية عند الضرورة منها وقوع الدولة في أزمة وكذا من أجل الاستثمار في البنية التحتية والمشاريع التي تعود بالنفع العام على المجتمع ككل.

5- تتشابه كل من تقنية التوريق والتصكيك في الهيكل بينما يختلفان في الضوابط والشروط التي تحكم عملية الإصدار.

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

7- أن حقبقة مصادر تمويل تقنية التصكيك تكسبها حصانة ضد مخاطر الأزمات المالية التي تحدث في الاقتصاد الرأسمالي.

8- تسعى الحكومة الماليزية لتكون مركزا للصناعة المالية الإسلامية، في سبيل ذلك تبنت إستراتيجية عميقة وأفكار مع الجهات المتخصصة من أجل تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا.

9- إن هيئة الرقابة الشرعية أنشئت من أجل معاونة قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي في الإشراف على إصدار وتداول المنتجات المالية الإسلامية وكذا تقديم الإرشادات والتوجيهات اللازمة فيما يتعلق بالقضايا الشرعية.

10- يزخر السوق الإسلامي للأوراق المالي الماليزي بأنواع عدة من الصكوك تساهم في تعميق السوق وتنشيطه، واستقطاب الصكوك لقطاعات اقتصادية ذات أهمية على مستوى الاقتصاد الماليزي الأمر الذي يرفع من درجة كفاءة السوق مما يكسب سوق الصكوك الماليزي دورا كبيرا في تفعيل سوق الإسلامي الماليزي للأوراق المالية.

11- تعتبر الصكوك عنصرا مهما في أسواق رأس مال الإسلامية حيث تأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم مباشرة فقد ساهمت عام 2011 بنسبة 14 % من مجموع الأصول المالية الإسلامية العالمية، وقد شكلت ما نسبته 24.4% من سوق رأس مال الإسلامي الماليزي عام 2008.

12- عرف إصدار الصكوك تنوعا كبيرا من حيث العملة حيث شهد سيطرة الدولار للفترة 2001-2007 ليشكل نسبة 40% سنة 2007 رغبة في تدويل الصكوك لتعطي الصكوك قوى كبيرة للعملات الإسلامية في السنوات الأخيرة حيث عرفت سنة 2008 تنوع كبير في العملات الإسلامية ليحتل الرنجت الماليزي ما نسبته 33.6% الروبية الباكستاني 2.22% الريال السعودي 2.24% والدرهم الامارتي 35.53%

13-تساهم الحكومات مساهمة كبيرة زيادة مكانة الصكوك حيث شكلت نسبة الإصدارات الحكومية حوالي 77.3% من إجمالي الإصدارات العالمية سنة 2010.

14- تمثل الصكوك أداة تمويلية مهمة للمشاريع الاستثمارية المختلفة حيث استقطبت الصكوك اهتمام أهم القطاعات الاقتصادية في ماليزيا لتشكل عام 2011 نسبة 47% من الصكوك المصدرة للبنى التحتية ونسبة 1% للبتر وكيمياويات و 35% للمنتجات الصناعية وغيرها من القطاعات الاقتصادية الحيوية التي تساهم في دفع عجلة التنمية.

ثانيا: التوصيات:

وعليه يمكن اقتراح مايلي:

1-الاهتمام بإنشاء أسواق إسلامية للأوراق المالية في البلدان الإسلامية التي تهيمن عليها الأسواق التقليدية.

2-نشر الوعي لدى الأفراد بالصناعة المالية الإسلامية والتعريف بالتمويل الإسلامي وأهميته ومن ثم أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية ومنتجاته.

3-الاهتمام بالهيئة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية وضرورة تنصيب أشخاص ذوي كفاءة مما يبعث الثقة لدى المستثمرين وزيادة الثقة في الأنظمة المالية الإسلامية والتقليل من هروب رؤوس الأموال.

4-التعريف بالمزايا التي تقدمها تقنية التصكيك وأهميتها في تمويل المشاريع.

5-إجراء دراسات كافية وبحوث حول الصكوك، دراسات فقهية وعملية لضمان حقوق كل الأفراد لزيادة الثقة بها واجتذاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين.

6-توحيد الأحكام الشرعية والفقهية للمعاملات المالية في الدولة الواحدة وبين مختلف الدول لتعزيز المعاملات المالية البينية للدول الإسلامية.

7- إعطاء الاقتصاد الإسلامي حقه في المناهج التعليمية.

الخطاطمة

الخاتمة العامة:

يعد سوق الأوراق المالية الإسلامية سوقا حديث النشأة له ضوابط ومبادئ تميزه عن نظيره التقليدي مستمدة من فقه المعاملات المالية في الإسلام، ضوابط تحكم نشاطه وتحدد أهدافه المتمثلة خاصة في تلبية حاجيات المجتمع وهو سوق يستمد الهيكل العام له من السوق التقليدي، إلا أن مضمون عملياته خاضع لمبادئ الشريعة الإسلامية، الكفيلة بنأيه عن الأزمات، والتي تتكفل بتطبيقها الهيئة الشرعية التي تعتبر من مقومات قيام السوق. يحتوي سوق الأوراق المالية الإسلامية على عدة أدوات مالية تعد شرطا أساسيا لقيامه، حيث أخذ بعين الاعتبار الأدوات التقليدية وأخضعها لأحكام الشريعة الإسلامية لاختبار المتوافق منها مع هذه الأحكام واستبعاد المخالف، هذا ولكي يكون هناك تنوع في منتجات السوق كان لابد من الاجتهاد في ابتكار منتجات جديدة تعتبر الصكوك أهمها.

إن التصكيك تقنية يتم بموجبها تحويل حقوق ملكية موجودات المشروع إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأصل والبعض الآخر منها يحتاج إلى تفضيل في حقيقة تداوله، يتم من خلال هذه التقنية جمع الأموال بإصدار الصكوك لتمويل مشروع معين تختلف فيه توزيع الأرباح باختلاف العقد الذي تم على أساسه الإصدار، واختلاف العقد يرتبط به اختلاف أنواع الصكوك من مضاربة تسلم، مرابحة، إجارة وغيرها حيث تتمتع هذه التقنية الصكوك بأهمية كبيرة على كل مستويات الأجهزة الاقتصادية: المصرفية، سوق الأوراق المالية الإسلامية وعلى مستوى الاقتصاد الكلي.

وبالنظر إلى واقع الصكوك نجد اهتمام كبير بها على المستوى العالمي. حيث نمت حجم التصكيك بشكل مستمر ومتواصل وتعد التجربة الماليزية أبرز مثال على مستوى التمويل الإسلامي، وأول سوق إسلامي للأوراق المالية نتيجة لرغبة الحكومة في توفير فرص تمويلية شرعية، بحيث نجد ازدهار هذا السوق الناتج عن تنوع منتجاته ونشاط أسواقه الفرعية المتمثلة خاصة في سوق الصكوك الذي يؤدي دورا مهما على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي، فهو يساهم بشكل كبير في تنشيط وتعميق السوق من خلال تزايد حجم الإصدار للصكوك (التصكيك) وتنوعها بالإضافة إلى ملائمة الصكوك في تمويل مختلف الأنشطة الاستثمارية وإقبال مختلف القطاعات

الاقتصادية عليها الأمر الذي يؤدي إلى توظيف جيد للأموال وبالتالي الرفع من كفاءة السوق الإسلامي للأوراق المالية.

نتائج اختبار الفرضيات

الفرضية الأولى: يعد سوق الأوراق المالية الإسلامية إطار مالي جديد، ملامحه بعيدة كل البعد عن سوق الأوراق المالية التقليدية.

لقد أظهرت الدراسة خطأ الفرضية فالهيكل العام للسوق الإسلامي مستمد من هيكل السوق التقليدي من مفهوم، نظام تشغيل والمنتجات المالية حيث يتم اخضاع هذه العناصر الى مبادئ الشريعة الإسلامية وإبعاد المخالف منها.

الفرضية الثانية: يقدم التصكيك أدوات مالية استثمارية قادرة على تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية

لقد تبين من خلال طيات الدراسة صحة هذه الفرضية، فالأدوات التي توفرها هذه التقنية هي الصكوك المتنوعة الأمر الذي يؤدي الى تنشيط وتعميق السوق، وملاءمتها لتمويل مختلف الأنشطة الاستثمارية مما يؤدي زيادة كفاءة السوق.

الفرضية الثالثة: سوق الصكوك الماليزي هو سوق تقل أهميته على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية

لقد أظهرت البيانات والإحصائيات خطأ هذه الفرضية حيث يؤدي سوق الصكوك دورا مهما على مستوى السوق الإسلامي الماليزي وهو أحد أهم عناصره حيث نمت نسبة مساهمته بشكل متواصل في السوق الإسلامي.

قائمة المرجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

1- الكتب:

- 1- ابن منظور، "لسان العرب"، دار إحياء التراث العربي، بيروت، المجلد الرابع، بدون سنة.
- 2- أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الرياض، ط2، 1426هـ.
- 3- أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006.
- 4- أحمد سالم ملحم، "بيع المرابحة وتطبيقاتها في المصارف الإسلامية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2005.
- 5- أحمد سفر، "المصارف الإسلامية: العمليات، إدارة المخاطر والعلاقة مع المصارف المركزية والتقليدية"، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005.
- 6- أمين السيد أحمد لطفي، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 7- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة"، دار الميسرة للنشر والتوزيع، القاهرة، ط1، 2004.

- 8- بشير عباس العلق، " المعجم الشامل لمصطلحات العلوم الإدارية، المحاسبة، التمويل والمصارف"،
الدار الجماهيرية للنشر والتوزيع والإعلان، مصراتة، بدون سنة نشر .
- 9- جبار محفوظ، " تنظيم وإدارة البورصة"سلسلة التعريف بالبورصة"، ج3، دار هومة، الجزائر، ط1،
2002.
- 10- جون وايت، " الاستثمار في السندات والأسهم"، ترجمة: خالد العامري، دار الفاروق للنشر والتوزيع،
القاهرة، ط1، 2003.
- 11- وائل عربيات، " المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، ط1،
2006.
- 12- زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد
الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009.
- 13- حمد بن عبد الرحمن الجنيدل وإيهاب حسن أبو دية، " الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي"،
ج1، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009.
- 14- حمزة محمود الزبيدي، " الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط1،
2004.
- 15- حمزة عبد الكريم محمد حماد، " مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع،
عمان، ط1، 2008.

- 16- حسين بلعجوز، "مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية- دراسة مقارنة"، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 17- حسن حمدي، "دليلك إلى البورصة والاستثمار"، دار الكتاب العربي، دمشق، ط1، 2006.
- 18- طارق الله خان وحبيب أحمد، "إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية"، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003.
- 19- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 20- طارق عبد العال حماد، "دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 21- مبارك بن سليمان بن محمد، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، ج1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، ط1، 2005.
- 22- محمد النجار وآخرون، "المعجم الوسيط"، مكتبة الشروق الدولية، جمهورية مصر العربية، ط4، 2004.
- 23- محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007.
- 24- محمد يوسف ياسين، "البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004.
- 25- محمد محمود عبد ربه، "مخاطر الاستثمار على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.

- 26- محمد مطر وفايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2005
- 27- محمد سامر القصار، "الأزمة المالية العالمية"، دار الفكر، دمشق، 2009.
- 28- محمد عمر شايرا، "نحو نظام نقدي عادل"، ترجمة: سيد محمد سكر، دار البشير للنشر والتوزيع، عمان، بدون سنة نشر.
- 29- محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- 30- محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 31- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 32- محمد صالح جابر، "الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2003.
- 33- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق، عمان، ط1، 2007.
- 34- محمود محمد سليم الخوالد، "المصارف الإسلامية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008.
- 35- محمود عبد الكريم أحمد، "الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2001.

36- محسن أحمد الخضيرى، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، إيتراك النشر والتوزيع، القاهرة ،ط2، 2001.

37- منير إبراهيم هندي، " إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

38- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، 1999.

39- سمير عبد الحميد رضوان، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر"، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 2005.

40- سمير عبد الحميد رضوان، " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط1، 1996.

41- عاطف وليم اندراوس، " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2007.

42- عايد فضل الشعراوي، " المصارف الإسلامية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، ط2، 2008.

43- عبد الرحمن بن صالح، "الوساطة التجارية في المعاملات المالية"، دار اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، ط1، 1995.

44- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، "أسواق رأس المال وتمويل المشروعات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

45- عيسى ضيف الله المنصور، "نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية"، دار الثقافة للنشر والتوزيع عمان، ط1، 2007.

46- علي محي الدين القرة داغي، "أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (المشكلة والحلول) دراسة فقهية اقتصادية"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003.

47- فادي محمد الرفاعي، "المصارف الإسلامية"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004.

48- فلاح حسن الحسيني ومؤيد عبد الرحمن، "إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر"، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2006.

49- فتحي سليم وزياد غزال، "حكم الشرع في البورصة"، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2008.

50- شمعون شمعون، "البورصة: بورصة الجزائر"، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.

51- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر المعاصر، دمشق، ط1، 2002.

52- ضياء مجيد، "البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003.

II- المجالات والبحوث:

- المجلات:

1- أشرف محمد دوابة، " إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، السنة 24، العدد 04، أكتوبر 2006.

2- حامد ميرة، " صكوك الإجارة"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 23، العدد1، 2010.

3- عبد الرحيم عبد الحميد الساعتي، " نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 11، العدد01، 1999.

4- عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المجلد 20، العدد02، 2007.

5- عبد العظيم أبو زيد، "تحو صكوك إسلامية حقيقية، حقيقية الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية"، مجلة الفكر الإسلامي المعاصر: إسلامية المعرفة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، بيروت، السنة السادسة عشرة، العدد 62، 2010.

6- "9.52 مليارات دولار قيمة أكبر 10 صفقات للصكوك بنهاية الربع الثالث"، تقرير شركة بيتك للأبحاث، جديدة الأنباء الكويتية، 22 ديسمبر 2010.

7- 162 تريليون دولار ثروات الأغنياء في 2015"، تقرير شركة بيتك للأبحاث، جريدة الراي، العدد 11919، 18 فيفري 2012.

- البحوث:

1- "الصكوك والصناديق الاستثمارية"، سلسلة حصاد إنجازات الصناعة المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI)، 2009.

2- آندي جويست وآخرون، "الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا-"، نشرة صندوق النقد الدولي، 19 سبتمبر 2007.

3- سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للإستثمار، الكويت، أبريل 2004.

4- سليمان ناصر، " تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية- دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية "، سلسلة بحوث منهجية مختارة، نشر جمعية التراث، القرارة ، غرداية، ط1، 2002.

5- عيسى محمد الغزالي، " نظم البناء والتشغيل والتمويل BOT"، سلسلة جسور التنمية، السنة الثالثة، العدد 35، نوفمبر 2004.

III- المداخلات:

1- إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية، " إخفاق /إعسار بعض إصدارات الصكوك : الأسباب والآثار"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24- 25 ماي 2010.

2- أحمد بن عبد العزيز الحداد، " الأسهم والسندات تصور وأحكام"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.

3- أكرم لال الدين وسعيد بوهراوة، " إدارة السيولة في المصارف الإسلامية- دراسة تحليلية نقدية-"، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010.

- 4- الطاهر هارون والعقون نادية، "الأزمة المالية العالمية الراهنة: أسبابها، آليات انتشارها والآثار المترتبة عنها"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5-6 ماي 2009.
- 5- الطيب لحيلج، "الأزمة المالية- رؤية إسلامية"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الإقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5-6 ماي 2009.
- 6- أمال حاج عيسى وفضيلة حويو، "المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
- 7- آسيا سعدان وعماري صليحة، "المنتجات المالية الإسلامية بين التقليد والإبتكار"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.
- 8- أشرف محمد دوابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمينة: الواقع وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمينين، صنعاء، 20-21 ماري 2010.
- 9- أشرف محمد دوابة، "المشتقات المالية: الرؤية الإسلامية"، الملتقى العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.
- 10- أختر زيتي عبد العزيز، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009.

11- بوعتروس عبد الحق، "تحليل الأزمة المالية الراهنة"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5-6 ماي 2009.

12- بوفليح نبيل وعبد الله الحريتي حميد، "التمويل الإسلامي كأسلوب لمواجهة تحديات الأزمة المالية العالمية"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5-6 ماي 2009.

13- بن الضيف محمد عدنان، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع..ورهنات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.

14- براق محمد وقمان مصطفى، "آداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع..ورهنات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.

15- جاسم علي سالم الشاملي، "سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجاميع الفقهية الإسلامية.. بين الأمل والواقع"، المؤتمر العلمي لسنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 ماي 2005.

16-جمال لعماره ورايس حده، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006.

17-هناء محمد هلال الحنيطي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية"، المؤتمر العلمي الدولي الأول حول الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2-ديسمبر 2010.

18- هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، ماي 2005.

19- وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الإستثمار الشرعية"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 ماي 2005.

20- زايري بلقاسم مهدي ميلود، "موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.

21- زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي"، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010.

- 22- زياد الدماغ، "مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها"، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010.
- 23- حمزة بن حسين الفعر، "ضمانات الصكوك الإسلامية"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010.
- 24- حسن محمد الرفاعي، "سوق الأوراق المالية من المخاطر إلى الأزمات: قراءة أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي"، الملتقى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب إفرازات الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، 2010.
- 25- حسن سالم العماري، "المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي"، مؤتمر مستجدات العمل في سوريا على ضوء التجارب العربية والعالمية، سوريا، 2-3 جوان 2005.
- 26- طويطي مصطفى وشرع يوسف، "صيغ التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي وضوابطه"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.
- 27- كمال توفيق الحطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي-3 جوان 2009.
- 28- لحو بوخاري ووليد العايب، "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.

- 29- لمياء بوعروج، "الأزمة المالية الحالية- دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث والتداعيات"، الملتقى الدولي لأزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5-6 ماي 2009.
- 30- محمد زياد سلامة البخيت، "السوق المالي الإسلامي: صمام أمان للأزمات لمستقبل المالية"، المؤتمر العلمي الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.
- 31- محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.
- 32- محمد محروس، "الأسواق المالية من المنظور الشرعي والقانوني"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.
- 33- محمد نور الدين غادمن، "تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، أوراق عمل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الرياض، 25 أكتوبر 2008.
- 34- محمد عبد الحليم عمر، "الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الإسكندرية، 15-18 أكتوبر 2000.
- 35- محمد علي القري، "الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009.

36- محمد علي القري، " كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 27-28 ماي 2008.

37- معبد علي الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، " أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010.

38- نادية أمين محمد علي، " صكوك الاستثمار الشرعية- خصائصها وأنواعها-"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية:معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 2005.

39- ناهد علي حسين السيد، " حقيقة نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية"Bot"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009.

40- نوري منيو وبارك نعيمة، " إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية وأهميتها في تحدي الأزمات المالية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.

41- نور الدين أنجدمون، " تطوير الصكوك في ماليزيا"، أوراق عمل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الرياض، 25 أكتوبر 2008.

42- سيد أحمد حاج وسيهاني سهام، " المصارف الإسلامية بين تحديات بيئة العمل المصرفي وضرورة الرقابة الشرعية عليها"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.

43- سعد بن تركي الخثلان، "الأسهام الجائزة والمحضورة"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.

44- سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، "تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010.

45- عبد الحق حميش، "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية دراسة وتقويم"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 ماي 2005.

46- عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية، دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.

47- عبد الله بن محمد العمراني، "السندات من منظور شرعي"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.

48- عبد الله بن سليمان المنيع، "الصكوك الإسلامية تجاوزا وتصحيحا"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25 ماي 2010.

49- عبد الله براهيم، "الفاعلون في دائرة التمويل الإسلامي"، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي: واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، 09 ديسمبر 2010.

50- عبد الملك منصور، " العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري ، دبي، 31 ماي -3 جوان 2009.

51- عبد الستار أبو غدة، " المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة المالك عبد العزيز، جدة، 24 - 25 ماي 2010.

52- عبد الستار أبو غدة، " صناديق الاستثمار الإسلامية- دراسة فقهية تأصيلية موسعة-"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 ماي 2005.

53- عبد الفتاح بوخمخ ومحمد صالح، " الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على اقتصاديات الدول العربية"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم الاقتصاد والإدارة، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 5-6 ماي 2009.

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

55- عبد القادر خداوي وبزيرية أحمد، " الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية، الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.

56-عجيل جاسم النمشي،"التوريق والتصيك وتطبيقاتها"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009.

57-عمر ياسين محمود خضيرات، " دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.

58-عيسى مرزقة ومحمد الشريف شخشاخ، " البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع .. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011

59-علي بن الضب، " سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.

60-علي محي الدين القرّة داغي،" الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009.

61- فاطمة الزهراء عراب وعلاني فتيحة،" خصوصية السياسة المالية في معالجة عجز الميزانية في الاقتصاد الإسلامي"، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع .. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23-24 فيفري 2011.

62- فؤاد محمد أحمد محيسن،" الأزمة المالية العالمية وأثرها على الصناعة المالية الإسلامية"، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سوريا، جوان 2009.

63- فؤاد محمد أحمد محيسن، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، منظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، 26-30 أبريل 2009.

64- فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008.

65- صالح صالحي وعبد الحليم غربي، "دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الرهانة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.

66- صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي -3 جوان 2009.

67- قتيبة عبد الرحمن العاني، "صكوك المضاربة الإسلامية: التخرج الفقهي والتصوير الفني"، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.

68- رياض منصور الخليلي، "هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 15-17 ماي 2005.

69- شوكمال عبد الكريم وبراهيمي سمير، " انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، 23- 24 فيفري 2011.

70- شوقي جباري وفريد خميلي، " دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية"، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، 1-2 ديسمبر 2010.

71- شنايت صباح، " المصارف الإسلامية وتحديات العولمة المالية"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة، 5-6 ماي 2009.

72- خالد محمود الزهار ورامي صالح عبدة، " نحو أسواق مالية إسلامية"، المؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، ماي 2005.

73- خولة فريز النوباني، " الصكوك... تجارب عالمية"، ورشة عمل الصكوك الإسلامية... تحديات، تنمية وممارسات دولية، عمان، الأردن، 18- 19 جويلية 2010.

74- خلف سليمان النصري، " إسهامات رابطة العالم الإسلامي في بناء اقتصاد إسلامي بين الدول الإسلامية"، المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، 3-5 جوان 2005.

IV- الرسائل الجامعية:

- 1- أسامة عبد الحليم الجورية، " صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعية للدراسات الإسلامية، بيروت، 2009.
- 2- بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- 3- زاهرة علي محمد بني عامر، " التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.
- 4- حسين علي يوسف بني هاني، " السياسة النقدية في الإسلام"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، مركز الدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 1989.
- 5- مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، " تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية- تجربة بعض البنوك السعودية-"، مذكرة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، قسم الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية المفتوحة، القاهرة، 2006.
- 6- نبيل خليل طه سمور، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- 7- سامية زيتاري، "ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع القياس الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

8- سليمان ناصر، " علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2005.

9- صايفي عمار، " محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2009.

V- المواقع الإلكترونية:

1- أبو عبد الإله صالح بن مقبل، " الأسهم المختلطة في ميزان الشريعة"، تاريخ الإطلاع 2011/12/15، عن الموقع:

[http:// www.kantakji.com/fiqh/files/markets/6124.swf](http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/6124.swf).

2- أحمد محمد النصار، " الأسواق المالية الإسلامية. مبادئها وأدواتها"، تاريخ الإطلاع 2011/12/10، عن الموقع:

<http://www.philadelphia.edu-jo/courses/Markets/files/markets/135.doc>

3- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، " التاريخ الشرعي للصكوك"، تاريخ الإطلاع 2012/01/20، عن الموقع:

[http:// www.kantakji.com/fiqh/files/markets/B139.pdf](http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/B139.pdf).

4- "الصكوك الإسلامية"، وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، سوريا، تاريخ الإطلاع 2012/02/12، عن الموقع:

<http://syrianfinance.org/assets/files/20033.doc>

5- بن الضيف محمد عدنان، " تاريخ إنشاء وتعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية"، تاريخ الإطلاع
2011/12/23، عن الموقع:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?p=3202#post3202>

6- حسين شحاتة، " المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة الأزمات في سوق الأوراق المالية"، تاريخ الإطلاع
2011/12/17، عن الموقع:

<http://www.darelmashora.com/download.ashx%3Fdocid%3d4&sa=V&ei=n-Ajfhon4-eot3m-B4&ved=ocbeQfab&u>.

7- حسين شحاتة، " الضوابط الشرعية لتعامل مع السماسرة في أسواق الأوراق المالية"، تاريخ الإطلاع
2011/12/26، عن الموقع:

<http://www.darelmashora.com>.

8- يوسف عبد الله الشبيلي، " الاستثمار في الأسهم والسندات"، تاريخ الإطلاع 2011/12/02، عن الموقع:

<http://www.shubily.com/books/asohomandsandat.pdf>.

9- كمال توفيق حطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، تاريخ الإطلاع 2012/01/16، عن الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/1077.doc>.

10- لاهم حمد الناصر، " السوق المالية الإسلامية في ماليزيا: التجربة والنجاح"، الموقع العالمي للاقتصاد
الإسلامي، تاريخ الإطلاع 2012/03/22، عن الموقع:

www.isegs.com/forum/archive/index.php/t-647.html.

11- "ماهو التصكيك"، تاريخ الإطلاع 2012/02/11، عن الموقع:

hndles.ashx%3Fpg%3dc9977cdo-a572-4216-http://www.faculty.yu.edu.jo/banessa/download
8e92-ef96c2b7e16%.

12-مجلس الخدمات المالية الإسلامية، " متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والإستثمارات
العقارية"، جويلية، 2008، تاريخ الإطلاع 2012/02/15، عن الموقع:

http://www.ifsb.org/docs/ed_sukuk_arabic_pdf.

13- محمد أكرم لال الدين، " النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، تاريخ الإطلاع
2012/03/20، عن الموقع:

www.kantakji.com/fiqh/files/markets/B130.pdf.

14- محمد القري، " صناديق الإستثمار الإسلامية"، تاريخ الإطلاع 2011/12/28، عن الموقع:

<http://www.blatgi.com/portal/mobiles-php?action-savemobile&id=8>.

15- محمد عبد الحليم، "أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية"، تاريخ الإطلاع 2011/12/15، عن
الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/318.rar>.

16- محمد فهد مهيدات، " عقود الخيارات المالية المعاصرة بين المجيزين والمانعين"، تاريخ الإطلاع
2012/01/08، عن الموقع:

<http://sh22y.com/vb/t106564.html>.

17- نوال بيومي، " تريد تمويلا.. فتش عن الصكوك"، تاريخ الإطلاع 2012/03/30، عن الموقع:

<http://www.onisham.net/arabic/nama/success-stories/131424-2011-07-08-45-17.html>.

18- "تحو اقتصاد فقهي حول النقود والأسواق المالية"، ملتقى البحث العلمي، تاريخ الإطلاع
2011/02/01، عن الموقع:

<http://www.RSSCRS.info/vb/downloads.php?do=file&d=2387>.

19- نسيمة خشوف، " ماهية البنوك الإسلامية"، تاريخ الإطلاع 2011/12/28، عن الموقع

<http://www.philadelphia.edu.jo/courses/files/bankes/34106.doc>.

20- سامي السويلم، " المشتقات المالية أدوات التحوط أم للمجازفة؟"، تاريخ الإطلاع 2011/12/10، عن
الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/323.rar>.

21- عبد الحميد محمود البعلي، " المشتقات المالية في الممارسة العملية وفي الرؤية الشرعية"، تاريخ
الإطلاع 2012/01/08، عن الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/markets/42408.Zip>.

22- عبد الحميد محمود البعلي، " الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية"، تاريخ الإطلاع
2011/12/20، عن الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/Fatawa/1198.doc>.

23- عبد الله بن محمد الرزين، " كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مقالات، مركز أخبار الصناعة
المالية الإسلامية، تاريخ الإطلاع 2011/12/24، عن الموقع:

<http://www.cibafi.org/newscenter/details.aspx?id=11376&cat=12&retId=0>

24- عبد الملك منصور المصعبي، " الصكوك"، تاريخ الإطلاع 2012/02/20، عن الموقع:

<http://www.abhathoo.net.ma/index.php/fre/content/download/18889/340012/file/%25D8%25A7%25D9%2584%25D>.

25- عبد الفتاح محمد فرح، " الصكوك وتمويل التنمية"، تاريخ الإطلاع 2012/02/14، عن الموقع:

<http://www.scribd.com/doc/20738908/%25d8%25A7%25D9%2584%25D8%25B5%25D9%2588%25D9%2583%25>

26- عدنان الحلاوي، " اتجاهات الصكوك العالمية: صكوك أقل تكلفة وأكثر وفرة عام 2011"، تاريخ الإطلاع 2012/03/09، عن الموقع:

<http://www.zawya.com/story.cfm?id=ZAWYA20111209150942&pagenane=sukukmonitor&=000000111212>.

27- "عوائق أمام النظام المالي الإسلامي ليحل بديلا للرأسمالية"، دراسات، تاريخ الإطلاع 2011/12/21، عن الموقع:

http://www.alriyadhtrading.com/newsesign/show_content-sub!hp?cuv=34&Model=M&submodel=26&subid=790&showAll=on.

28- علي محي الدين القرّة داغي، " الاستثمار في الأسهم"، تاريخ الإطلاع 2011/12/15، عن الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/market/invest-action.doc>.

29- علي محي الدين القرّة داغي، " صكوك الاستثمار: تأصيلها وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية"، تاريخ الإطلاع 2012/02/23، عن الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/files/market/633.ppt>.

30- عصام أبوالنصر، "أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، تاريخ الإطلاع 2011/12/20، عن الموقع:

<http://iefepedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12/doc>.

31- فكري كباشي الأمين، "مفهوم المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، تاريخ الإطلاع 2011/12/28، عن الموقع:

<http://www.dahsha.com/old/viewarticle.php?Id=27165>.

32- صابر محمد حسن، " دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى"، تاريخ الإطلاع 2012/03/10، عن الموقع:

www.kantakji.com/fiqh/files/markets/527.docx.

33- "قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي"، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة السابعة، جدة، 9-14 ماي 1992، تاريخ الإطلاع 2012/02/14، عن الموقع:

<http://www.fiqhacademy.org.sa/durat/7.html>.

34- شوقي بورقبة، "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، تاريخ الإطلاع 2012/02/25، عن الموقع:

http://www.ierc.Rau.edu.sa/paga-hiwarat_32_v3.aspx?

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية The references in English

I-The magazines:

1-Mohamed Zaid Mohd Zin and others, “ **the effectiveness of sukuk in Islamic Finance Market**”, Australian journal of Basic and Applied sciences, volume 5, number 12, 2011.

2-Raja teh Maimunah, “**Malaysian success stories in islamic finance**”, global islamic finance magazine, may2010.

3-Ranjit Ajit Singh, “**an overview of the islamic capital market in Malaysia**”, Islamic finance News road show, Hong kong, 30 april 2008.

4-Rika Nakagawa, **“the evolution of islamic finance in south east asia: the case of Malaysia”**, the journal of applied business research, vol 25, n1, January-February 2009.

5-Rosylin Mohd.yusof and Sabri Abd. Majid, **“stock market volatility transmission in Malaysia Islamic versus conventional stock market”**, Islamic economic magazine, university of Malik.Abd-Elaziz, Jada,vol 20,N 02, 2007.

II-the conferences:

1-Dalila Daud and others, **“the relationship between Islamic index in bursa Malaysia, Kuala lumpur”**,**research institute university of technology development and commercialization mara 40450, Malaysia, june 2006.**

2-Darwis abd Razak and Moh Azahar Adul Karim, **“Devemopment of finance in Malaysia: A conceptual paper”**, **8th Global Conference on business and Econmics**, Florence, Italy, 18-19th October 2008.

3-Ijlal Ahmed Alvi, **“Islamic Finance”**, **A paradigm shift in Africa**, crowne plaza hotel, Nairobi, Kenya, 28th-29th March 2011.

4-Jasri Jamal and others, **“Islamic capital market and shariah screening in Malaysia”**, **international research sympesirem in service management**, le merideien Hotel, Mauritius, 24th -27th August 2010.

5-Mutlaq H.A-morished, **“faith and finance”** , **sukuk sumnit**, London, 25th -26th june 2008.

6- Muzaffar Hicham,**“the future of Islamic finance”**, **Islamic financial intelligence summit**, maybank Islamic, Malaysia, 15th November 2011.

7-Ranjit Ajit Singhand, **“ development of the capital market in Malaysia”**, **at 10 resarch conference**, 7th -8th march 2002.

III-the reports:

1-**“Issuance of sukuk in GCC and globaly through 2011 1st Q”**, A special report by research and Analysis unit of Boubyan Bank.

2-Mohamed Salisu and others, **“Islamic finance; opportunities and challenges”**, research Bulletin, Gulfone investment Bank, December 2008.

IV-the websites:

1-Adnan Halawi, “**sukuk gain where the bonds lose in month of firsts**” , on 09/03/2012, from the website:

http://www.zawya.com/story.cfm/sid ZAWYA2011111010525/bonds_los_is_sukuk_gain.

2-“**Bond market development thrusts**” , on20/03/2012, from the website:

<http://www.sc.com.my/indwx.asp?pageid=262Access=menid=351>.

3-Datuk Mohamed Azahari Kamil, “**the Development of shariah-compliant structure investment fund- the Malaysian experience-**“ , report of amanahrya investment bank ltd Labuan, 2010, on 20/03/2012m from the website:

www.assaif.org/content/download/1084/7772/file/the_development_of_shariah-compliant_structured_investment_fund.pdf.

4-“**Dawn of a renaissance: the Malaysia derivatives market**”, on 20/03/2012, from the website:

http://www.bursamalaysia.com/website/bm/dervatives/dowonloads/bmd_annualreport2010.pdf.

5-“**derivatives berhad**”, on 20/03/2012, from the website:

<http://www.bursamalaysia.com/website/bm/dervatives/about-us/index.html>.

6- “**Development of the Islamic capital market**” ,Annual report of securities commission, Malaysia, 2002, on 15/03/2012, from the website:

www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2002_eng/devicm.pdf.

7-“**FTSE Bursa Malaysia Hijrah shariah index**”, FTSE the index company, Factsheet, on 20/03/2012, from the website:

www.ftse.com/indices/FTSEBursa_Malaysia_index_series/downloads/FTSE_Bursa_Malaysia_Hijrah_Shariah_Factsheet.pdf.

8-Ijlal A. Alvi, “**need for a global unified sukuk market: Key challenges and role of islamic financial institution**” , report of IIFM ,5th September, 2007, on 14/03/2012, from the website:

[www.iifm.net/media/PDF/presentatory need-for- global-sukuk.pdf](http://www.iifm.net/media/PDF/presentatory%20need-for-global-sukuk.pdf).

9- Ijlal A. Alvi, “**Review on several sukuk products issued world wide**”, IIFm presentation,2006, on 16/03/2012, from the website:

www.kantakji.com/fiqh/files/markets/f130.pdf.

10-“**Islamic capital market fact finding report**” , report of Islamic capital market task force of the international organization of securities commission, July2004, on 11/12/2011, from the website:

[www.sc.com.my/eng/html/icm/ ICM-IOSCOFact finding report.pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/icm/ICM-IOSCOFact%20finding%20report.pdf).

11- “**Islamic capital market review**”, annual report of securities commissions, Malaysia, 2005, on 12/03/2012, from the website:

[www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2005_eng /pdf/10 icm.pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2005_eng/pdf/10%20icm.pdf).

12-“**Islamic finance**”, Financial Market series, the cityUK Islamic Finance, may 2011 report, on 20/03/2012, from the website:

[Sta.uwi.edu/conferences/11/Finance/documents/the city UK Islamic Banking2011.pdf](http://Sta.uwi.edu/conferences/11/Finance/documents/the%20city%20UK%20Islamic%20Banking2011.pdf).

13-“**Islamic Market**” , report of Bursa Malaysia, on 21/03/2012, From the website:

[www.buranmalaysia.com/website/bm/recources/download/Islamic_market brochure.pdf](http://www.buranmalaysia.com/website/bm/recources/download/Islamic_market_brochure.pdf).

14-“**Kuala lumpur Stoch Eschange**”, Annual report 2000, on 22/03/2012, From the website:

[http://bursa.listed company.com/misc/ar2000.pdf](http://bursa.listedcompany.com/misc/ar2000.pdf).

15-“**Malaysia Islamic capital market**”, Quarterly Bulletin of Malaysia Islamic capital market, the securities commission, January 2008, on 17/03/2012, From the website:

www.sc.com.my/eng/html/icm/0801msianicm.pdf.

16-“**Malaysia Debt securities and sukuk Market, A Guide for Issuers and investors**” , A joint publication by Negara Malaysia and securities commission Malaysia, 2009, on 11/03/2012, From the website:

[www.sc.com.my/eng/html/ bondmkt/MalaysianDebtSecuritiesSukuk_2009.pdf](http://www.sc.com.my/eng/html/bondmkt/MalaysianDebtSecuritiesSukuk_2009.pdf).

17-**“offshore”**, on 21/03/2012, From the website:

www.bursamalaysia.com/website/bm/products_and_services/offshore.html.

18-Rashdan Ibrahim, **“Malaysia Dominance in the Issuance of sukuk tradable & liquid market”**, report research of Bashayer company, January 2012, on 20/03/2012, From the website:

Portal.wko.at/wk/dok_detail_file.wk?angid=1&docid=1808215&conid=615431

19-**“Statements and Statistics”**, annual report of securities commission, Malaysia, 2008, on 20/03/2012, from the website:

www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2008_eng/pdf_eng/9_part6.pdf

20- **“Statements and Statistics”**, annual report of securities commission, Malaysia, 2009, on 20/03/2012, from the website:

www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar2009_eng/pdf_eng/pt6.pdf.

21- **“Statements and Statistics”**, annual report of securities commission, Malaysia, 2011, on 20/03/2012, from the website:

www.sc.com.my/eng/html/resources/annual/ar_2011_eng/pt6.pdf.

22-**“Sukuk market continues to Grow despite Gloomy Market condition”**, ratings direct, report of standard and poor’s, 9 september 2008, on 13/03/2012, from the website:

www.assif.org/content/download/1715/11252/file/S&Psukuk_report.pdf.

23- **“Sukuk market continues to soar-and diversify, held A loft by huge financing needs”**, Ratings direct, the report of standard and poor’s, 11th march 2008, on 10/03/2012, From the website:

www.kantakji.com/fiqh/file/markets/m154.pdf.

24-**“sukuk report”**, a comprehensive study of the international sukuk market, report of international Islamic, on 11/03/2012, From the website:

http://www.Institute_français_de_finance_islamique.Fr/docs/files/14_IIFm_sukuk_report_1st_Edition.pdf.

25-Wan Razazila Wan Abdullah and others, **“the Evolution of the Islamic capital market in Malaysia”**, on 20/03/2013, From the website:

www.victoria.ac.nz/sacl/6ahic/publications/6ahic-75_Final_paper.pdf

26-Wan Rizaidy, **“regulating the Islamic capital market”**, bursa Malaysia, on 20/03/2012, From the website:

www.buramalaysia.com/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market/downloads/IMS_Regulating_islamic_capital_market_wr.pdf.

27-Zawya, **“Sukuk quarterly bulletin”**, on 08/03/2012, from the websites:

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=D09040901227.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=C090630095215.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=V09100106112123.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=H100107012306.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=L100401064641.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=F100701091540.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=V101001101517.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.Cfm?issue=R110111073846.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=H110405111559.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=L110711081140.

www.zawya.com/newsletterbulletin/quarterly_Sukuk_bulletin.cfm?issue=U20228075648.

www.zawya.com/newsletterbulletin/Sukuk_qb_issue_09_1Q11-3.pdf.

www.zawya.com/viewpdfstory.cfm/sidpdf_051011090615/loK1

www.zawya.com/story.cfm/sidpdf_280212080125.

المخلص:

إن أسواق الأوراق المالية هي أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادي، التي تعتبر المحرك الأساسي للأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز من خلال التعامل في الأدوات المالية (الأسهم والسندات...)، ويوجد في البلاد الإسلامية جهود واضحة من أجل تطوير أسواق الأوراق المالية بها ووضعها في قالب إسلامي حتى تتماشى مع الطابع الديني لتلك الدول، لذلك جاءت الهندسة المالية الإسلامية بتقنية التصكيك الإسلامي من أجل خلق أدوات مالية موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، والمرادفة لعملية التوريق في النظام الرأسمالي، وبين النظرية والتطبيق نجد أن الواقع الملموس للصكوك الإسلامية في العالم يشهد تنوعا ونموا ملحوظا خلال الأعوام الأخيرة، وللاختصاص بالذكر نجد أن التجربة الرائدة في الصكوك الإسلامية والمتمثلة في التجربة الماليزية قد استقطبت الكثير من المستثمرين المحليين والأجانب في هذا المجال، فأصبحت على مر السنين مركزا لابتكارات جديدة، حيث كانت ماليزيا أكبر المصدرين للصكوك الإسلامية في عام 2007، وهذا يوضح مدى تأثير عملية التصكيك الإسلامي على حجم سوق الصكوك من سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية الإسلامية، التصكيك الإسلامي، التوريق التقليدي، الصكوك الإسلامية.

Abstract :

The securities market is one of the most important markets of economic activity, which is the primary engine of funds from the owners of the surplus to the owners of the deficit through dealing in financial instruments (stocks, bonds ...), and there are in Islamic countries explicit efforts to develop the securities markets and put them in the form of an Islamic order to conform to the religious character of those countries, therefore ; the Islamic Finance Engineering came with the process of Islamic securitization in order to create financial instruments that the consent of the provisions of islamic law, and corresponding to the process of securitization in the capitalist system, and between theory and practice, we find that the concrete reality of islamic sukuk in the world is witnessing a diverse and growing significantly over recent years, and for the jurisdiction of the said we find that the pilot experience in Islamic sukuk is the Malaysian experience has attracted a lot of local and foreign investors in this area, it has become over the years a center for new innovations, where Malaysia was the largest exporters of islamic sukuk in 2007, and this explains of the impact of islamic securitization on the size of islamic sukuk market from the Islamic securities market in Malaysia.

Keywords: the islamic securities market , islamic securitization , traditional securitization , the islamic sukuk.