

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
جامعة محمد خيضر بسكرة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

LMD-SEGC



الموضوع

دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال
- دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي -
خلال الفترة (2001-2015)

رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية

الأستاذ المشرف:

أ.د/ رحمانى موسى

من إعداد الطالبة:

نزار سناء

أعضاء لجنة المناقشة

السبتي وسيلة	أستاذ محاضر - أ -	جامعة بسكرة	رئيسا
موسى رحمانى	أستاذ التعليم العالي	جامعة بسكرة	مشرفا ومقررا
كردودي صبرينة	أستاذ محاضر - أ -	جامعة بسكرة	مناقشا
بن إبراهيم الغالي	أستاذ محاضر - أ -	جامعة بسكرة	مناقشا
محيريق فوزي	أستاذ محاضر - أ -	جامعة بالوادي	مناقشا
عقبة عبد اللاوي	أستاذ محاضر - أ -	جامعة الوادي	مناقشا

الإهداء

إلى أمي وأبي حبا وطماعة

إلى زوجي مودة ووفاء

إلى قرة عيني ابنتي آية

إلى خالي يزيد مشجعي الدائم

إلى إخوتي احتراما وتقديرا

شكر و عرفان

الحمد لله الذي هداني إلى طريق العلم والمعرفة، وأعانني على إتمام هذا العمل.

يشرفني أن أتقدم بالشكر والعرفان للمشرف على هذا العمل الأستاذ الدكتور رحمان موسى

حيث بفضل الله، ثم بفضل جمده المتواصل وتوجيهاته السديدة ورعاية صدره أثناء فترة البحث

تم إنجاز هذا العمل فله مني فائق التقدير والاحترام.

كما أتقدم بشكري إلى كافة أساتذتي الكرام وزملائي الأعزاء سواء كانوا من داخل الوطن أو

خارجة على ما قدموه لي من معونة.

ملخص:

عرفت أسواق رأس المال تطورا ملحوظا خلال مسيرتها التاريخية، فشهدت نموا كبيرا ومتوعا للأدوات المالية المصدرة والمتداولة بها، من بينها آلية التوريق المصرفي التقليدي التي ازدهرت وانتشرت عبر العالم واكتسبت أهمية كبيرة في مختلف أسواق رأس المال، إلا أن الأزمة المالية العالمية ل2008 أثبتت عدم قدرة هذه التقنية للتصدي للأزمات، مما أدى إلى توجه الأنظار نحو النظام المالي الإسلامي الذي ينفى التعامل بالفائدة ، لذلك تسلط الضوء على آلية التصكيك الإسلامي، حيث تعد ماليزيا الدولة السبّاقة في هذا المجال.

وتهدف هذه الدراسة إلى تحديد دور كل من التصكيك الإسلامي و التوريق المصرفي التقليدي في تفعيل سوق رأس المال من خلال دراسة تطبيقية لحالة سوق ماليزيا، أي دراسة مدى تأثير الصكوك الإسلامية و التوريق المصرفي على المؤشر العام لبورصة كوالا لمبور composit، الذي يعد من بين أهم المؤشرات المالية في ماليزيا ومن بين النتائج التي تم التوصل إليها أن للصكوك الإسلامية دور كبير في تفعيل سوق رأس المال الماليزي، إذ تساهم إصداراتها في دفع هذا المؤشر نحو الصعود، أما بالنسبة للتوريق المصرفي فليس له تأثير كبير على المؤشر المالي الماليزي، وبالتالي ليس له دور فعال في سوق رأس المال الماليزي ، لذا يمكن القول أن التصكيك الإسلامي يمكن أن يكون بديلا للتوريق المصرفي في ماليزيا.

الكلمات المفتاحية: التوريق المصرفي، التصكيك الإسلامي، سوق رأس المال، الصكوك الإسلامية، المؤشر المالي، سوق رأس المال الماليزي.

Le Résumé:

Les marchés de capitaux ont connu un développement remarquable à travers leurs carrières, en effet, elles ont eu un développement important et divers des instruments financiers exportés et échangés, notamment le mécanisme de la Titrisation Bancaire traditionnelle qui a prospéré et répandu à travers le monde, et qui a eu une grande importance dans les différents marchés de capitaux, cependant, la crise mondiale de 2008 a démontré l'incapacité de cette technique pour faire face aux crises, ce qui a entraîné d'attirer l'attention sur le système financier islamique qui interdit l'intérêt, c'est pourquoi, elle met en évidence le mécanisme de la Titrisation Islamique, où la Malaisie est considérée comme la pionnière dans ce domaine.

Cette étude vise à déterminer le rôle du système bancaire Islamique et la Titrisation Bancaire Traditionnelle dans l'actualisation du marché de capitaux à travers une étude pratique sur l'état du marché malaisien, c'est-à-dire étudier l'impact des sukuk et la Titrisation bancaire sur l'indice général de la bourse de Kuala Lumpur composite, qui est considérée comme l'un des plus importants indices financiers dans la Malaisie, et parmi les résultats qui ont été obtenus, est que les sukuk jouent un grand rôle dans l'actualisation du marché de capitaux Malaisiens, car ses exportations contribuent à la hausse de l'indice boursier, quant à la Titrisation bancaire, elle n'a aucun effet sur l'indice financier Malaisien, donc, elle n'a pas un rôle actif dans le marché de capitaux malaisiens, Alors, on peut dire que la Titrisation Islamique pourrait être un alternatif de la Titrisation Bancaire dans la Malaisie.

Les mots clés : Titrisation Bancaire, système bancaire islamique, Marché de capitaux, Sukuk, Indice Financier, Marché de capitaux Malaisiens.

Abstract :

Capital markets have experienced a remarkable development throughout their careers ,indeed, they had a large and diverse development of exported and traded financial instruments including traditional Banking securitization mechanism that flourished and spread worldwide, and it had great importance in the various capital markets, However, the global crisis of 2008 demonstrated the inability of the technique to cope with crises, which led to draw attention to the Islamic financial system which prohibits interest, therefore, it highlights the Islamic securitization mechanism, where Malaysia is considered the pioneer in this field.

This study aims to determine the role of the Islamic banking system and the Traditional banking Securitization in the capital market discount through a practical study on the state of the Malaysian market, that is to say, study the impact of sukuk and the bank Securitization on the general index of the Kuala Lumpur Stock Exchange composit, which is considered as one of the most important financial indexes in Malaysia, and among the results that have been obtained, is that sukuk have a big role in the updating of the Malaysian capital market because its exports contribute to the rise of the stock index, concerning the bank Securitization, it has no effect on the financial index Malaysian, therefore, it has no active role in the Malaysian capital market, So we can say that the Islamic Securitisation could be an alternative of the Banking Securitisation in Malaysia.

The key words: Banking securitization, Islamic banking, capital market, Sukuk, Financial Index , Malaysian capital market.

فهرس المحتويات

VI	الاهداء
VI	شكر وعرهان
VI	الملخص باللغة العربية
VI	الملخص باللغة الفرنسية
V	الملخص باللغة الانجليزية
VI	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
أ-ط	مقدمة
66-1	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والنظري للسوق المالي والتوريق المصرفي.
2	1. تمهيد
3	1.1. ماهية السوق المالية وسوق رأس المال
3	1.1.1. مفهوم السوق المالية وتطورها التاريخي.
8	2.1.1. أنواع وأقسام السوق المالية.
15	3.1.1. الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية
27	2.1. كفاءة سوق رأس المال وأهم الأوامر والمؤشرات في هذا السوق.
27	1.2.1. كفاءة سوق رأس المال.
35	2.2.1. أوامر سوق رأس المال.
37	3.2.1. مؤشرات سوق رأس المال وأهداف استخدامها.
39	3.1. مفاهيم عامة حول التوريق المصرفي
39	1.3.1. مفهوم التوريق وتطوره التاريخي.
44	2.3.1. الأركان الأساسية لعملية التوريق وأهميتها.
46	3.3.1. أنواع التوريق وأهم منتجاته.
49	4.1. ميكانيزمات عملية التوريق المصرفي ومخاطرها.
49	1.4.1. أطراف وأساليب عملية التوريق .
57	2.4.1. خطوات عملية التوريق المصرفي ومخاطر هذه العملية.
60	3.4.1. التوريق وعلاقته بالأزمة المالية لـ2008.
66	خلاصة الفصل الأول.

128-67	الفصل الثاني: مدخل مفاهيمي للصكوك الإسلامية
68	2. تمهيد
69	2. 1. الإطار العام للتصكيك الإسلامي وحكمه في الفقه الإسلامي.
69	2.1.1. نشأة التصكيك الإسلامي ومفهومه.
74	2.1.2. أهمية وأهداف إصدار الصكوك الإسلامية.
76	2.3.1.2. أطراف عملية التصكيك الإسلامي وحكمه في الفقه الإسلامي.
78	2.4.1.2. جهات التصكيك الإسلامي وقواعده.
80	2.2. معايير تصنيف الصكوك الإسلامية .
80	2.2.1.2. الصكوك القائمة على عقود المشاركة.
88	2.2.2. الصكوك المستخدمة في مجال الزراعة .
93	2.3.2.2. الصكوك القائمة على البيوع.
103	2.4.2.2. الصكوك القائمة على الإجارة.
106	2.5.2.2. أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية.
114	3.2. إجراءات التصكيك الإسلامي وضوابطه الشرعية وضماناته.
114	3.2.1. إجراءات التصكيك الإسلامي .
115	3.2.2. الضوابط الشرعية والفنية للصكوك الإسلامية وأهم ضماناتها.
117	3.3.2. مقارنة للصكوك الإسلامية مع الأدوات المالية الأخرى.
118	4.3.2. التطورات الحديثة للصكوك الإسلامية في العالم.
124	4.2. أهم المخاطر المتعلقة بالصكوك الإسلامية وسبل معالجتها .
125	4.2.1. المخاطر المتعلقة بالصكوك الإسلامية.
126	4.2.2. سبل معالجة مخاطر الصكوك الإسلامية.
128	خلاصة الفصل الثاني.
172-129	الفصل الثالث: مدخل لسوق رأس المال الماليزي والرقابة الشرعية فيه.
130	3. تمهيد.
131	3.1. نظرة عامة على اقتصاد ماليزيا
131	3.1.1. نبذة مختصرة على دولة ماليزيا.
133	3.2.1. التجربة التنموية في ماليزيا.
138	3.3.1.3. الصيرفة الإسلامية في ماليزيا و مكانتها كمركز دولي للمالية الإسلامية.
144	3.3.1.2.3. سوق رأس المال الماليزي ونشأته.

146	2.2.3. وظائف سوق رأس المال الماليزي.
147	3.2.3. أقسام سوق رأس المال الماليزي.
151	4.2.3. الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي.
154	3.3. ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم تطوراتها .
154	1.3.3. نشأة وتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
156	2.3.3. سوق رأس المال الماليزي الإسلامي وأهميته.
159	3.3.3. أهداف ووظائف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
164	4.3. دور الرقابة الشرعية في نجاح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وأهم التحديات التي تواجهه.
164	1.4.3. مفهوم الرقابة الشرعية في ماليزيا وتطورها.
167	2.4.3. عوامل ساعدت على تطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.
168	3.4.3. أهم التحديات التي تواجه سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وآفاقه المستقبلية.
172	خلاصة الفصل الثالث.
234-173	الفصل الرابع: التجربة الماليزية في التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي
174	تمهيد
175	1.4. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي.
175	1.1.4. أدوات الملكية.
200	2.1.4. السندات في سوق رأس المال الماليزي
202	3.1.4. المشتقات المالية في ماليزيا وأهم المؤشرات المالية الإسلامية الماليزية.
205	2.4. واقع التوريق المصرفي ودوره في سوق رأس المال الماليزي.
205	1.2.4. تاريخ ونشأة التوريق المصرفي في ماليزيا.
206	2.2.4. المبادئ التوجيهية للتوريق المصرفي في ماليزيا.
207	3.2.4. أنواع التوريق المصرفي في ماليزيا.
209	4.2.4. مقارنة حجم إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول وحجم إصدار كل من الصكوك الإسلامية والسندات الدين خلال الفترة الزمنية 2001-2015.
211	3.4. أثر التصكيك الإسلامي التوريق المصرفي في تفعيل سوق رأس المال الماليزي.
212	1.3.4. المنهجية المتبعة.
215	2.3.4. تحليل النتائج من مخرجات SPSS

217	3.3.4. تفسير النتائج من مخرجات spss
219	4.4. أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية في ماليزيا واقتراح صكوك تكون بديلة للتوريق المصرفي في الجزائر بناء على التجربة الماليزية.
219	1.4.4. أهم نقاط المقارنة بين التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي في ماليزيا.
220	2.4.4. أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية في ماليزيا.
221	3.4.4. بعض الحلول المقترحة من أجل مواجهة تحديات الصكوك الإسلامية في ماليزيا
222	4.4.4. نموذج مقترح من الصكوك الإسلامية لتمويل قطاع السكن لتكون بديلا للتوريق المصرفي في الجزائر بناء على التجربة الماليزية
234	خلاصة الفصل الرابع
235	الخاتمة
237	ملاحق
241	المصادر والمراجع.

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
52	درجات تقييم الائتمان عند وكالتي التصنيف Moody وSKP	(1.1)
65	تطور النسبة المئوية السنوية لقروض Subprime المورقة خلال الفترة (2001-2006)	(2.1)
122	مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات	(2.2)
122	حجم الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا.	(2.2)
124	التوزيع الجغرافي للصكوك الإسلامية في العالم للفترة 2005-2012	(3.2)
127	أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة عالميا 2014	(4.2)
132	أهم المعطيات العامة والاقتصادية لماليزيا	(1.3)
133	أهم المعطيات الاقتصادية للاقتصاد الماليزي 2014.	(2.3)
141	أكبر المصارف الإسلامية في ماليزيا لسنة 2013.	(3.3)
155	أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا	(4.3)
159	تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2005-2015).	(5.3)
170	آفاق نمو رأس المال الإسلامي بحلول عام 2020.	(6.3)
176	تطور الأسهم المتوافقة وغير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية بين 2001-2014.	(1.4)
181	صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا	(2.4)
185	حجم صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن أجل خلال الفترة 2001-2015.	(3.4)
189	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015).	(4.4)
192	تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)	(5.4)
194	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)	(6.4)
196	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)	(7.4)
198	إجمالي إصدار الأوراق المالية الإسلامية المضمونة بعقارات سكنية في ماليزيا 2005-2015.	(8.4)
201	حجم السندات الحكومية خلال الفترة 2011-2015.	(9.4)
202	حجم سندات الشركات في سوق السندات الماليزية خلال الفترة 2010-2015.	(10.4)

204	حجم عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-2015	(11.4)
207	حجم أصول العقارات السكنية في ماليزيا خلال الفترة (2004-2015).	(12.4)
209	مقارنة حجم إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول وحجم إصدار كل من الصكوك الإسلامية والسندات الدين خلال الفترة الزمنية (2001-2015).	(13.4)
214	حجم كلا من الصكوك الإسلامية وحجم التوريق المصرفي ومؤشر كوالا لامبور composite من 2001-2015	(14.4)
216	ملخص مخرجات نموذج برنامج spss	(15.4)
219	أهم نقاط المقارنة بين التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي في ماليزيا.	(16.4)

قائمة الأشكال:

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
(1.1)	هيكل سوق رأس المال	15
(2.1)	المستويات الثلاثة لكفاءة السوق.	34
(3.1)	العلاقة بين المستويات الثلاث للكفاءة.	34
(4.1)	المراحل الأساسية لعملية التوريق.	58
(5.1)	آلية التوريق المصرفي	59
(1.2)	آلية إصدار صكوك المشاركة	83
(2.2)	آلية إصدار صكوك المضاربة	87
(3.2)	آلية إصدار صكوك المزارعة	89
(4.2)	آلية إصدار صكوك المساقاة	93
(5.2)	آلية تطبيق صكوك المرابحة	96
(6.2)	آلية إصدار صكوك السلم	99
(7.2)	آلية إصدار صكوك الاستصناع.	102
(8.2)	آلية إصدار صكوك الإجارة.	106
(9.2)	آلية إصدار صكوك السلم الحكومية	107
(10.2)	آلية عمل صكوك المشاركة الحكومية.	108
(11.2)	آلية إصدار صكوك المضاربة الحكومية.	109
(12.2)	آلية عمل صكوك الإجارة الحكومية	110
(13.2)	آلية إصدار صكوك الاستصناع الحكومية	111
(14.2)	التوزيع الجغرافي للصكوك الإسلامية في العالم للفترة 2014.	121
(15.2)	الصكوك العالمية القائمة واتجاهات إصداراتها	122
(16.2)	أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة عالميا لعام 2014	123
(1.3)	الهيكل التنظيمي لسوق المشتقات الماليزية	150
(1.4)	تطور الأسهم المتوافقة وغير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية بين 2001 - 2014.	176
(2.4)	صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا	182
(3.4)	آلية إصدار صكوك البيع بثمن آجل المرابحة في ماليزيا.	183
(4.4)	عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بثمن آجل / مرابحة في ماليزيا	184

186	تطور إصدار صكوك البيع بثمان آجل /مربحة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015).	(5.4)
188	آلية إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا.	(6.4)
194	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)	(7.4)
191	آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا.	(8.4)
192	تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015).	(9.4)
193	آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا.	(10.4)
194	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015).	(11.4)
196	آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا	(12.4)
197	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)	(13.4)
199	منحنى إصدار الأوراق المالية الإسلامية المضمونة بعقارات سكنية في ماليزيا	(14.4)
200	آلية إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا.	(15.4)
201	حجم السندات الحكومية خلال الفترة 2011-2015	(16.4)
202	حجم سندات الشركات في سوق السندات الماليزية خلال الفترة 2010-2015.	(17.4)
204	حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-2015	(18.4)
208	حجم أصول العقارات السكنية في ماليزيا.	(19.4)
210	مقارنة حجم إصدار الأوراق المالية المضمونة بأصول وحجم إصدار كل من الصكوك الإسلامية والسندات الدين خلال الفترة الزمنية(2001-2015) .	(20.4)
231	مقترح لآلية الصكوك الوقفية بأسلوب التأجير من أجل إنشاء سكنات اجتماعية	(21.4)

مقدمة:

شهدت أسواق رأس المال تطورا ملحوظا خلال فترة السبعينات والثمانينات من القرن الماضي بالأخص أسواق السندات في الدول المتقدمة، وفي نفس الفترة وقعت معظم الدول النامية في فخ المديونية مما ترتب عنه إعادة جدولة ديون هذه الدول وهي إشارة لبداية عملية التوريق، إذ بانهايار الاتحاد السوفياتي وانتشار أفكار العولمة من تحرير الأسواق وإزالة الحواجز والقيود أمام تدفقات رؤوس الأموال دفع ذلك إلى زيادة القروض والديون والتهافت نحو المشتقات المالية، كما زاد التوجه الملفت لتحويل القروض إلى أوراق مالية تستعمل مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة من خلال توريق الديون سواء كانت الديون للدول أو للبنوك الدائنة، ولقد انتشرت هذه الآلية خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية.

وتعتبر آلية التوريق من أهم تقنيات الهندسة المالية التي تساهم في زيادة حجم التعاملات والأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال، فهي عبارة عن عملية مالية تستطيع بموجبها البنوك سحب جزء من أصولها المالية غير السائلة (القروض) في ميزانيتها لمعبوية مالية تتمثل في منشأة مالية ذات الغرض الخاص أو يمكن تسميتها بمؤسسة التوريق المصرفي.

تقوم هذه المنشأة بتحويل تلك الأصول إلى أصول سائلة قابلة للتداول في سوق رأس المال وتتمثل في أوراق مالية مسندة لأصول مالية، والهدف الأساسي من عملية التوريق هو توزيع المخاطر المرتبطة بتلك القروض بشكل متساوي على كافة المتعاملين لتجنب الوقوع في الأزمات وكذا توفير السيولة للبنك.

لقد عرفت آلية التوريق المصرفي ازدهارا كبيرا منذ فترة السبعينات من القرن الماضي، إذ وفرت للبنوك ومختلف المؤسسات المالية إمكانية جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة بالإضافة إلى تمكينها من تحويل جزء من المخاطر التي تتحملها إلى أطراف أخرى، كما أن آلية التوريق المصرفي مكنت أسواق رأس المال من توسيع نشاطها وزيادة أنواع الأدوات المالية الاستثمارية المعروضة فيها، ولقد ازدهرت عمليات التوريق المصرفي خاصة في أسواق المال الأمريكية ثم تبعتها الأسواق الأوروبية وكذا الأسواق الآسيوية، ثم بدأت في الانتشار في الدول العربية لكنها لم ترتقي إلا ما هو حاصل في الأسواق الأمريكية.

لكن مع حدوث الأزمة المالية العالمية لعام 2008 أكدت وجود قصور في هذه الأداة، بل تعد السبب الرئيسي لحدوث هذه الأزمة وذلك نتيجة لسوء استخدامها والتوسع الكبير وغير المدروس لها، أي أنها أصبحت من أهم العوامل التي أدت إلى ظاهرة عدم استقرار الأسواق المالية وتفشي الأزمات .

في ظل هذه الأوضاع تسلط الضوء على الصيرفة الإسلامية التي لا تتعامل بالفائدة، حيث شهدت المعاملات المالية والمصرفية تطورا وازدادت أهميتها حتى على الصعيد الدولي، إذ كانت إلى حد ما بعيدة عن التقلبات المالية التي أصابت المصارف العالمية.

لقد عرفت المؤسسات المصرفية الإسلامية تراكم أصول ضخمة من الذمم والتمويل والاستثمارات بجانب الموجودات الأخرى من ميزانيتها السنوية بصورة جعلت العائد على هذه الموجودات يتناقص باستمرار بسبب تدوير هذه الأصول وتحويلها إلى سيولة، مما أدى إلى استحداث أدوات مالية إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة ألا وهي الصكوك الإسلامية القائمة على فكرة التوريق نفسها، إلا أن هيكلتها وفلسفتها تقوم على أسس مختلفة وتعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز المنتجات المصرفية الإسلامية وأسرعها نموا وهي حديثة مقارنة بالمنتجات المالية الأخرى، والصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة في ملكية أصول مشروع قائم أصلا، كما تعد الصكوك الإسلامية وسيلة جيدة لجذب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة من المستثمرين سواء كانوا أفرادا أو منظمات أعمال أو حكومات .

بالرغم من حداثة التعامل بالصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال إلا أنها ساهمت في تزويد هذه الأخيرة بمنتجات جديدة مبتكرة تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، إذ اكتسبت الصكوك الإسلامية صدى كبير بين المجتمعات العربية والإسلامية وحتى الغربية، وهذا دليل على بداية نجاحها عالميا ومن أبرز التجارب الجديرة بالتحليل والقراءة تجربة الصكوك الإسلامية في ماليزيا، إذ تعتبر من بين أولى الدول التي سارت في مجال المالية الإسلامية.

إن سوق ماليزيا هو سوق رأس مال مزدوج ناشئ، إذ يتكون هذا السوق من سوق رأس مال إسلامي وسوق رأس مال تقليدي ويعتبر سوق المال الماليزي من بين الأسواق المالية التي تسعى إلى تطوير كل من عمليات التوريق التقليدي وعمليات التصكيك الإسلامي في آن واحد من أجل إرضاء جميع أفراد مجتمعها لذا سيتم دراسة كل من موضوع التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال الماليزي .

أولا) الإشكالية الرئيسية:

تعد آلية التوريق المصرفي أداة مهمة في الاقتصاد الوضعي ولها ميزات متعددة ودورا فعالا في أسواق رأس المال وفي دعم الاستثمار الحقيقي، غير أن الأزمة المالية ل2008 أثبتت أن التعامل بها أدى إلى تفاقم الأزمة المالية، وفي ظل هذه الأوضاع لاحظ الاقتصاديون الإسلاميون ضرورة توفير أدوات مالية جديدة تكون بديلة للتوريق المصرفي التقليدي، فالتجهت الأنظار للصكوك الإسلامية التي

توفر السيولة بطريقة شرعية ولا تتسبب في إحداث فوائض ربوية مضرّة بالاقْتصاد، كما تسمح بتفادي التمويل بالعجز الذي يتسبب في زيادة التضخم لذلك سيتم بحث ودراسة دور كل من الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي في سوق رأس المال الماليزي، ومن أجل ذلك تمت صياغة الإشكالية التالية :

ما هو دور آليتي التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في تفعيل سوق رأس المال

الماليزي؟

من خلال هذه الإشكالية يمكن طرح مجموعة من التساؤلات الجزئية الآتية :

التساؤلات الجزئية:

- ما هي أهم الأسس التي تقوم عليها كل من عملية التوريق المصرفي وعملية التصكيك الإسلامي؟
- ما الدور الذي يمكن أن تلعبه آلية التوريق المصرفي في تطوير سوق رأس المال؟
- هل للصكوك الإسلامية تأثير على سوق رأس المال؟

ثانياً) فرضيات الدراسة :

من أجل الإجابة على التساؤلات السابقة تم اقتراح الفرضيات التالية :

- في سوق رأس المال أي زيادة في حجم عمليات التصكيك الإسلامي يكون على حساب عمليات التوريق المصرفي.
- إن التوريق المفرط للديون في ظل التعامل بالفائدة يؤدي إلى حدوث أزمات مالية في سوق رأس مال.

- الصكوك الإسلامية لها تأثير إيجابي على سوق رأس المال الماليزي.
- للتوريق المصرفي دور إيجابي في تطوير سوق رأس المال الماليزي.

ثالثاً) مبررات اختيار البحث:

من بين المبررات التي تم على أساسها اختيار هذا البحث هي:

- يعتبر التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي من بين المواضيع الحديثة الهامة المطروحة حالياً في الساحة المالية والاقتصادية.
- الميل الخاص لدراسة الاقتصاد الإسلامي عامة وبصفة خاصة في مجال الأسواق المالية كونها تتدرج ضمن التخصص.
- المساهمة في إثراء المكتبة الاقتصادية بمواضيع ذات صلة بالاقتصاد الإسلامي.

رابعاً) أهداف الدراسة:

تبرز أهداف هذه الدراسة من خلال مايلي:

- تسليط الضوء على أساسيات عملية التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي.
- دراسة دور كلا من الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي في سوق رأس المال، ومحاولة معرفة مواطن القوة والضعف لكلا الأدوات في ماليزيا.
- تسليط الضوء على السوق الذي يتم فيه إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا وتوضيح دور الجهات الرقابية في ذلك وتحديد أثر واتجاه العلاقة بين الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي وبين التوريق المصرفي والمؤشر العام للسوق.
- التوصل إلى نتائج واقتراحات يمكن أن تستفيد منها الدول العربية وبالأخص الجزائر بناء على الدروس المستفادة من التجربة الماليزية.

خامساً) أهمية البحث:

- تكمن أهمية البحث من خلال ما تشهده الصكوك الإسلامية من نمو متسارع في أسواق رأس المال سواء في الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة، ويمكن تلخيص أهمية البحث من خلال ما يلي:
- الاهتمام المتزايد بالصكوك الإسلامية من قبل الدول المتقدمة والسماح بإدراج هذا النوع من الأوراق المالية بأسواقها حيث زادت أهميتها بعد حدوث الأزمة المالية 2008.
 - أهمية آلية التوريق المصرفي لدى المصارف التقليدية وصعوبة التخلي عنها رغم ما سببته أزمة الرهن العقاري باعتبارها أداة قوية وفعالة في تحويل المخاطر وتوفير السيولة.
 - تنبأ خبراء الاقتصاد بمستقبل كبير للتعامل بالصكوك الإسلامية في كافة أنحاء العالم.
 - إن كلا من التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي له دورا وتأثيرا كبيرا على الأسواق المالية إذا تم استخدامها بالطريقة الصحيحة.

سادساً) حدود الدراسة:

- من أجل تبيان وتوضيح الدراسة على أحسن وجه تم تحييدها كما يلي:
- بالنسبة للحدود الزمنية فقد حددت فترة دراسة الموضوع من 2001 إلى 2015 وتم اختيار هذه الفترة الزمنية والتي بدأت بعام 2001 وتمثل بداية تطور التعامل بالصكوك الإسلامية وبالنسبة للتوريق فهي فترة ازدهاره أما اختيار سنة 2015 فهي آخر ما تم التوصل إليه من إحصائيات.

بالنسبة للحدود المكانية فقد تم اختيار سوق رأس مال الماليزي وهو سوق مزدوج إسلامي وتقليدي ويتم التعامل فيه بكلتا الآليتين سواء التوريق المصرفي التقليدي أو التصكيك الإسلامي، لذلك تم اختيار سوق رأس المال الماليزي .

سابعاً) منهج الدراسة والأدوات المستعملة

نظراً لطبيعة الموضوع، ومن أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة في البحث والإحاطة بمختلف جوانبه فإن المنهج الذي تم إتباعه في الدراسة يتمثل في المنهج الوصفي، حيث استخدم في عرض مختلف الجوانب النظرية لسوق رأس المال، التوريق المصرفي، التصكيك الإسلامي، كما تطلب الأمر الاستعانة بالمنهج الاستقرائي من خلال جمع البيانات المرتبطة بالموضوع عند رصد تطور إصدار الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي خلال الفترة الزمنية 2001-2015.

وتم استخدام المنهج التحليلي من خلال تحليل وتفسير النتائج المتوصل لها في البحث، كما أنه تم استخدام برنامج SPSS من أجل دراسة العلاقة واتجاهها بالنسبة لأثر كلا من التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي على المؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي، وذلك من أجل تسهيل الحسابات، مع الدقة في النتائج.

ثامناً) الدراسات السابقة :

إن موضوع الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي من بين المواضيع الحديثة، ورغم الكتابات المتعددة حول الصكوك الإسلامية لم يتم التطرق بعد إلى ربط الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي في موضوع واحد، ففي الغالب يتم دراسة كلا من الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي على حدة ومن بين الدراسات التي تناولت بعض جوانب هذا الموضوع:

- دراسة أسامة عبد الحليم الجورية بعنوان: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، وهي رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية قدمت إلى معهد الدعوة الجامعية للدراسات الإسلامية، دمشق، سوريا 2009، تمثلت هذه الدراسة في أربعة فصول أسرد فيها مختلف أنواع الأوراق المالية التقليدية ثم تطرق إلى الجانب التاريخي لصكوك الاستثمار وتعريفها وخصائصها وواجبات الرقابة الشرعية اتجاه إصدار الصكوك والعمليات على الصكوك، كما استعرض مختلف أنواع هذه الصكوك وتوضيح تداولها وحجمها في الأسواق المالية، وقد أبرز الباحث في رسالته أهمية الصكوك من الناحية الاقتصادية كما ناقشت هذه الدراسة أثر الصكوك على الاقتصاد الكلي ودورها في الاقتصاد المحلي والعالمية لكن لم يتطرق الباحث في دراسته إلى دراسة تطبيقية أو دراسة بلد معين أي أن هذا البحث نظري، لكن قدمت الدراسة اقتراح بإصدار نوع من الصكوك التنموية لتعمير الأراضي، وتقديم بعض

الإحصائيات عن إجمالي إصدار الصكوك في العالم من حيث النوع والحجم والعملات، في حين نجد أن دراستنا قد ركزت على الجانب التطبيقي من خلال دراسة التصكيك في ماليزيا، وأبرزت تطور الصكوك محليا (ماليزيا) ودوليا.

- **دراسة زياد جلال الدماغ بعنوان:** "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية: وهي رسالة دكتوراه مقدمة إلى الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، نشرت سنة 2012، والإشكال الذي تناولته هذه الدراسة هو قصور مساهمة الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية وجاءت أيضا من أجل تصويب تطبيقات الصكوك نحو الاستثمار المباشر في القطاعات الاقتصادية المختلفة وتناول الباحث موضوعه من خلال تقسيم بحثه إلى جانبين أساسيين الجانب الأول خصص للصكوك الإسلامية وتطبيقاتها في النظام الاقتصادي والإسلامي بعرض مفهومها وأنواعها ومخاطرها ومراحل عملية التصكيك، في حين تعرض الباب الثاني لتطبيقات الصكوك واستخداماتها في القطاعات الاقتصادية المختلفة، كما أن الباحث تطرق للتجربة الماليزية في إصدار وتداول الصكوك، حيث قام باستبيان للعاملين في البنوك والمؤسسات المالية العاملة في مجال الصكوك بطرح الأسئلة حول أنواع وضوابط وتطبيقات الصكوك في القطاعات السابقة، فوجد أن هناك علاقة طردية بين نجاح الصكوك والعوامل السابقة إلا أن هذه الدراسة لم تركز على حجم وقيمة الإصدارات ولا تأثيرها في مؤشرات سوق رأس المال، فقد اعتمدت على أجوبة العنصر البشري في تحليلها، ومن التوصيات التي جاءت بها هذه الدراسة ضرورة توحيد الفتاوى والالتزام بالمعايير الشرعية وكذا ضرورة إلغاء كل القيود المفروضة على هذه الصكوك، والشيء الجديد في موضوعنا هو التطرق إلى دور التوريق المصرفي في تفعيل سوق رأس المال الماليزي، وكيف يمكن للصكوك الإسلامية أن تكون بديلا حقيقيا للتوريق المصرفي بعد مقارنة كل من الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي من حيث الدور الذي يلعبانه في تفعيل سوق رأس المال الماليزي، كما تم اقتراح بعض النماذج من الصكوك من أجل الاستفادة بها في الجزائر بناء على التجربة الماليزية.

- **دراسة بن الضيف محمد عدنان** والتي تحمل عنوان "الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، هي مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل 2008، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، حيث تناولت الدراسة الاستثمار في سوق الأوراق المالية من الجانبين الوضعي والشرعي من خلال مفاهيمه المختلفة ومختلف الضوابط الشرعية التي تحكمه، وكذا عقود الاستثمار الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية.

كما أوضحت الدراسة بعض الجوانب المتعلقة بسوق الأوراق المالية من منظور إسلامي ووضع الركائز الشرعية لقيام السوق المالية الإسلامية إضافة إلى مختلف إجراءات التعامل في السوق والأحكام المختلفة والمرتبطة بعمليات العاجلة والأجلة التي تتم بها، كما تناولت الدراسات أدوات الاستثمار التقليدية بشيء من التفصيل وأشارت إلى المعاملات والأدوات الاستثمارية الحديثة ثم تم إسقاط هذه الدراسة على واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، حيث كانت إشكالية الدراسة كالآتي: هل توجد مقومات إسلامية قادرة على إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بأدواتها الاستثمارية الشرعية؟ و توصل إلى بعض النتائج مفادها أن سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا يعتبر سوق يقوم على تشريعات وتعليمات لا يعتمد عليها في السوق الوضعي، ومن أجل المحافظة على مصداقية السوق تم إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ومن بين التوصيات والاقتراحات التي قدمها أنه لا بد من العمل على أن تكون سوق الأوراق المالية الإسلامية سوق مستقلة عن نظيراتها بأدواتها وعملياتها ووسطائها، ومن بين اقتراحات البحث إيجاد كيفية تحول الأسواق من طابعها الوضعي إلى إطارها الإسلامي، ومن خلال دراسته لم يهتم بجانب التصكيك بشكل كبير بل ركز على سوق الأوراق المالية الإسلامية، أما في دراستنا فتم التركيز على الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي في سوق رأس المال الماليزي.

- دراسة عبد الحميد فيجل بعنوان "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أمودجا - مذكرة ماجستير جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، وقد وضع الباحث الإشكالية التالية: إلى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في تفعيل وتطوير أسواق رأس المال الإسلامية؟ وقد استعرض الباحث دراسته من خلال أربعة فصول حيث تناول في الفصل الأول الإطار النظري لمختلف الجوانب المتعلقة بسوق الرأس المال الإسلامي يذكر منها المفاهيم والرقابة الشرعية على هذا السوق والأدوات المتداولة فيه، إضافة إلى إجراءات التعامل وضوابط الاستثمار فيه.

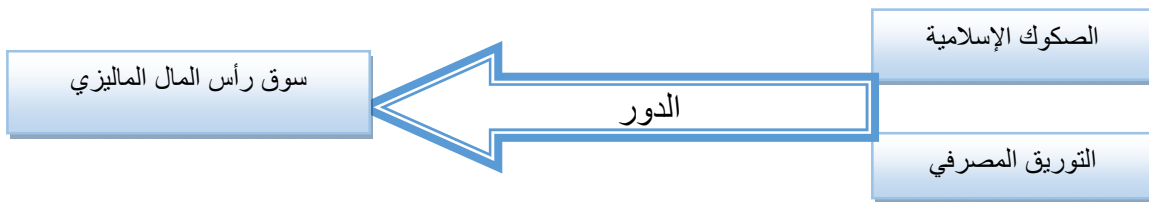
أما في الفصل الثاني فتطرق إلى المفاهيم الأساسية لكل من الهندسة المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي واستعرض أيضا أهمية الصكوك من الناحية الاقتصادية والتنموية، أما في الفصل الثالث فتطرق إلى تأثير الصكوك الإسلامية على سوق رأس المال الإسلامي وحدود التعامل بها وذلك من خلال تأثيرها على الاستثمار والمستثمرين في السوق وكذا مساهمتها في توفير السيولة اللازمة لمختلف المصارف والمؤسسات المصرفية كونها إحدى المتعاملين في السوق، وفي الفصل الرابع استعرض الباحث واقع التعامل بالصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي،

وتوصل إلى أنه هناك دور مهم وعلاقة ايجابية للصكوك الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال الماليزي، كما أنها تعتبر وسيلة فعالة في مواجهة الأزمات المالية نظرا للمزايا التي تحققها والخصائص التي تميزها (أنها قابلة للتسييل)، وبالتالي فهي تساهم في تحقيق الاستقرار في سوق رأس المال الإسلامي ورغم المزايا التي تحققها إلا أنها مازالت تواجه تحديات مختلفة منها المتعلقة بالصناعة المالية والمصرفية ومنها متعلقة بأسواق رأس المال الإسلامية، ومن بين الاقتراحات التي أعطاها الباحث دراسة دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق النقدي الإسلامي، أما في دراستنا فقد تمت دراسة الصكوك والتوريق في سوق مالي مزدوج، حيث أنه تم إضافة متغير ثاني وهو التوريق المصرفي في ماليزيا.

- **زاهرة على محمد بن عامر، التصكيك ودوره في تطوير الأسواق المالية الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 2008،** حيث طرحت الباحثة دراسة دور التصكيك الإسلامي في تطوير سوق المال وركزت الدراسة على توضيح عملية التصكيك الإسلامي ومقارنتها بالتصكيك التقليدي مع بيان الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي فقد أعطت صكوك مقترحة لتمويل مشاريع البنى التحتية مثل صكوك B.O.T وهي فكرة تستند إلى نظام التزام المرافق العامة وهو اختصار لمصطلح البناء والتشغيل ثم التحويل، كما أن هذا البحث لم يتطرق لدراسة حالة فكان مجرد بحث نظري، أما في الدراسة التي قدمناها فتم تسليط الضوء على مختلف جوانب التصكيك مع القيام بدراسة حالة لسوق رأس المال الماليزي بالإضافة إلى القيام بدراسة قياسية من أجل الدقة في النتائج.

تاسعا) نموذج الدراسة:

يمكن تحديد نموذج الدراسة كالآتي:



- استقرار
- تنشيط (حركية) حجم التداول.
- توسع
- تعثر

عاشرا) صعوبات البحث: من بين الصعوبات مايلي:

- قلة الدراسات التي تناولت موضوع التوريق المصرفي في ماليزيا وصعوبة الحصول على الإحصائيات.

إحدى عشر) خطة وهيكل البحث.

من أجل التوصل إلى أهداف البحث وكذا الوصول إلى نتائج اختبار الفرضيات المقترحة أي الإجابة عن الإشكالية تم تقسيم البحث إلى أربعة أقسام أساسية يمكن توضيحها من خلال هيكل الخطة التالي:

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والنظري للسوق المالي والتوريق المصرفي.

تم فيه تناول مختلف الجوانب المتعلقة بسوق رأس المال بصفة عامة من تعريف ونشأته وتطوره إلى ذكر مختلف الأنواع المندرجة تحته مع تبيان كفاءة الأسواق المالية، ودراسة مختلف الأدوات المالية والمتداولة فيه، أما الجزء الثاني فتم فيه تسليط الضوء على مختلف المفاهيم المتعلقة بالتوريق المصرفي من تعريف ونشأة وأنواع ومميزات الخ، وكذا ذكر تأثير في حدوث أزمة الرهن العقاري 2008.

الفصل الثاني: مدخل مفاهيمي للصكوك الإسلامية.

تم التطرق فيه إلى نشأة وتعريف الصكوك الإسلامية مع ذكر مختلف الأنواع وتبيان آلية عملها وأهم الضوابط الشرعية التي تحكم فيها، كما تم ذكر دور جميع أنواع الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

الفصل الثالث: مدخل لسوق رأس المال في ماليزيا والرقابة الشرعية فيه.

تم فيه تسليط الضوء على سوق رأس المال الماليزي من تعريفه وذكر أهم خصائصه ووظائفه وأهدافه و التركيز على الرقابة الشرعية فيه وأهم التحديات التي تواجهه وآفاق ومستقبل سوق رأس مال ماليزي.

الفصل الرابع: التجربة الماليزية في التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي.

تم فيه توضيح آلية مختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي، كما تمت دراسة واقع التوريق المصرفي في ماليزيا وأثره في سوق رأس المال الماليزي والشيء نفسه بالنسبة للصكوك الإسلامية، ثم تم القيام بعملية المقارنة بينهما، واستخراج النتائج والوصول إلى نماذج مقترحة لصكوك إسلامية يمكن أن تكون بديلا للتوريق المصرفي مع إمكانية تطبيقها في الجزائر بناء على التجربة الماليزية.

1. تمهيد:

تعد السوق المالية أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من الأثر الإيجابي على نشاط الاقتصاد ككل، فهي تمثل نقطة التقاء بين عارضي الأدوات المالية وطالبيها إذ تقوم الوحدات الطالبة للتمويل في هذه الأسواق بإصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية تستطيع من خلالها استقطاب مدخرات الأفراد، ثم توظيفها في مشاريع مالية أو حقيقية، كما أن للسوق المالية أقسام أهمها سوق رأس المال والتي لها دورا مهما جدا في دعم وتمويل المشاريع التنموية، فهي أكثر جاذبية للمستثمرين لتمييزها بطول آجال التمويل فيها، ومن بين أهم الأدوات التي طورت الأسواق المالية بصفة عامة وأسواق رأس المال بصفة خاصة، الأدوات المالية الناتجة عن آلية التوريق المصرفي وهي عملية تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة قابلة للتداول في أسواق رأس المال، مما يؤدي إلى توفير السيولة وتوزيع المخاطر بين المستثمرين.

من أجل التعرف على مختلف الجوانب المتعلقة بموضوع سوق رأس المال وآلية التوريق

المصرفي تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث رئيسية:

- ماهية السوق المالية وسوق رأس المال.
- كفاءة سوق رأس المال وأهم الأوامر والمؤشرات المالية فيه.
- مفاهيم عامة حول التوريق المصرفي.
- ميكانيزمات عملية التوريق المصرفي وأهم آثارها ومخاطرها.

1.1. ماهية السوق المالية وسوق رأس المال: تعتبر الأسواق المالية محور اهتمام جل الدول، فمن خلالها يتم تداول رساميل كبرى الشركات في البلد وبالتالي تعد المرآة العاكسة لحقيقة وضعه ومدى نشاطه وأداة لتقويمه، لذا سيتم التطرق إلى أهم النقاط المتعلقة بالسوق المالية.

1.1.1. مفهوم السوق المالية وتطورها التاريخي:

للأسواق المالية عدة تعاريف سيتم عرض البعض منها واستخلاص أهم الخصائص المميزة لها.

1.1.1.1. تعريف وخصائص السوق المالية: هناك مجموعة كبيرة من التعاريف نلخص بعضها

فيمايلي:

أولاً) تعريف السوق المالية:

- **التعريف الأول:** السوق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها أو المكان الذي يتم فيه، لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في سوق معين¹.

- **التعريف الثاني:** السوق المالية تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تحويل الأوراق المالية بسهولة إلى نقود حاضرة وبالعكس².

- **التعريف الثالث:** السوق المالية هي تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوزيع ادخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية وغير الإنتاجية أو هي مجموعة القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر³.

- **التعريف الرابع:** السوق المالية هي وسيلة يلتقي خلالها (المشتررون والبائعون، الوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية والمهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) من أجل تداول هذه الأدوات كل حسب غرضه⁴.

- **التعريف الخامس:** السوق المالية عبارة عن مجال يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي التي تحتاج

¹: مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اثنييليا، الرياض، المملكة السعودية، 2005، ص 34، 35.

²: مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، إثراء للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص 35.

³: وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2009، ص 16.

⁴: هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الأردن، 2009، ص 58.

لمورد مالي ومن ثم تنشأ الأدوات المالية وتتداول داخل الإطار التنظيمي لهذا المجال (السوق المالية)¹.

- **التعريف السادس:** السوق المالية هي مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة لمن هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الزمن عن طريق الوسطاء الماليين².

- **التعريف السابع:** السوق المالية هي عبارة عن كيان اقتصادي يتم فيه التقاء البائع والمشتري لإجراء الصفقات المالية التي تحقق الفائدة لكلا الطرفين³.

مما سبق ذكره يمكن إعطاء تعريفا شاملا للسوق المالية على أنها المجال الاقتصادي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية وتداولها بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي عبر قنوات فعالة من أجل تحقيق الفائدة للمتعاملين في هذا المجال أو السوق.

ثانيا) خصائص السوق المالية:

انطلاقا من التعريفات السابقة يمكن استخلاص أهم خصائص السوق المالية:

- تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بصفة عامة.
- تعد السوق المالية وسيلة الالتقاء بين البائعين والمشتريين دون الأخذ بعين الاعتبار المكان المادي للسوق.

- من بين الأركان الرئيسية في السوق المالية: الوسطاء وصناع السوق وقنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عمليات اتصال البائعين بالمشتريين، وفي العصر الحالي تم تجاوز اعتبار المكان فلقد أصبحت الانترنت تغطي سائر العالم، حيث جعلت من الممكن للمؤسسات والأفراد في أي مكان نشر ما لديهم من المعلومات المالية بكل بساطة، فقبل سنوات كان على المستثمر دفع مبالغ طائلة للحصول على المعلومات، وكان بعض المستثمرين يشدون الرحال إلى واشنطن والتوجه إلى الكونغرس ليجدوا فيها أحدث البيانات، كما كان على المستثمر الذهاب أو الاتصال عبر الهاتف لمجرد معرفة سعر السهم أو الاستفسار عما إذا كان هناك خبر جديد أو إعلان هام من إحدى الشركات⁴، لكن مع

¹: إسماعيل أحمد المنشاوي، عبد المنعم المبارك، اقتصاديات النقود و البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص118.

²: صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، مصر، 2003، ص11.

³: فهد عبد الله الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض، السعودية، ط2، 2006، ص61.

⁴: المرجع نفسه، ص ص 301،302.

التطور التكنولوجي أصبحت المواقع الالكترونية تعتبر وسيطا ما بين المستثمرين بأقل وقت زمني ممكن وبأقل تكلفة.

- تؤدي السوق المالية وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة كالأسهم والسندات بأنواعها، وتعد هذه الأخيرة ذات أهمية كبيرة بالنسبة للسوق المالية وبالنسبة للاقتصاد ككل، فإن عبر عنه ذلك بيانيا سيتضح أن هناك تشابه كبير بين نوع حركة أسعار الأسهم وبين حجم الأداء الاقتصادي القومي ككل فمؤشر أسعار الأسهم يبدأ بالهبوط قبل ظهور الكساد، ويبدأ بالمقابل في الارتفاع قبل بدأ مرحلة الانتعاش¹.

- الأسواق المالية هي الوسيلة التي تستطيع عن طريقها الدولة تلبية حاجاتها المالية اللازمة والقيام بأعبائها المتزايدة لتمويل أهداف التنمية من خلال إصداراتها المختلفة وطرحها للاكتتاب العام.

2.1.1.1. التطور التاريخي للأسواق المالية:

عرفت الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي مجموعة من المراحل المتتالية تلخص كالاتي²:

أولاً) مرحلة إنشاء بورصات البضائع.

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافقها من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدهار السكان فيها وبذلك أصبح تموين هذه المدن بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة فافتضى هذا وجود سوق عالمي للتجار بالمحاصيل الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربيين، ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الاتجار وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحصولات سميت ببورصة البضائع.

لقد أنشئت بورصة البضائع في باريس عام 1304 وأنشئت بورصة للبضائع في أمستردام عام

1608 التي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع.

ثانياً) مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية*، حيث أوجد الملك فليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا

¹: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر، 1993، ص 242.

²: قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، جرمان، سوريا، 2006، ص 208.

*: تتمثل السحوبات الإذنية في: الشيك، القبولات المصرفية والتي سيتم تعريفها فيما بعد، السند الإذني: وهو صك مكتوب قابل للتداول يتضمن تعهد المدين (محرر السند) بدفع مبلغ معين فور الاطلاع (يعتبر أداة وفاء)، أو في ميعاد معين لإذن أو لأمر شخص معين يسمى المستفيد.

التداول، وفي إنجلترا سنة 1688 كان التعامل يتم في سندات الائتمان وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599.

ثالثا) مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:

بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدأوا يبحثون عن مكان لهم فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة ففي لندن بعد أن خرج هؤلاء المتعاملون من بورصة الملكية للبضائع، كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتوجهون إلى المقاهي، وفي أمريكا عام 1790 خلال حرب الاستقلال أصدرت الفيديريالية صكوك في المقاهي والطرقات وكان السماسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع وول ستريت، ثم انتقل التعامل إلى قهوة تونتين وفي فرنسا قبل افتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع كانانبوا¹.

رابعا) مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى أملى ضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها.

خامسا) مرحلة التطور الكبير للأسواق المالية وظهور ما يعرف باندماج الأسواق المالية:

ارتبطت هذه المرحلة بالتطور الاقتصادي الكبير عموما والمالي خصوصا من خلال زيادة وتنوع وتوسع الوسائل والأدوات الجديدة المستخدمة في الأسواق المالية، وهي أيضا المرحلة التي تضمنت اندماج الأسواق المحلية والدولية نتيجة زيادة العلاقات الاقتصادية بين الدول وزيادة ارتباط هذه الأسواق بعضها مع بعض².

3.1.1.1. أهمية السوق المالية ومقوماتها.

أثبتت السوق المالية خلال الفترة الطويلة الماضية دورها الفاعل في كافة الاقتصاديات التي وفرت الشروط الأساسية لها، فأدت إلى تنشيط الاقتصاد من خلال ما توفره من تمويل سهل وسعير للاستثمارات الحقيقية والمالية، وعليه سيتم التطرق إلى أهمية السوق المالية وكذا تبيان أهم المقومات التي تتطلبها هذه السوق.

¹: شعبان البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2001، ص34،33.

²: فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006، ص20.

أولاً) أهمية الأسواق المالية:

للأسواق المالية دور مهم وفعال في تنشيط وتطوير اقتصاد الدول لذلك تتمثل يمكن تلخيص أهميتها من خلال مايلي¹:

➤ تلعب السوق المالية دورا مهما في تخطيط السياسة النقدية، فهي تعتبر مساعدة على تنفيذ السياسة النقدية وذلك عن طريق البنك المركزي باستخدام عمليات السوق المفتوحة، ففي حالة التضخم يسحب جزء من الكتلة النقدية فيطرح في السوق أدوات مالية (سندات وأذونات خزانة) ويبيعها بأسعار تعود على المشتري بعوائد والعكس في حالة الركود يضخ مبالغ نقدية عن طريق شراء الأدوات المالية.

➤ تساعد في الحصول على السيولة عن طريق تحويل الأدوات المالية إلى نقد عند الحاجة إليه.

➤ تساعد على تنظيم ومراقبة الإصدارات للأوراق المالية من خلال هيئة السوق المالية والتي تنظم عمل المتعاملين بهذه السوق وترتب العلاقة بينهم وذلك وفقا لقواعد ولوائح تكفل الاستمرارية والانضباط لعمليات السوق المالية وسيرها بسهولة ويسر.

➤ وجود سوق مالية تساعد في تحقيق عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة، حيث تتيح للمستثمرين مقارنة أسعار الأصول المالية في الأسواق مع العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، مما يمكنهم من توجيه أموالهم في الأسواق التي تحقق لهم تفضيلات.

➤ تعبئة المدخرات: حيث تبرز أهمية السوق المالية في عملية التنمية كأحد الآليات العامة لتجميع المدخرات وامتصاصها من الأفراد والشركات والقطاع العام وتوجيهها لمسارها الصحيح².

➤ نشر سلوك الاستثمار عن طريق ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجرى في الأسواق المالية حيث تعرض أدوات مالية متنوعة يصدرها مستثمرون (أو وسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة مما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع السلوك نفسه في الأسواق المالية³.

ثانياً) مقومات إنشاء السوق المالية:

تبعاً لمفهوم الأسواق المالية وأهميته فإن العمق الزمني لوجودها وفعاليتها يستوجب مجموعة من المقومات، تتميز في نوعين رئيسيين هما:

¹: وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الأسواق المالية والدولية، مرجع سابق، ص 23.

²: شذا جمال، صفق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مجدلوي، الأردن، 2008، ص 55.

³: هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 84.

أ. المقومات الأساسية: وعرفت بهذا الاسم للزوم توفرها فهي مقومات ارتكازية لا بد من توفرها من أجل نجاح الأسواق المالية، وتتمثل في¹:

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصرين هما: الثقة والتنظيم، أي الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسة والتنظيم الذي يعكس مدى وضوح السياسات المالية والنقدية، ويرجع هذا للدور الذي يلعبه كل من العنصرين في جذب الاستثمارات.

- وجود فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص وعدم وجود قيود وحواجز تعيق نقل رأس المال والمدخرات والثروات.

- تنوع أدوات الاستثمار تساهم في توسيع قاعدة الخيارات بالنسبة للمستثمرين.

- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة لها القدرة على أداء مهام الوسيط المالي إلى جانب قدرتها على ممارسة الصيرفة الاستثمارية.

- وجود حجم مناسب من الادخارات القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المختلفة.

ب. المقومات المساندة (المكملة): سميت بذلك لأنها تساعد على تطور ونضوج السوق المالية مع زيادة الفاعلية والكفاءة، ويمكن تلخيص هذه المقومات كالآتي²:

- نظم اتصال فعالة ومتطورة وكفاءة تساهم في توفير المعلومات الدقيقة حول حركة الأسعار.

- أنظمة كفاءة للإفصاح المالي والمعلوماتي وذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بالسرعة والدقة لضمان الشفافية عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد الوطني.

- تشريعات تضيي صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار بشكل يجعل السوق ذو أرضية خصبة للعرض والطلب.

- هيكل مؤسسي منظم يعبر عنه جهاز إداري متكامل تحكمه هيئة متخصصة ولا بد أن يتوفر في أعضاء السوق الحيادية والخبرة المالية.

- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش و تحديد التصرفات ذات القبول العام بين المتعاملين.

2.1.1. أنواع وأقسام السوق المالية:

للأسواق المالية أنواع عديدة سيتم ذكر البعض منها كما سيتم التطرق إلى أقسام السوق

المالية.

¹: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص26.

²: أسامة عزمي سلام، أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص113.

1.2.1.1. أنواع الأسواق المالية:

تصنف الأسواق المالية بشكل عام إلى عدة أنواع هي¹:

أ. **سوق العملات:** هي السوق التي تكون التجارة فيها بالنقد ذاتها، حيث يتم فيها تبادل العملات عن طريق الصرف العاجل أو الآجل، ويعتبر سوق العملات (الفوركس) من أكبر الأسواق المالية في العالم إذ يبلغ حجم التداول فيه 30 مرة حجم أسواق الأسهم الأمريكية كافة مجتمعة، ويتميز بوجوده الافتراضي على شبكة الانترنت، ويعمل على مدار 24 ساعة في اليوم.

ب. **سوق الأوراق المالية:** هي سوق منظمة يتداول فيها الأسهم والسندات وحصص التأسيس وتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب²، ويمكن تعريفها أيضا على أنها سوق منظمة تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، حيث تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد ينشط فيها المتعاملين في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار والناشدون للاستفادة من تقلبات الأسعار وتتعدّد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين³.

ت. **السوق المالية الإسلامية:** هي ذلك المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبتها من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تنمية الأموال في إطار شرعي، وبالنظر إلى أهمية السوق المالية الإسلامية في حياة المستثمر المسلم من خلال توفيرها الضمان والسيولة والربحية له والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر ولقد اهتم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل في هذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها⁴.

¹: شعبان البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 36،37.

²: زكرياء سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان الأردن، 2009، ص 39.

³: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة مصر، 1996، ص 27.

⁴: عبد القادر خداوي مصطفى، بزييرية محمد، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم في الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة بعين الدفلة، الجزائر، ماي 2009، ص 4.

2.2.1.1. أقسام السوق المالية:

تصنف الأسواق المالية وفقا لعدة معايير، ومن بين أكثر المعايير شيوعا المعيار القائم على أساس آجال المعاملات المالية أي تنقسم السوق المالية إلى السوق النقدي وسوق رأس المال وتصنف أيضا وفقا لنوع الأوراق المالية المصدرة، فإذا كانت أوراق مالية جديدة تسمى سوقا أولية أما إذا كانت أوراق مالية سبق إصدارها في فترة ماضية تسمى سوقا ثانوية¹.

أولاً السوق النقدية: تعد السوق النقدية جانب مهم في السوق المالية، فهي تعنى بالأدوات المالية قصيرة الأجل وعليه سيتم في هذا العنصر إعطاء تعريف لهذه السوق مع ذكر مكوناتها.

أ. تعريف السوق النقدية:

السوق النقدية هي السوق التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل، أو بالأحرى يمكن تعريفها على أنها المجال الذي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل القصير²، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يزيد عن سنة وبعبارة أخرى سوق النقد يمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل³ ويستخدم مصطلح السوق النقدية للتعبير عن مختلف الأدوات المالية ذات الآجال القصيرة التي تستند في العادة إلى سعر الفائدة⁴.

إن السوق النقدية لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة البنوك بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا بنشاط السوق لهذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها وبدرجات أمان مرتفعة ومخاطر منخفضة جدا ولا تتحمل خسائر رأسمالية لا سيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المركز الائتماني القوي، كما أن السوق النقدية لها دور كبير في الاقتصاديات الوطنية وتنعكس أهمية هذا الدور في النقاط التالية⁵:

- تأمين السيولة للجهاز المصرفي من خلال تمكين المصارف من توظيف ودائعها بطريقة آمنة وذات سيولة مرتفعة.

- للسوق النقدية دور في رسم السياسة النقدية للدولة من خلال التدخل المباشر وغير المباشر في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.

¹: سيد الهواري، مدخل إلى الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 2006، ص38.

²: مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 63، 64.

³: محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، دون دار نشر، د س ن، ص 40.

⁴: Bob Steiner, **Foreign exchange and money markets, theory, practice and risk management**, Butterworth Heinemann, first published, 2002, p26.

⁵: أسامة عزمي سلام، أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 114، 115.

ب. مكونات السوق النقدية:

تنقسم السوق النقدية إلى فرعين على أساس نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما¹:

- سوق الخصم أو السوق مابين البنوك: ويعد السوق الذي يتم فيه خصم الأدوات المالية قصيرة الأجل، ومن أمثلتها: الأوراق التجارية العادية الكمبيالات والسندات الإذنية، القبولات المصرفية، أذون الخزانة ويترأس البنك المركزي جلسات هذه السوق ويعد كأحد الفاعلين فيه، بالإضافة إلى البنوك التجارية التي تعرض أوراقها لإعادة الخصم لدى البنك المركزي.

- سوق القروض قصيرة الأجل: وتشتمل هذه السوق على العروض والطلبات على جميع القروض قصيرة الأجل، التي تتراوح فترة استحقاقها بين أربعة وعشرين ساعة لتصل حتى سنة كاملة ويتعامل فيها بشكل أساسي كل من أصحاب الشركات أو أفراد من ناحية، والبنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

ثانياً) سوق رأس المال: من خلال هذا العنصر سيتم تعريف سوق رأس المال مع ذكر مكوناته.

أ. تعريف سوق رأس المال:

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات طويلة الأجل² ويمكن القول أيضا أن سوق رأس المال هي السوق التي يتم فيها التعامل على المساهمات والقروض طويلة الأجل، حيث تلجأ إليها المؤسسات بتغطية الحصول على أموال جديدة مقابل التخلي عن جزء أوكل ملكيتها عن طريق طرح أسهم للاكتتاب أو بطرح سندات كما قد تلجأ الدولة إلى هذه السوق من أجل تغطية العجز أو لتمويل مشاريع تنموية... الخ، وعليه فإن سوق رأس المال توفر للشركات والحكومات ما تحتاج من أموال لتمويل المشاريع المختلفة³.

كما يمكن القول أن سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الدين التي تبلغ عاما واحدا أو أكثر وأدوات الملكية المتمثلة في الأسهم، وتتحدد مهمة سوق رأس المال في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المنتجة طويلة الأجل وعليه فإن المنشآت تلجأ إلى أسواق رأس المال لأجل تمويل استثماراتها في رأس المال الثابت (مصانع ومعدات) ويعني ذلك أن أسواق رأس المال تساهم بقسط

¹: عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دارالفكر، عمان، 2010، ص94.

²: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق، مصر، 2008، ص82.

³: محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية مصر، 1993،

وافر في عملية التكوين الرأسمالي والتي تشكل حجر الزاوية في زيادة إنتاجية العمل وبالتالي رفع مستويات المعيشة ودعم الرفاهية الاقتصادية¹.

ب. مكونات سوق رأس المال: ويُقسم إلى قسمين هما: السوق الحاضرة والسوق الآجلة.

- **السوق الحاضرة:** هي السوق التي تتداول فيها أوراق مالية طويلة الأجل، يتم تسليمها واستلامها فور إتمام الصفقة، أي تسليم الأوراق المالية ودفع الثمن فور الانتهاء من إتمام الصفقة² وتقسم هذه السوق إلى قسمين هما: الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

• **السوق الأولية:** هي السوق التي تصدر فيها الأسهم والسندات لأول مرة (الجديدة) سواء كانت من طرف الشركات أو الحكومات³، وطرح هذه الأوراق المالية للاكتتاب* فيها من قبل الجمهور من أجل تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم عن طريق زيادة رأسمالها⁴ مما يعني أن الجهات التي تحتاج إلى أموالها يمكنها اللجوء إلى إصدار أوراق مالية وطرحها للاكتتاب حيث يتم إصدار وبيع هذه الأوراق المالية إما بطريقة مباشرة عن طريق اتصال الجهة المصدرة ببعض كبار المستثمرين إما أفراد أو مؤسسات مالية من أجل بيع الأسهم والسندات المصدرة لهم أو أن يكون ذلك بطريقة غير مباشرة أي قيام مؤسسة متخصصة بمهمة إصدار وتوزيع الأوراق المالية.

• **السوق الثانوية:** تعرف السوق الثانوية بسوق الإصدارات القديمة فهي مكان لقاء الباعة والمشتريين للأوراق المالية التي سبق بيعها في السوق الأولية، فالبائعون تحركهم دوافع متعددة أهمها تحقيق السيولة والأرباح على مستثمراتهم، والمشترون لديهم رغبة في الاستثمار في تلك الأوراق من أجل إعادة بيعها وتحقيق الأرباح أو الاحتفاظ بها في المحفظة المالية لوقت لاحق.

إن للسوق الثانوية وظيفتان رئيسيتان هما: اكتشاف السعر وتوفير السيولة، وأيضاً يمكن القول أن السوق الثانوية الجيدة ذات أهمية خاصة للأوراق المالية طويلة الأجل لأن الحاجة إلى السيولة كبيرة⁵، وتتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين أساسيين هما:

¹: محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص341.

²: عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، رسالة دكتوراه، تخصص محاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 1997، ص9.

³: Bertrad Blanchelon, *Sciences économiques*, DUNOD, Paris, France, 2009, p140.

⁴ يقصد بالاكنتاب الدعوة التي توجهها الشركة المساهمة إلى أشخاص غير محددین سلفاً للإسهام في رأس المال، وذلك بأن يدفع الشخص قيمة عدد معين من الأسهم، فتعطيها الشركة من أسهمها ما يقابل ما أخذته من مال.

⁴: زكريا سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص41.

⁵: جبار محفوظ، البورصة وموقعها في أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002، ص ص59، 60.

➤ **السوق النظامية:** هي السوق التي تتبع القواعد والأنظمة الموضوعة من طرف إدارة السوق، ويطلق عليها: البورصة المنظمة أو سوق المزاد أو السوق الرسمية¹، تتداول فيها أسهم تعود لشركات مدرجة في السوق²، أو هي المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات معينة بواسطة جهات مؤهلة ومتخصصة بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء ووفق إجراءات وقوانين ونظم محددة³.

➤ **السوق غير النظامية (غير المنظمة):** هي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية غير المستوفية شروط الإدراج في السوق المنظمة (البورصة) من خلال الوسطاء الماليين فيها وهي سوق افتراضية وتعرف أيضا باسم السوق الموازية⁴ وتنقسم هذه السوق بدورها إلى سوقين هما⁵:

✓ **السوق الثالثة:** تتكون هذه السوق من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، و ظهر هذا النوع من السوق نتيجة عدم تمتع شركات الاستثمار الكبيرة بمميزات خصم العمولة عند تعاملها بالبورصة، في حين تتيح لها السوق الثالثة التفاوض بهذا الخصوص والحصول على تخفيضات في العمولة.

✓ **السوق الرابعة:** تعد هذه السوق سوقا غير منظمة تقوم بين الشركات الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية، ويقتصر دور الوسيط في هذه السوق على تبسيط المعاملات بين الأطراف، والهدف من هذه السوق تخفيض التكلفة.

- **السوق الآجلة:** تتعامل هذه السوق في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آتيا على أن يستلمها في تاريخ لاحق، والهدف من وجوده هذه السوق هو تجنب مخاطر تغير السعر⁶.

• **سوق العقود الآجلة:** هي سوق غير منظمة والتي تتداول فيها العقود الآجلة، وهي العقود التي تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا⁷.

¹: مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، المملكة السعودية، 2010، ص8.

²: ماثيبر كوهين، الأسواق والمؤسسات المالية الفرص والمخاطر، ترجمة عبد الحكيم أحمد الخزامي، دار الفجر، القاهرة، مصر 2007، ص62.

³: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة، الأردن، 2012، ص160.

⁴: زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص45.

⁵: دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الأردن، 2010، ص104.

⁶: عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص، الأسواق المالية والنقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001، 256.

⁷: نورليامت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية تقدير إقتصادي وشرعي، ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007، ص8.

• **سوق العقود المستقبلية:** تعرف على أنها السوق التي يقوم العملاء فيها بشراء الأوراق المالية، ومن ثم بيعها في المستقبل، ويستخدم المستثمرون هذه العقود للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، وقد تكون عقود مستقبلية ملزمة بالتنفيذ، لغرض تحقيق مكاسب سريعة¹، وهي أيضاً سوق منظمة تخضع لتنظيمات وقوانين خاصة بها.

• **سوق عقود الخيارات:** هي السوق التي يتم فيها تداول أوراق مالية تتضمن حق الخيار للمتعامل، وحق الخيار قد يكون خيار بيع أو خيار شراء، يعطي لحامله الحق في شراء ورقة مالية أو بيعها خلال فترة محددة، أو في تاريخ محدد بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقاً ويكون متاحاً لصاحب حق الخيار لتنفيذ عقد الخيار أو عدم تنفيذه وقد تطورت أسواق الخيار تطوراً كبيراً وأصبحت تشمل معظم السلع والأوراق المالية، لاسيما بعد إنشاء سوق شيكاغو حيث تم تأسيس أسواق مماثلة في أمريكا منذ سنة 1976، غير أنه منذ بداية الثمانينات تم إدراج أنواع جديدة من الخيارات تشمل الأسهم وسندات الخزينة الأمريكية والأجنبية والسلع والبضائع، ومؤشرات قياس الأداء في أسواق الأسهم².

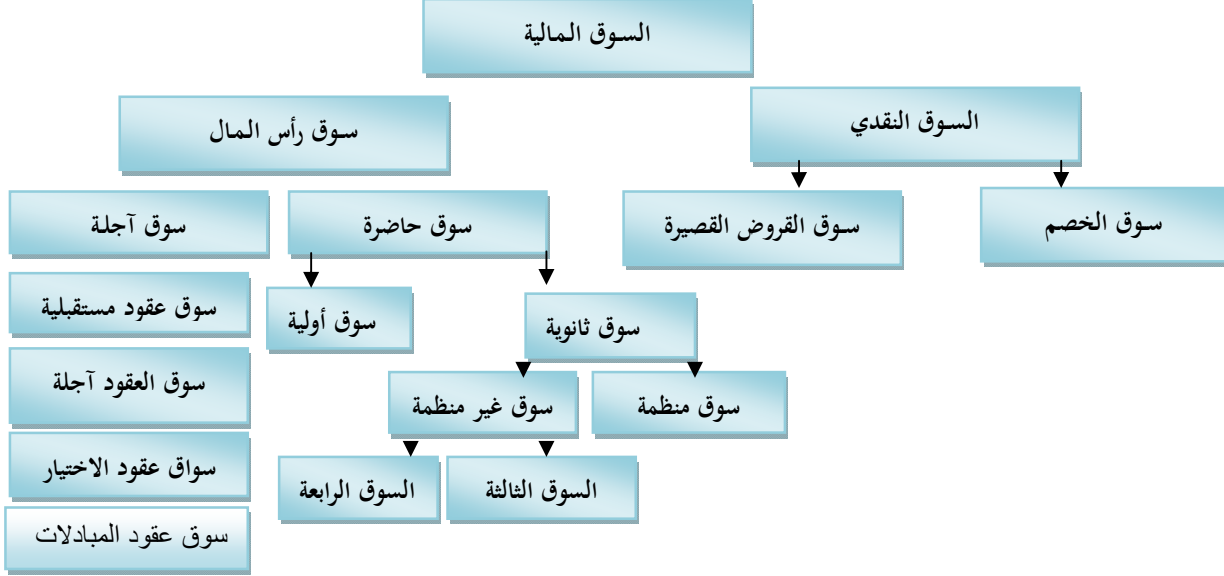
• **سوق عقود المبادلات:** هي السوق التي يتم فيها تداول عقود المبادلة، وهذا العقد هو اتفاق بين طرفين أو أكثر في تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة، أي هي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ وتتم عملية تسوية عقود المبادلة على مدد دورية، وهو عقد ملزماً لطرفي العقد على عكس الخيار³، مما سبق ذكره يمكن توضيح الشكل الآتي:

¹: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ص161، 162.

²: نورليامت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية تقدير إقتصادي وشرعي، مرجع سابق، ص 20.

³: حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية: الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2008، أطروحة الدكتوراه: فلسفة في العلوم الاقتصادية، كلية الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص 56.

الشكل (1.1): أقسام السوق المالية



المصدر: بالاعتماد على:

- زكريا سلامة عيسى شنتاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص48.

- عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، مرجع سابق، ص8.

3.1.1. الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية:

تتنوع الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية بتنوع الأسواق المكونة لها، وعليه سيتم التطرق إلى مختلف أنواع الأوراق المالية المتداولة في كل سوق.

1.3.1.1. الأدوات المتداولة في السوق النقدية.

توجد في السوق النقدي مجموعة من الأدوات المالية التي تشكل بطبيعتها دين فهي تشترك جميعها بخاصية القابلية للتسويق العالمية والمخاطر وأجال قصيرة لا تتعدى السنة الواحدة وهي¹:
أولاً) **شهادات الإيداع القابلة للتداول**: يقصد بها تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية ويمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما من الممكن الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيلاتها للشهادات الشخصية غير القابلة للتداول في السوق مع الملاحظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طردياً مع تاريخ الاستحقاق، وتعد تلك الشهادات بمثابة ودائع لأجل لا يمكن استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق إلا بعرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يشتمل على بيت السمسرة

¹: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص52-76.

والبنوك التجارية وما شابهها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل¹، وتعتبر هذه الشهادات إحدى الأدوات الاستثمارية الهامة التي يتم تداولها في سوق النقدية، وتعبير آخر هي أدوات دين تمنح حاملها حقا مقابل وديعة بنكية مودعة لأجل محدد وعادة ما تقوم البنوك التجارية بإصدار هذه الشهادات لقيم اسمية مختلفة ولآجال زمنية متفاوتة حسب مدة الوديعة التي في الغالب ما تحدد بأقل من سنة، وقد ظهرت شهادات الإيداع المصرفية لحيز الوجود نتيجة لتقلبات في أسعار الصرف والاضطرابات في الأسواق النقدية والمالية وتقلص فرص الاستثمار المحلي².

ثانياً) أدوات الخزينة: هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومة لأجل الاقتراض وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر وسنة، وهي لا تحمل سعر فائدة محدد إنما تباع بخصم، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق³ وهي أيضا تباع بطريقة الزيادة العينية وبخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة⁴، وتتمتع هذه الأدوات بدرجة عالية من السيولة وهذا راجع لأجلها القصير، زد على ذلك لا يوجد خطر من عدم الوفاء بقيمتها، لأن البنك المركزي على استعداد دائم لتحويلها إلى نقود عن طريق إعادة خصمها⁵.

ثالثاً) الأوراق التجارية: هي عبارة عن محرر مكتوب قابل للتداول بالطرق التجارية (التظهير أو التسليم) ويمثل حقا موضوعه مبلغ من النقود يستحق الوفاء بمجرد الاطلاع أو في أجل معين، ويجري العرف على قبوله كأداة للوفاء بدلا من النقود⁶، وهي أيضا سندات لحاملها يتعهد مصدرها (المقترض) بدفع قيمتها الاسمية وفوائدها بتاريخ محدد إذا فهي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية الكبيرة والشركات المساهمة كبيرة الحجم، كما تنتم الأوراق التجارية بالمخاطرة المرتفعة نسبيا قياسا بحالات الخزينة لذلك يكون معدل الخصم مرتفعا نوعا ما، يتم تسويقها إما من قبل الجهة المصدرة (الشركة ذات العلاقة) أو عن طريق الوسطاء إلى الجمهور⁷.

رابعا) القبولات المصرفية: هي عبارة عن سحوبات مصرفية يستعملها المستورد عند استيراد بضاعة من الخارج، عليه يمكن القول أنها حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية قصيرة الأجل، حيث يصدر البنك التجاري حوالة يتعهد بها بالدفع عند الطلب أو تنفيذ الخصم قبل تاريخ الاستحقاق، تنشأ هذه

¹: المرجع نفسه، ص 52.

²: حسني علي خربوش، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، زهران للنشر، الأردن، 1998، ص 44.

³: مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 268.

⁴: أسامة عزمي سلام، أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 115.

⁵: محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة، دار المطبوعات الجامعية، مصر، القاهرة، 2014، ص 172.

⁶: محمد أحمد سراج، حسين حامد حسان، الأوراق التجارية في الشريعة الإسلامية، دار الثقافة، مصر، 1988، ص 43.

⁷: أسامة عزمي سلام، أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 117.

الحوالات بشكل واسع في عمليات تمويل التجارة الخارجية، يتراوح استحقاقها بين 30 إلى 180 يوماً، كذلك من بين خصائصها قصيرة الأجل ومعتدلة المخاطر، يرتبط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض المصرفية والعلاقة بينهما عكسية¹.

خامساً) قرض فائض الاحتياطي الإلزامي: من الممكن أن يكون لدى بنك فائض في قيمة الاحتياطي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي، فإن هذا الفائض يمكن إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الاحتياطي حيث يفضل من البنك العاجز في الاحتياطي الاقتراض بفائدة من البنك ذو الفائض من أجل تفادي العقوبات التي يفرضها عليه البنك المركزي وذلك لعدم تطبيق تعليمات البنك المركزي بضرورة الاحتفاظ بنسبة معينة كاحتياط نقدي إلزامي.

سادساً) اتفاقيات إعادة الشراء: تمثل اتفاقية إعادة الشراء أحد أساليب الاقتراض التي من الممكن أن يلجأ إليها التجار المتخصصين في شراء وبيع الأوراق المالية من أجل تمويل مخزون زائد من أوراق مالية سهلة التسويق، وذلك لليلة واحدة أو لبضع أيام قليلة، حيث يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له، وتبعاً للاتفاق يبيع التاجر للمستثمرين بصفة مؤقتة أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، وفي الوقت نفسه يقوم بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق من ذات المستثمر، بسعر أكبر بقليل من السعر الذي بيعت به هذه الأوراق، وبالتالي تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، إذا يمكن القول أن اتفاق إعادة الشراء لا يخرج من كونه قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق².

سابعاً) اليورو دولار: يدل هذا المصطلح على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي المودعة في بنوك غير أمريكية أو فروع لبنوك أمريكية خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك بدلا من الاحتفاظ بالعملات المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع³.

ثامناً) أمر السحب القابل للتداول: هو نوع من الودائع المصرفية استحدثت في الدول يجمع بين مزايا الودائع الجارية وودائع التوفير، إذ يمكن للمودع تحرير أو سحب أمر قابل للتداول في الوقت الذي يمكنه الحصول على فوائد رصيد الوديعة⁴.

¹: المرجع نفسه، ص 119.

²: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 55، 56.

³: محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد، 2006، ص 78.

⁴: حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 78.

2.3.1.1. الأدوات المتداولة في سوق رأس المال:

توجد في سوق رأس المال أنواع عديدة من الأدوات المالية وهي الأسهم والسندات والمشتقات المالية بأنواعها يمكن ذكرها من خلال مايلي:

أولاً) الأسهم:

أ. تعريف أسهم: هي عبارة عن أوراق مالية تثبت ملكية ليس لها تاريخ استحقاق¹، أو هي صكوك قابلة للتداول تصدر عن شركات مساهمة وتعطى للمساهمين كحصص في رأس مال الشركة، وتعد الأسهم أداة تمويلية رئيسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة معينة يعلن عنها مع الإصدار، تكون الأسهم الصادرة عن الشركة المساهمة العامة متساوية القيمة وهي صكوك الملكية التي يعتبر مالكوها مالكيين ومساهمين للشركة المصدرة لها²، ولأسهم العادية خصائص تتلخص في النقاط التالية³:

- تمثل حق ملكية، أي أن السهم العادي هو حصة من رأس مال شركة مساهمة ولا يمكن أن يكون حق مديونية لأن ذلك يتعارض مع مبدأ الاستمرارية.

- السهم ليس له تاريخ استحقاق، لأنه يمثل حق ملكية حقيقية لمنشآت قائمة على أساس مبدأ الاستمرارية.

- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح أو خسارة وذلك تبعاً للظروف الاقتصادية المحيطة بالمنشأة رواج (عائد عالي ربح)، كساد (عائد سالب خسارة).

- ارتباط العائد بالحالة الاقتصادية ارتباطاً إيجابياً، فهو يحمي الأموال في حالات التضخم، (انخفاض القوة الشرائية للعملة)، وحالات الرواج أي أنه استثمار جيد في حالات الرواج والتضخم.

- يعطي نوعين من العائد عائد رأسمالي عند بيع السهم وعائد جاري له عدة قيم هي⁴:

• القيمة الاسمية للسهم: هي القيمة المحددة عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم الصادرة لمالكها وهي قيمة لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم.

• القيمة الدفترية للسهم: تستخرج هذه القيمة من سجلات ودفاتر الشركة على أساس قيمة الأصول في دفاتر الشركة، وسميت كذلك لاستخراج قيمتها من الدفاتر.

¹: جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار الهومة، الجزائر، 2002، ص7.

²: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص96.

³: أسامة عزمي سلام، أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص31.

⁴: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص100، 101.

• **القيمة السوقية للسهم:** هي قيمة السهم في سوق رأس المال، السعر الذي يتم التعامل به بين المتعاملين في السوق وهذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتذبذب والتغير تبعا لتغير العوامل المؤثرة في تحديد قيمتها، كما نجد في الحياة العملية أن هذه القيمة هي التي تهتم المساهمين والمستثمرين على حد سواء وتبنى عليها كافة التحليلات والتنبؤات عند اتخاذ وإجراء التداول اليومي في سوق رأس المال.

• **القيمة التصفوية للسهم:** هي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تصفية أصول المشروع وإنهاء أعماله بالكامل.

ب. **تصنيف الأسهم:** تصنف الأسهم تبعا لعدة معايير يمكن تلخيصها فيما يلي:

- **تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار:** تتمثل في ثلاث أنواع هي:

• **السهم الاسمي:** يتم إصدار هذا السهم باسم صاحبه مثبتا في الشهادة وتدون فيه جميع البيانات المقيدة في السجل مثل: الإسم واللقب، الصناعة، الوطن، الجنسية، رأس مال الشركة... الخ يسجل أيضا باسمه في سجلات شركة وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم من القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة¹.

• **السهم لحامله:** هو الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يذكر فيه أن السهم لحاملة أو يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلا على الملكية، كما يتيح هذا النوع من الأسهم مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق رأس المال ويتم التنازل عنه بتسليمه من يد إلى أخرى ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها².

• **السهم الإذني:** في هذا النوع يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر، وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة³.

- **تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها:** يمكن تقسيمها إلى قسمين هما:

• **الأسهم العادية:** وهي الورقة المالية الرئيسية المتداولة ضمن فئة أوراق الملكية حيث تمنح لصاحبها بعض الحقوق على الشركة صاحبة الإصدار تتمثل في حق التصويت في الجمعية العامة للشركة

¹: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 57.

²: أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامهما في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي جدة السعودية، 2006، ص 53.

³: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 98.

بحسب عدد الأسهم المملوكة ويستفيد مالك الأسهم أيضا من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها على المساهمين بحسب حصصهم من الأسهم¹، كما أنه توجد أنواع عديدة من الأسهم العادية هي²:

• **الأسهم المتميزة:** هي أسهم خاصة بشركات قوية ومعروفة، تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حلت وقيمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دورات معينة وأخذت التصنيف AAA مميزات هذه الأسهم بسمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد والأمان والدخل (أسعارها مرتفعة في العادة).

• **أسهم الدخل:** هي أسهم تعطي دخلا مستقرا وعادة ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز في إنتاج سلعة معينة هذا ما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة.

• **أسهم النمو:** هي الأسهم التي لا يتوقع فيها المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة بشكل دائم وفي المقابل يتوقع ارتفاع كبير في القيمة السوقية للسهم بمعدلات نمو متزايدة وتكون هذه الأسهم تابعة في العادة لشركات الإنتاج التكنولوجي الذي يعتمد على الاكتشاف والتطوير المستمر مما يخلق مخاطرة عالية بالنسبة لهذه الأسهم.

• **أسهم المضاربة:** هي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو ما يبحث عنه المضارب من أجل الحصول على عائد مالي في الأجل القصير نتيجة التذبذب في أسعار الأسهم وعوائدها، وتكون هذه الأسهم في أغلب الأحيان لشركات حديثة النشأة وقابلة للتعرض لاحتمالات الفشل أو النجاح.

• **أسهم موسمية:** يصدر هذا النوع من الأسهم من طرف الشركات التي تنتج سلع موسمية، حيث الطلب على منتجاتها يرتبط بتحسين الاقتصاد وانتعاشه معنى هذا أن الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الاقتصادية.

• **أسهم دفاعية:** تصدر هذه الأسهم من طرف شركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الكساد أو حالة الراج، حيث الطلب عليها يكون ثابتا لحد ما لأنه يتعلق بسلع ضرورية وأساسية مثل: القمح، الحليب...خ.

• **أسهم الشركات الصغيرة:** يتميز رأس المال وحقوق الملكية لهذه الشركات بالصغر، كما أن حجم الأصول وعدد العاملين قليل، حيث يمكن أن يكون حجم الأصول كبير ورأس المال صغير كون حجم

¹: سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية، ورقة بحثية في الملتقى الدولي حول:

سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر و الدول النامية -، جامعة بسكرة، الجزائر يومي 21 - 22 نوفمبر 2006. دون صفحة.

²: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 36.

الديون كبير، بالتالي درجة الرفع المالي كبيرة، لكن قد تكون أرباحها كبيرة لكبر حجم استثماراتها مقابل مخاطر عالية عند تعرضها للفشل والخسارة.

- **التحديث في الأسهم العادية:** إن التغيرات التكنولوجية والإجراءات التنظيمية وحالات الركود والانتعاش حفزت ظهور أشكال محدثة للأسهم العادية من بينها¹:

• **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** نجد عادة أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات تكون مرتبطة بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

• **الأسهم العادية بوفورات ضريبية:** إن التوزيعات التي يتحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من بين المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل فرض الضريبة بالنسبة للشركة، وبالتالي لا تعامل معاملة الفوائد المستحقة على السندات التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضرائب، وعليه تمكن الشركة من تحقيق وفورات ضريبية، ولكن من أجل تشجيع الشركات على تمليك حصص مناسبة للعالمين فيها، تلجأ بعض الحكومات لإصدار تشريع تمنح الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملكة للعاملين قبل حساب الضريبة كما قد يتيح التشريع إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً للعاملين (شراء تلك الأسهم) من دفع الضريبة على نسبة من الفوائد التي تحصل عليها².

• **الأسهم العادية المضمونة:** هي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محدودة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين، مع العلم أن ظهور هذا النوع من الأسهم لأول مرة كان في أمريكا عام 1984.

- **الأسهم الممتازة:** هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية وتتميز الأسهم الممتازة بعدة خصائص هي³:

• مزايا في الأرباح تعطي لهم الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

¹: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص 60.

²: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية-مؤسسات-أوراق وبورصات، دار الشروق، عمان، الأردن، 2005، ص 99.

³: هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص ص 100، 101.

• في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

• مزايا تصفوية وذلك عند الإعلان عن إفلاس الشركة يأخذون أموالهم قبل الأسهم العادية وبعد السندات.

• لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من قيمتها الاسمية.

• لا يعطى الحق في التصويت إلا إذا امتازت هذه الأسهم بهذه الخاصية دون غيرها، وللاسهم الممتازة أنواع حسب الميزة المقدمة لها:

➤ **أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:** وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوف أرباحها من هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحل ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية.

➤ **أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح:** يعطى لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحاً، تحد عادة بحد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر.

➤ **التحديث في الأسهم الممتازة:** يمكن ذكر أهم التجديدات في الأسهم الممتازة من خلال النقاط التالية¹:

➤ طرح الأسهم الممتازة بتوزيعات معومة ترتبط بمعدل عائد البديل الفرضي مثل السندات الحكومية، وبالتالي يجري تعديل عائد السهم الممتاز بناء على التغيرات في معدل العائد على السند الحكومي، ويقل هذا التحديث من مستوى المخاطر التي يواجهها المستثمر وحتى المنشأة المصدرة، إلا أنه يقلل من سلوك المضاربة في سوق الأوراق، والذي يعتمد عدم التأكد في شراء وبيع الأوراق المالية.

➤ إصدار أسهم تمنح حاملها حق التصويت، وهو حق يستفيد منه المستثمر حيث يتيح المشاركة في اتخاذ القرارات الإدارية في المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحته مستثمراً ألا وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة.

ثانياً) السندات: يتم تداول أنواع عديدة من السندات في سوق رأس المال سيتم ذكرها كمايلي:

أ. **تعريف السندات:** هي أدوات تمويلية قابلة للتداول تمثل ديناً طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أية هيئة أخرى وهي جزء من الدين الكلي لها²، وهي أيضاً على أن: السندات صكوك متساوية القيمة،

¹ محمود أحمد الداغر، الأسواق المالية-مؤسسات-أوراق وبورصات، مرجع سابق، ص 102، 103.

² جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 44.

تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال، أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، وتتميز السندات بالخصائص التالية¹:

✓ هي ديونا في ذمة الجهة المصدرة لها (حكومة، شركة، مؤسسة) وحاملها يكون دائما لتلك الجهة وهي قابلة للتداول كالأسهم.

✓ السندات صكوك متساوية، تصدر بقيمة اسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها، ولحاملها حق استيفاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.

✓ للسندات تاريخ استحقاق قد يكون قصيرا أو متوسطا أو طويلا.

✓ يعطي السند لحامله حقين هما: حق الحصول على فائدة ثابتة وحق استرداد قيمة السند في أجل الاستحقاق، بالإضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن اتجاه مدينه وفقا للأحكام القانونية.

ب. أنواع السندات: يمكن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية:

- التقسيم حسب الجهة المصدرة: وهي تنقسم بدورها إلى قسمين:

• **سندات حكومية:** هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام، وأهي وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة، وتلجأ الدولة إلى هذا النوع من السندات في حالة وقوعها في العجز المالي، أي الإيرادات العامة أقل من النفقات العامة من أجل تغطية هذا العجز² أو التأثير على العرض المالي، وتتميز هذه السندات بانخفاض كبير للمخاطر، كما تتمتع بالإعفاء الضريبي للفوائد المدفوعة، وللسندات الحكومية أنواع هي³:

➤ **السندات الحكومية المركزية:** وتصدر من قبل حكومة البلد المعني وعادة تتولى وزارة المالية هذه الإصدارات، ويقوم البنك المركزي بتسويقها إلى الجمهور والمؤسسات المالية والمصرفية، في أغلب الأحيان يكون الغرض منها تغطية الإنفاق والتأثير على العرض النقدي، لهذا فهي تعد من بين أدوات الدين العام معفية من الضرائب.

➤ **سندات الحكومة المحلية:** وهي سندات المجالس البلدية ومجالس المحافظات والأقاليم والولايات إذ تلجأ هذه الأخيرة لإصدار سندات لتمويل أنشطتها المحلية داخل الحدود الجغرافية.

¹: شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص 129.

²: هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 114.

³: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 98، 99.

➤ **سندات تصدرها الجامعات والمدارس والمستشفيات:** وهي التي تأخذ طابع الخدمة العامة، حيث هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة وعلى درجة عالية من الأمان.

• **سندات الشركات:** يتم إصدار هذه السندات من قبل الشركات العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات تختلف باختلاف شروط كل إصدارية.

- تقسيم السندات حسب الضمانات المقدمة.

حسب هذا التقسيم تنقسم إلى سندات مضمونة وغير مضمونة.

• **السندات المضمونة:** السند المضمون هو ذلك السند الذي تقدم الشركة ضمانا عينيا للوفاء به، بأن ترهن عقاراتها في مقابل السندات المضمونة، أو ترهن عقارا أو مالا عينيا لكل سند، وتلجأ الشركة إلى إصدار مثل هذه السندات إذا كانت بحاجة إلى اجتذاب رجال المال لافتراضها بالنقد، لكي تتخطى سوء أحوالها المادية¹.

• **السندات غير المضمونة:** تمثل هذه السندات دينا عاديا غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة وعليه فإن عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذا النوع من السندات مرة أخرى، أو عدم الاستدانة أكثر، مما يجعل المستثمرين يقبلون على شرائها². كما تنقسم السندات حسب العائد إلى³:

➤ **سندات ذات المعدل الثابت:** في هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثل لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، إذ يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

➤ **سندات ذات العائد المتغير:** وتكون بمعدلات فائدة متغيرة تابعة لتغير سعر الفائدة في السوق المالي.

- تقسيم السندات حسب ما تحققه الشركة: تنقسم السندات حسب ما تحققه الشركة إلى قسمين:

• **سندات عادية:** هذه السندات لا تتأثر بما تحققه الشركة من نتائج في أداء نشاطها.

• **سندات الدخل:** تتأثر هذه السندات بحجم النشاط وتتعلم بالنتائج التي تحققها الشركة وعليه فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

- **أنواع أخرى من السندات:** توجد أنواع أخرى من السندات يمكن تلخيصها كالآتي:

¹: جليل صالح، بورصة القيم المنقولة في القانون الجزائري، الملتقى الوطني الثاني: أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، جامعة العقيد أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 24-25 أبريل 2007، ص35.

²: جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصة والأسواق المالية، مرجع سابق، ص56.

³: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص63.

• **سندات ذات الكوبون الصفري:** هذه السندات تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق لذلك فهذا النوع ليس له كوبون وهي نوع من سندات الخصم¹.

• **السندات الرديئة (متواضعة الجودة):** تتميز هذه السندات بارتفاع معدل عوائدها مع مستوى مخاطرها لأنها تصدر من شركات تعاني من صعوبات مالية أو لتمويل عمليات الاندماج بين الشركات أو لتمويل الشركات المعاد هيكلتها².

ثالثا) المشتقات المالية: تعرف المشتقات المالية على أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المالية محل التعاقد، فقد تكون أسهما أو سندات أو سلعا أو عملات أجنبية... الخ³ وعليه يمكن القول أن المشتقات المالية ليست أصولا مالية أو عينية⁴، إنما هي عقود تستخدم كأداة لتخفيف المخاطر ومصدر من مصادر الدخل والمجموعة الأساسية للمشتقات المالية هي عقود المستقبلات والخيارات وعقود المقايضة أو المبادلة⁵.

أ. العقود الآجلة: تعرف العقود الآجلة على أنها مشتقة بسيطة وهي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر محدد، بحيث يكون هذا العقد في أغلب الأحيان بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، كما أنه لا يتم تداوله في السوق المنظمة (البورصات)⁶، ويمكن إعطاء تعريف آخر للعقد الآجل على أنه عقد بين طرفين يلزمهما باستلام أو تسليم كمية من أصل معين في مكان وزمان محدد، مما يعني أن الطرف الذي يوافق على شراء الموجود في المستقبل يتخذ مركزا طويلا، أما الطرف الموافق على البيع فإنه يتخذ مركزا قصيرا، ويسمى السعر المنفق عليه بسعر التنفيذ أو سعر العقد أو سعر الممارسة، وهناك من يعرف العقد الآجل على أنه اتفاق بين طرفين يضمن بموجبه كل منهما تطبيق سعر فائدة محدد في المستقبل (من ثلاثة أشهر إلى سنة) على افتراضه أو على استثماراته بمبلغ محدد من المال⁷.

¹: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، مكتب جامعة جدارة، دون سنة نشر، ص386.

²: نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية - معالم الواقع وآفاق المستقبل-، ماجستير: مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، ص24.

³: طارق عبد العال، المشتقات المالية: المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية، مصر 2001، ص5.

⁴: Michel Aglietta, **Monnaie, Banques et marchés financiers**, cyrolles, Paris, France, 2008, P121.

⁵: طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، ترجمة عثمان بابكر أحمد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 2003، ص58.

⁶: طارق عبد العال، المشتقات المالية: المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية مرجع سابق، ص12.

⁷: هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق، الأردن، ص82.

ب. **العقود المستقبلية:** العقود المستقبلية عقود نمطية، فلكل مجموعة من العقود شروط موحدة تملئها بورصة التعامل ولا فرق بين عقد وآخر سوى السعر وتاريخ الاستحقاق، وذلك أن الطرف المقابل في عملية الشراء والبيع هو البورصة نفسها، فمن الطبيعي أن تراعي تلك العقود مصلحة البورصة والمتعاملين فيها معا في ظل الأنظمة التي تحكم التعامل¹.

كما يمكن القول أن العقود المستقبلية هي عقود آجلة يتم التعامل بها في البورصة وهي عبارة عن اتفاق على تسليم سلعة بمواصفات معينة في تاريخ مستقبلي، إذن هي عقود آجلة نمطية أي ذات مواصفات موحدة وثابتة² وهي أيضا التزام قانوني متبادل بين طرفين على إحداهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة (يمكن أن تكون معادن عمالات، أو أصولا مالية) في مكان وزمان معينين بموجب سعر محدد، كما يجب أن تتوفر في العقد العناصر التالية: طرفي العقد (المشتري والبائع)، تاريخ العقد، نوع الأصل محل التعاقد، تاريخ التسليم، الكمية، سعر التنفيذ، مكان وطريقة التسليم³.

ج. **عقود الخيار:** هي عقود تمنح حق الشراء أو البيع لأشياء معينة (أوراق مالية، سلع... الخ) بثمن محدد، ومحل تلك العقود التزام على بائعها، وليس محل بيع الأشياء المستهدف بيعها أو شرائها⁴، وبعبارة أخرى عقد الخيار يمثل عقد بين طرفين بحيث طرف مشتري الخيار وآخر بائع أو محرر له، بموجبه يسمح للطرف مشتري الحق في أن يشتري من الطرف المحرر وأن يبيع لهذا الأخير أصلا معيناً في تاريخ محدد وبسعر معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وهذا مقابل دفع المشتري علاوة أو مكافأة معينة للبائع (المحرر)⁵.

ويمكن إعطاء تعريف آخر لحق الاختيار بأنه اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية (قد تكون أيضا عمالات سلع أو مؤشرات... الخ) من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مسبقاً على أن يتم التنفيذ في أي وقت من المدة ما بين إبرام العقد وتاريخ الانتهاء أو التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد⁶.

¹: ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد، عمان، الأردن، 2004، ص310.

²: سامي بن براهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 2007، ص32.

³: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، ط5، الأردن، 2009، ص306.

⁴: عبد الستار أبو غدة، ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 مايو 2009، ص2.

⁵: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص298.

⁶: محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص309.

د.المبادلات **SWAPS**: ظهرت هذه المبادلات في أوائل الثمانينات، وهي عبارة عن التزام تعاقدية يتمحور حول مبادلة نوع معين من التدفق النقدي بناء على شروط يتم الاتفاق عليها¹، أو يمكن تعريفها على أنها تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر، سواء بقصد التحوط أو لأسباب مضاربية، والمقصود بالتدفقات النقدية أو المدفوعات الديون التي على كل من طرفي العقد².

2.1. كفاءة سوق رأس المال وأهم الأوامر والمؤشرات في هذا السوق.

تعد كفاءة سوق رأس المال من بين الموضوعات المهمة المطروحة على الساحة الاقتصادية وعليه تم تسليط الضوء على أهم التساؤلات المتعلقة بكفاءة سوق رأس المال، كما أنه سيتم ذكر أهم الأوامر والمؤشرات في هذا السوق.

1.2.1. كفاءة سوق رأس المال:

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع مفهوم الفعالية، فهذه الأخيرة تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى النتائج التي يتم تحديدها مسبقاً، والهدف نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد³، أما الكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بالعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية.

1.1.2.1. مفهوم كفاءة سوق رأس المال:

تعددت التعاريف التي وضعها الباحثون حول كفاءة سوق رأس المال إلا أنها تحمل جميعها تقريباً نفس المعنى ومن هذه التعاريف نجد أن كفاءة سوق رأس المال تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة⁴.

كما يعرف السوق الكفاء بأنه ذلك السوق الذي يعكس سعر السهم فيه التوقعات بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية غير أن قرارات

¹: Jean Montier, Guy Coudamine, **Banque et Marchés Financiers**, economica, Paris, France, 1998, P404.

²: خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، المشتقات المالية: دراسة فقهية، سابق، السعودية، 2013، ص142.

³: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص105.

⁴: رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترز، عمان، 2005، ص35.

المستثمرين المحترفين ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو الأهم بالنسبة لمفهوم الكفاءة، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة وليس مبالغ فيها¹.

كما يعرف بأنه السوق الذي يعكس سرعة وملائمة استجابة سعر السهم للمعلومات الجديدة، أين يجد المستثمر امتيازات لتحقيق ربح أوفر ودائم في ظل هذا السوق²، وتتمثل خصائص السوق الكفاء في³:

- **عدالة السوق والمنافسة الكاملة:** ويكون ذلك من خلال إتاحة الفرص المتساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع أسواق رأس المال تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق رأس المال على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالمساواة كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على الورقة لفترة قصيرة من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها⁴ كما بالإضافة إلى وجود عدد كبير من المتعاملين في سوق رأس المال، وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية على الأسعار.

- **كفاءة التشغيل:** تعرف أيضا بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن في العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية.

- **كفاءة السعر:** تعرف أيضا بالكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة التي تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

- **توفر الحماية من المخاطر سواء التجارية أو غير التجارية:** حيث أن توفير الحماية من المخاطر عنصر مهم جدا للمستثمر.

- **يجب أن يكون هدف المتعاملين في السوق هو تحقيق الربح:** وذلك من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الاستثماري الأفضل، وتتوقف كفاءة سوق رأس المال على كفاءة نظم المعلومات المالية

¹ : مثنى عبد الاله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية(الأسس والمقترحات)، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية- تجارب ورؤى مستقبلية - ، طرابلس، يوم 2005/12/11، ص5.

²: Aswath Damodaran, **Finance D'entreprise**, Nouveau Horizons, paris, France, 2eme edition, 2007, p214.

³: جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، عمان، 2002، ص ص41،42.

⁴: محمد بن بوزيان وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد2، ص237.

وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق رأس المال يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية¹:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق رأس المال وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
 - توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.
- هناك جهتين تتعامل بالمعلومات وفقا لمنطق الرشادة الاقتصادية عن طريق عرض أو طلب تلك المعلومات².

الجهة الأولى: معدي ومنتجي المعلومات: ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها وهي:

- مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق.
- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين.
- النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى.
- التضليل والخداع في المعلومات.

الجهة الثانية: مستخدمى المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لاستخدامها وهي:

- الحصول على المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث.
- شراء المعلومات من السوق مباشرة.
- الحصول على المعلومات مجانيا.
- تقييم المعلومات المتاحة.

مما سبق ذكره تتضح أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق رأس المال وعدم تكافؤ المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء سوق رأس المال وفي حالة عدم تكافؤ فرص حصول المتعاملين على المعلومات تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلا يحوز كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها.

¹: محمد صالح الحناوي، تحليل وتقديم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 132.

²: شوقي السيد فودة، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة آفاق جديدة، مصر، العدد 4، 1998، ص 165.

كما يمكن القول بأن المعلومات المتاحة بصفة خاصة المعلومات المالية تساعد المتعاملين في سوق رأس المال على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة، أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيها يتعلق بالاستثمار¹.

2.1.2.1 أنواع كفاءة سوق رأس المال:

تتعدد أشكال كفاءة السوق المال التي يمكن ذكرها من خلال مايلي:

أولاً) الكفاءة الكاملة: تتحقق عندما لا يكون هناك فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف² وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:

أ. عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها (أي قابلية الأوراق المالية للتجزئة).

ب. توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات مال جميع المتعاملين متماثلة³.

ت. وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

ث. تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

إن هذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعاملات... إلخ، وهذه تؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة الحقيقية له، وهذا الأمر هو الشائع مهما بلغت درجة تطور سوق رأس المال.

¹: لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس وأثرها على القيمة السوقية للسهم : دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص89.

²: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص75.

³: نظر رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص113.

ثانياً) الكفاءة الاقتصادية: تستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، وبذلك فإنه استناداً إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفاء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالٍ من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية¹.

3.1.2.1. طبيعة سوق رأس المال الكفاء:

من خلال هذا الجزء سيتم التطرق إلى الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة ومستوياتها ومتطلباتها في سوق رأس المال.

أولاً) الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق رأس المال: تتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية هي²:

أ. يفترض وجود سوق لرأس المال منظم جداً يضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين والعلاقة طردية أي أنه كلما زاد عدد المتعاملين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.

ب. في ظل المناخ التنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف المصادر إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريباً، مما يعني استجابة فورية لتعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة انفراد أي من المستثمرين بميزة السبق في شأن الحصول على تقييم للسعر الذي يباع به السهم.

ت. فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، ويمكن الإشارة على أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول إلى النتائج المحددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.

¹: صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص 26-29.

²: مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات رفع كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص 185.

ث. يجب أن يكون سوق رأس المال والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة تعرف بهيئة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولاً، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات استشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين وهو ما يزيد من فعالية سوق رأس المال¹.

ج. حتى يتم القول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

خلاصة القول أنه لا يكون السوق كفاء إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفاء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة بالصيغة القوية، غير أن هذه الأخيرة من الصعب جداً أن تتحقق على أرض الواقع حتى في أقوى الأسواق المالية العالمية.

ثانياً) **مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية**: يقسم الباحثون كفاءة المستوى التنافسي للأسواق إلى ثلاث مستويات، حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً (مدى وطبيعة العلاقة القائمة بين الأسعار المتداولة فيها من جهة والمعلومات المتاحة للمتعاملين عن الشركات المدرجة من جهة أخرى) وقد قام كل من "هاري موربرت" و "بوجن فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات:

أ. فرض الكفاءة الضعيفة: يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية التي تتعلق بما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وتسمى هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية، التي تقول بأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، أو ما يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار، ذلك أن التنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى²، ولتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقاً لهذه الصيغة هناك طريقتين هما³:

¹: فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص 93.

²: عبد الرحمن مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة دكتوراه تخصص محاسبة، جامعة دمشق، سوريا، 2007، ص 165.

³: الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص 272.

- اختبار الأنماط: يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار.

- اختبار سلسلة الارتباط: يستند على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، ويعتمد على الفترة القصيرة فقط.

ب. فرض الكفاءة شبه القوية: إذا اتسعت دائرة المعلومات لدى المستثمر لتشمل كل المعلومات العامة المتوفرة والمتعلقة بالمؤسسة مثل الأرباح، القيم المضافة، تطوير المنتجات، مشاكل في التمويل وتغيرات في المحاسبة، هذا إلى جانب أسعار الفترات السابقة وتدخل هذه المعلومات بسرعة في تحديد السعر نقول أن هناك فعالية شبه قوية¹، لقد اختبرت الصيغة متوسطة القوة بوسائل وطرق غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وعمليات اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة.

ج. فرض الكفاءة القوية: مضمون هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللين الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى ولو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم²، تم اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين، تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة وهما: العاملون بالشركة والمؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية. يمكن القول أن الصيغة الأكثر شيوعاً من غيرها في الحياة العملية هي الصيغة الضعيفة وإلى درجة معقولة الصيغة شبه قوية في سوق رأس المال³. مما سبق يمكن توضيح مستويات كفاءة سوق رأس المال من خلال الشكل الآتي:

¹: زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص 134.

²: وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه تخصص اقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003، ص 60-75.

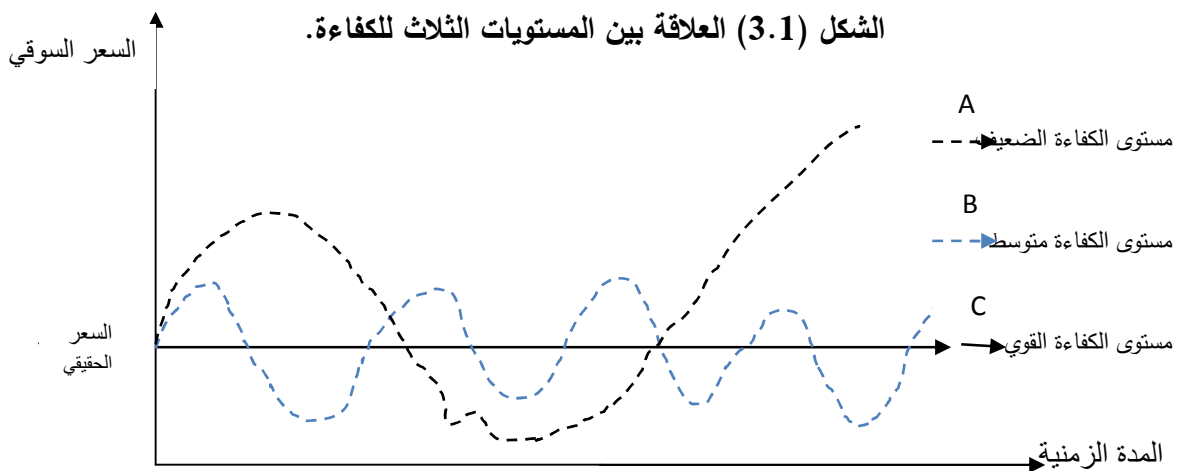
³: زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، الأردن، ط3، 2005، ص129.

الشكل (2.1): يوضح المستويات الثلاثة لكفاءة السوق.



Source : Philippe Gillet , **efficience des marchés financiers**, economica, paris, France, 2éme édition, 2006,p43 .

حسب الشكل أعلاه نجد أن في الإطار الأول معلومات ماضية، أما المعلومات المعننة فهي محتواة في الإطار الثاني، أما الإطار الثالث فيتضمن جميع المعلومات الجاهزة أو الخاصة ويتبين من هذه المستويات أن هناك خلافا على حقيقة المستوى القوي والشبه قوي، حيث أن المستوى الضعيف نجده يحظى بقبول عام عند محلي الأوراق المالية والمتعاملين في السوق، مما يعني عدم وجود فرصة أمامهم لتحقيق أرباح غير اعتيادية بالاعتماد على تحليل الأسعار السابقة، وفقا لما تتضمنه المستويات الثلاث للكفاءة يمكن القول أن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل مستوى تتدرج من حيث السعة والشمول من المفهوم الضعيف للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، هذا بجانب تداخل المستويات الثلاثة مع بعضها البعض، فالمعلومات ذات العلاقة بالصيغة القوية تضم معلومات كل من المستوى شبه القوي والضعيف، وإن المستوى شبه القوي يتضمن معلومات عامة وتلك المعلومات التاريخية الضعيفة وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، الأردن 2010، ص208.

يتضح من الشكل أعلاه أنه لكي يكون سوق رأس المال كفوً بالمستوى الشبه قوي لابد أن يكون كفوً بالمستوى الضعيف، ولكي يكون كفوً بالمستوى القوي لابد أن تكون كفوً بالمستوى الشبه قوي والضعيف، فالمنحنى (A) يعكس التباين الكبير بين سعر الورقة المالية في السوق وقيمتها الحقيقية ليشير بذلك إلى المستوى الضعيف، في حين أن المنحنى (B) يوضح عدم وجود فروق كبيرة جدا بين سعر الورقة في السوق وقيمتها الحقيقية، في حين يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساويا للصفر وهو ما يوضحه المنحنى (C)، فسوق رأس المال يكون كفوً بقوة أي أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستقر طالما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية التي يعكسها الخط المستقيم.

4.1.2.1. متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ووفقا لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين هما¹:
أولاً) الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص الاستثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

ثانياً) الدور غير المباشر: يعد إقبال المستثمرين على التعامل بأسهم المصدرة من الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.

2.2.1. أوامر سوق رأس المال:

لسوق رأس المال أوامر عديدة تنظم المعاملات المالية التي تتم فيه ويمكن تلخيصها كالاتي:

1.2.2.1. أوامر السوق: تتباين أوامر البيع والشراء للأوراق المالية بتباين سعر وتاريخ التنفيذ أو

كليهما مع إضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر لذا يمكن تقسيم الأوامر كما يلي²:

أولاً) الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ: تنقسم هي الأخرى إلى قسمين هما:

¹: مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق رأس المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها مرجع سابق، ص186.

²: جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة، الجزائر، 2002، صص 78-83.

أ. أوامر التنفيذ بالسعر الأفضل: إن هذا النوع من الأوامر لا يحمل أي اقتراح فيما تعلق بالسعر الذي تنفذ به عملية الشراء أو البيع، بل يُترك ذلك للوكيل أو لشركة البورصة المعنية، بناءً على ذلك يتم تنفيذ هذا النوع بتاريخ وسعر يحدد في البورصة وبصورة كلية، إذا سلم الأمر قبل بداية التداول، أما إذا سلم أثناء التعامل فإنه يتم تنفيذه بالسعر السائد في البورصة في لحظة تسليمه، وبمعنى آخر هذا الأمر يعطي الحرية للسماح في تنفيذ الصفقة حيث تلعب مهارة الوسيط دوراً مهماً في تحديد أحسن سعر متوفر أي بأقل سعر عند الشراء وأكبر سعر عند البيع¹.

ب. أوامر بسعر السوق: تبعاً لهذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة بالأسعار السائدة في السوق، بحيث تقتضي هذه الأوامر من الوسيط أن يظهر مهارته وكفاءته وأمانته بالحصول على أفضل الأسعار سواء في حالة البيع أو الشراء، يعد أمر السوق من بين أكثر الأنواع شيوعاً في سوق رأس المال، وهذا لكونه أسهل وأدق أمر يصدره الزبون، إذ يبقى أمر السوق نافذاً ما لم يلحق بأمر تبعاً لتعليمات الزبون².

ثانياً) الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: يقصد بها تلك الأوامر التي يضع فيها العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم لا يبقى أمام السماسر سوى الانتظار لاغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر الورقة المالية 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 أن ينفذ خلالها الأمر، وعلى هذا الأساس تنقسم إلى قسمين هما:

أ. الأوامر المحدودة: تمتاز الأوامر المحدودة بتحديد سعر التنفيذ من طرف الأمر (المستثمر) وهنا يتضح أنه هناك نوعين من الأوامر المحدودة هي³:

ح. الأوامر المحدودة الخاصة ببيع المنتجات المالية المختلفة:

في هذا النوع السعر المحدد من قبل المستثمر يكون سعر أدنى، أي أن الوكيل أو الوسيط ملزم بتنفيذ الصفقة (البيع) بمجرد انخفاض السعر إلى المستوى المحدد من طرف المستثمر.

خ. الأوامر المحدودة المتعلقة بعمليات الشراء: بحيث يحدد المستثمر سعر الشراء الأعلى، أي أن الوكيل ملزم بشراء الأوراق المالية بمجرد ارتفاع السعر إلى المستوى المعين من طرف المستثمر.

¹: بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص 45.

²: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 173.

³: جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سابق، ص 83.

ثالثاً: أوامر الإيقاف: في هذا النوع من الأوامر يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها، فمن الممكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أعلى منه وتنفيذ عمليات البيع بذلك السعر أو بسعر أقل منه وبناء على ذلك فإنه يصبح أمر الإيقاف الخاص بالشراء، أمراً قابلاً للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة المالية في البورصة بسعر يساوي أو أعلى من السعر الأدنى الذي حدده المستثمر كما يصبح أمراً لإيقاف الخاص بالبيع أمراً قابلاً للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة سعر يساوي أو أقل من السعر الذي حدده المصدر للأمر.

3.2.1. مؤشرات سوق رأس المال وأهداف استخدامها:

يعتبر المؤشر أداة لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، فيكون المؤشر جيداً كلما أعطى فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية، كما أنه يعطي مؤشر الوضع الاقتصادي.

1.3.2.1. تعريف المؤشرات المالية:

هي مؤشرات إحصائية تستخدم كمعيار لقياس الأداء الكلي للسوق المالي، وتختلف هذه المؤشرات من حيث أسلوب حسابها وعدد الأدوات المالية التي تعتمد من أجل استخراج المؤشر، كما أنه توجد مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين لتقدير اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفترات القادمة والمؤشر المالي هو الذي يعبر عن مجموع قيم الأسهم المتداولة في سوق معين¹ ويعد مؤشر سوق رأس قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية، تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للمتغيرات الزمنية أو التغيرات بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم، في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال، عادة سوق الأسهم وفي السوق منظمة أو غير منظمة²، ويعتبر المؤشر أداة لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما أنه يعطي مؤشراً لوضع الاقتصاد³.

2.3.2.1. أهداف المؤشرات المالية: تستخدم المؤشرات المالية بشكل كبير في أسواق رأس المال من

أجل تحقيق أهداف متعددة هي⁴:

¹: دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، اليازوري، عمان، الأردن، 2009، ص 215.

²: محمود محمد داغر، الأسواق المالية-مؤسسات-أوراق وبورصات، مرجع سابق، ص 298.

³: وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سابق، ص 244.

⁴: هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 198، 199.

- أ. تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية ولمتابعة إنجازات الشركات وتحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.
- ب. تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتبادلة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر.
- ت. يمكن استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية، وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات.
- ث. يمكن الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بيان الارتباطات القائمة بين الاقتصاديات القومية المختلفة.
- ج. تسليط الضوء على عيوب الاقتصاد القومي من حيث الركود أو التضخم.
- ح. تقدير درجة حساسية الأسواق المالية ومن ثم الاقتصاد للمتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة عن مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات في مابين تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.
- خ. الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية والتبادل الأمريكية.
- د. تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية (انخفاضاً وارتفاعاً)، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع وهناك قسم من المستثمرين يستخدمها كأداة استثمارية يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية وتقاس حركة التغير في المؤشر بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعوداً أو هبوطاً¹.

3.3.2.1. أنواع المؤشرات أشهر المؤشرات في الأسواق المالية الدولية:

توجد أنواع عديدة من المؤشرات المالية يمكن ذكر البعض منها فيما سيأتي:

- أ. **مؤشر داوجنز للصناعة:** يحتوي هذا المؤشر على ثلاثين شركة صناعية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الموزون بالسعر، وهذا المؤشر يعتمد على سعر الأسهم في السوق ويجب وضع أساس للأسعار في اليوم الأول (كيوم عمل) في السوق، ويعد

¹: دريد آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 217.

هذا المؤشر من أقدم وأشهر المؤشرات المستخدمة من قبل المستثمرين لمتابعة التغيرات التي تطرأ على أسهم أكبر ثلاثين شركة صناعية¹ وقد نشر لأول مرة في عام 1897 بجريدة وول سترست بنيويورك².
ب. **مؤشر ستاندرد آندبور 500**: يقوم هذا المؤشر على عينة من 500 سهم تمثل (400) منشأة صناعية و(40) منشأة منافع عامة (خدمات)، (20) منشأة للنقل، (40) منشأة تعمل في المجال المالي (بنوك)³، وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أوفي إحدى البورصات الكبرى أوفي السوق غير المنظمة، وقد بدأ هذا المؤشر في 4 مارس 1957 حيث في ذلك الوقت كانت الأسهم التي يتكون منها المؤشر تعادل نسبة 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك⁴.

ت. **مؤشر نيكاي**: لقد ظهر سنة 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية ويعد هذا المؤشر الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن النقص التي تميز هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبياً والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة⁵.
ث. **مؤشر Topix**: هذا المؤشر موجود أيضاً باليابان منذ 1968 ويعتبر أهم من مؤشر نيكاي لأنه يغطي 1165 مؤسسة وجاء موزوناً على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر⁶.
ج. **مؤشر كولكس**: في عام 1949 قدم ألفريد كولس المؤشر الذي استخدم فيه بيانات 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية للسهم⁷.

3.1. مفاهيم عامة حول التوريق المصرفي:

في هذا الإطار سيتم التطرق إلى مختلف المفاهيم العامة المتعلقة بالتوريق المصرفي من تعريف وخصائص وأنواع... الخ.

1.3.1. مفهوم التوريق وتطوره التاريخي:

¹: إلهام وحيد دحام، فعالية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية القاهرة، مصر، 2013، ص 26.

²: حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 71.

³: وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، مرجع سابق، ص 244.

⁴: حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 72.

⁵: بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، مرجع سابق، ص 120.

⁶: المرجع نفسه، ص 120.

⁷: حيدر يوسف الموسوي، المصارف الإسلامية: أداءها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، اليازوري الأردن، 2011،

قدمت تعاريف عديدة للتوريق سيتم عرض البعض منها مع التطرق إلى تاريخ نشاط التوريق في من خلال ماسيأتي:

1.1.3.1. تعريف التوريق المصرفي وخصائصه.

أولاً التوريق لغة: في اللغة العربية التوريق مشتق من كلمة ورق بفتح الواو وكسر الراء فكما جاء في القرآن الكريم «فَابْعَثُوا أَحَدَكُمْ بِوَرِقِكُمْ هَذِهِ إِلَى الْمَدِينَةِ¹»، وورقكم بمعنى دراهمكم أي بمعنى النقود والمال² أيضا التوريق لغة هو إخراج الأوراق³.

الورق بفتح الواو والراء فهو ما يكتب فيه أو يطبع عليه، ويقال أورق الشجر بمعنى ظهر ورقه والوراقة حرفة الوراق الذي يورق الكتب ويكتب، والوراق من يحترف نسخ الكتب أو تجارتها⁴، بما أن هذا هذا المصطلح أو هذه التقنية ظهرت في العالم الغربي يمكن القول أن التوريق من الناحية اللغوية مشتق من الكلمة الفرنسية (titrisation) والمشتقة بدورها من الكلمة الإنجليزية (securitization)، المتأتية من (securities) والتي تعني قيماً منقولة (titres).

ثانياً اصطلاحاً: ورد العديد من التعاريف لهذا المصطلح يمكن ذكر البعض منها:

- التوريق هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى الأوراق مالية سائلة (أسهم وسندات) قابلة للتداول في أسواق المال، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، ولا تستند إلى مجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين⁵.

- التوريق هو عملية تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية سائلة قابلة للتداول في أسواق المال، وتستند هذه الأوراق إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ولا تستند لمجرد القدرة المتوقعة للمدين على السداد من خلال التزامه العام بالوفاء بالدين⁶.

- التوريق هو ابتكار عرفته الأسواق المالية، يعبر عن قيام البنوك وشركات التمويل العقاري ببيع دين القروض المتجمعة لديها على العملاء الذين اشتروا العقارات إلى إحدى الشركات المتخصصة بهدف

¹: سورة الكهف، الآية 19.

²: أحمد مختار عمر، المعجم الموسوعي لألفاظ القرآن الكريم وقراءاته، مؤسسة سطور المعرفة، الرياض، السعودية، 2001 ص1164.

³: يوسفات علي، التوريق و أزمة المالية العالمية، الملتقى الدولي الثاني، الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، معهد العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر 06/05 ماي 2009، ص2.

⁴: مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، مجمع اللغة العربية، مصر القاهرة، 1980، ص681.

⁵: عبيد على أحمد الحجازي، "التوريق و مدى أهميته في ظل قانون الزهن العقاري"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص 10.

⁶: محب خلة توفيق، الاقتصاد النقدي والمصرفي: دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات، دار الفكر الجامعي مصر، 2011 ص195.

التقليل من مخاطر الائتمان والسيولة بالنسبة إلى المؤسسات التي قدمت القروض لتداولها في السوق الثانوية¹.

– نشاط التوريق هو أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن من خلالها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية أن تقوم بتحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص، من أجل إصدار أوراق مالية جديدة في مقابل هذه الحقوق المالية تكون قابلة للتداول في السوق المالية².

– التوريق هو ميكانيزم تعمل على تحويل المخاطر المالية بين الجهات المالية أو المؤسسات المالية³.
– التوريق هو الممارسة التي من شأنها تجميع أكبر عدد من القروض الممنوحة غير القابلة للتسييل، أو الحقوق وتجميعها في وعاء واستخدامها في إصدار أوراق مالية لبيعها للمستثمرين وعليه فإن الأوراق المالية المصدرة من هذا الوعاء تكون مدعومة من قوة هذا الوعاء ومثابته⁴.

– للتوريق معنيين هما: المعنى الضيق هو عملية تحويل أصول مالية غير سائلة ومضمونة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في سوق رأس المال⁵، أما المعنى الواسع: هو عملية تدبير الموارد المالية من خلال طرح أسهم وسندات مباشرة، وتعد عملية التوريق بمثابة دمج ما بين أسواق الائتمان وأسواق رأس المال كونها تزيل الحدود بين القروض المصرفية والأوراق المالية⁶.

يمكن تسمية عملية التوريق بالديون المدعمة سنديا وهي تقنية يتم التنازل فيها عن مجموعة من الديون هي في الأساس قروض إلى معبرية مالية، حيث تمول هي الأخرى بإصدارها لأوراق مالية تطرح في السوق، تشكل هذه الأوراق المالية القيمة للديون، كما أطلق على عملية التوريق أيضا مصطلح الاستثمار الجماعي في الحقوق الآجلة باعتباره أداة للربط بين السوق المصرفية وبين سوق رأس المال من خلال عمليتين: فالأولى يناط إليها إعادة تمويل مانح الائتمان عبر نقل أصوله غير السائلة والمتمثلة في محفظة حقوقه على مدينه إلى المنشأة الوسيطة للاكتتاب في صورة أوراق مالية قابلة للتداول وفي هذا السياق انقلبت تسمية التوريق باعتباره مصطلح غير جامع لإبرازه إحدى مراحل عملية الاستثمار فقط وهي المرحلة الثانية التي يتم فيها تحويل الحقوق إلى أوراق مالية، دون الأولى

¹: عمر يوسف عبد الله عبابنة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم المكتب الحديث، الأردن، 2011، ص153.

²: نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، دون دار نشر، مصر، 2007، ص274.

³: Abdelkader BELTAS, *la titrisation : instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire*, édition Légende, 2007, p3.

⁴: حامد حسن ميرة، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية، دار الميمان، الرياض، السعودية، 2011، ص275.

⁵: مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، مصر، 2001، ص237.

⁶: عبد العزيز قاسم، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من منظور اسلامي، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2011، ص782.

التي تتمثل في نقل محفظة الحقوق إلى المنشأة الوسيطة، كما أنه مصطلح غير مانع، إذ تجسيد الحق في صورة ورقية ليست قصراً على هذا النظام بل تمتد إلى الأوراق التجارية وغيرها¹.

بعد تأمل ما سبق إيراد من تعريفات فإنه يمكن إجمال ما جاء فيها وتوضيحه بأن التوريق يستلزم تجميع موجودات كالديون الموثقة برهونات على اختلاف أنواعها، ثم بيعها لمنشأة ذات الغرض الخاص التي تنشأ لحفظ هذه الموجودات وإدارتها والتي اصطلح على تسميتها بـ (SPV (Special Purpose Vehicle)، ثم تقوم هذه الشركة بإصدار أوراق مالية مدعومة بتلك الموجودات وطرحها في الأسواق المالية ليكتتب فيها عموم المستثمرين.

وعليه فالمكون الأساسي لعملية التوريق هو الديون المدرة للدخل والتي تتيح للمستثمر الحصول على عائد مناسب لاستثماره، لذلك فإن الديون التي يراد توريقها يجب أن تتمتع بدرجة من الجاذبية بالنسبة للمستثمرين من حيث نوعيتها ودرجة تصنيفها الائتماني وتمتعها بسجل تاريخي من حيث الانتظام في السداد حتى تحقق دخلاً مضموناً ومنظماً، وهكذا عملية التوريق تتلخص في تحويل القروض الموثقة بضمانات أو رهونات من أصول غير سائلة إلى أصول نقدية سائلة تستخدم عادة لتمويل عمليات مصرفية جديدة².

مما سبق ذكره من تعاريف مختلفة يمكن استخلاص الخصائص المميزة لعملية التوريق:

- يجب أن تكون القروض المتنازل عنها في شكل كتلة أو مجموعة واحدة على أن تتم عملية الإصدار للأوراق المالية في شكل معاملة واحدة.
- يجب ألا تكون القروض المتنازل عنها تتضمن خطر عدم السداد في تاريخ التنازل عليها.
- يجب أن تكون القروض المتنازل عنها (المورقة) مضمونة برهون عينية.
- يجب على البنك القائم بعملية التوريق اطلاع عملائه (المقترضين) فيما ينوي عمله في شأن ديونهم.
- يترتب على عملية تحويل كافة الضمانات والتأمينات المتعلقة بهذه القروض من ذمة البنك إلى ذمة المنشأة ذات الغرض الخاص.

¹: عمر طالب، عبد الحميد غوفي، إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفي في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني، مجلة الأكاديمية العربية المفتوحة، الدانمارك، العدد: 2، 2007، ص 15، 16.

²: حامد حسن ميرة، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية، دار الميمان، الرياض، السعودية، 2011، ص 275.

2.1.3.1. نشأة التوريق المصرفي.

ارتبطت نشأة التوريق المصرفي بتحويل التمويل من القرض المصرفي إلى السوق المالية، فمع سن القانون الأمريكي للإسكان في 1934 تم إنشاء الإدارة الفدرالية للإسكان، مما سمح بالتأمين على ديون الرهن العقاري الصادر عن مقرضين غير حكوميين¹.

كانت أول بوادر ظهور عمليات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية، ففي سنة 1934 تم إنشاء مؤسسة سميت بالبنك الفيدرالي لتمويل السكن FHLB، إلا أنه يعود أول ظهور للمؤسسات المالية المتخصصة في إعادة التمويل الرهني في الولايات المتحدة الأمريكية كنموذج متطور لتمويل السكن في منتصف الثلاثينات بعدما زادت أزمة السكن في أمريكا وفشلت مؤسسات الأوراق المالية في الوفاء باحتياجات السوق من القروض العقارية، ثم تم تأسيس مؤسستين متخصصتين في ضمان الرهن العقاري وإصدار القروض السكنية المضمونة برهونات عقارية من الدرجة الأولى، هذه المؤسستين هما: الجمعية الفيدرالية للسكن* FHA والجمعية الوطنية الفيدرالية للسكن Fannie Mae، وفي بداية 1966 عرف نشاط السوق المالية العقارية في أمريكا اختلالات ناجمة عن ارتفاع طلب الحكومة على القروض من أجل تمويل حرب الفيتنام من جهة وزيادة الطلب على الأموال نتيجة التوسع الاقتصادي في أمريكا من جهة أخرى، وتبعاً لذلك تم إدراج نظام السوق العقارية الثانوية.

لقد تم كذلك خلق فكرة الائتمان المتعلق بالقروض العقارية مع بداية السبعينيات وإسناده إلى الجمعية الوطنية الفيدرالية لتصبح أول مؤسسة يسمح لها بإصدار أوراق مالية مؤمنة برهونات عقارية من الدرجة الأولى، حيث سميت هذه العملية آنذاك بـ MBS: Mortgage Backed Securities وكان المقصود من ورائها جلب أموال جديدة ووضعها تحت تصرف البنوك العقارية عن طريق شراء محافظ عقارية ذات نوعية ريفية، أي أقل خطورة².

في سنة 1970 أقدمت الحكومة الأمريكية على إنشاء مؤسسة جديدة أخرى تتعامل بالقروض العقارية في السوق الثانوية سميت بـ فريدي ماك، تقوم هذا المؤسسة بتجميع الرهون العقارية التي تشتريها ثم تصدر سندات مقابلها مع ضمان هذه السندات، ونظراً لأن مؤسسة فريدي ماك لم تكن لتصدر أوراقاً مالية تقل عن ثلاثين سنة، لذا فإن الأوراق المالية الجديدة لم يكن من الممكن إصدارها لمدة تقل عن المدة ذاتها، الأمر الذي جعل عدد المستثمرين محدوداً وذلك لأنهم يفضلون أوراقاً لفترات

¹: عمر طالب، عبد الحميد غوفي، إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة

التمويل الرهني، مرجع سابق، ص 12.

*: Federal Home Association

²: Valentin Bauwrens, Jean-François Walhin, La titrisation du risque d'assurance, larcier, Belgique, 2008, p19.

زمنية أقل مما دعى إلى ابتكار آخر في التوريق ألا وهو الرهون ذات الضمانات الإضافية التي تقوم فكرتها على جعل وعاء الرهون سلسلة من التدفقات النقدية السنوية مع تقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من سنة إلى ثلاثين سنة، وحدثت تطورات قانونية بعد ذلك جعلت من نظام التوريق نظاما متعدد الشرائح بعدها تطورت عملية التوريق لتشمل قروض بأنواع مختلفة عن الرهونات العقارية¹.

2.3.1. الأركان الأساسية لعملية التوريق وأهميتها:

من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى الأركان الأساسية لعملية التوريق وكذا إبراز مدى أهمية التوريق في الاقتصاد ككل.

1.2.3.1. الأركان الأساسية لعملية التوريق: تتميز عملية التوريق بخمسة أركان أساسية هي²:

أ. وجود علاقة مديونية قائمة بين البنك مقرض ومدين مقترض سواء كان شخصا معنويا أو طبيعيا.
ب. رغبة البنك في التخلص من عبء سندات الدين الموجودة في جانب الأصول في ميزانيته وتحويلها إلى جهات أخرى خارجية، ويمكن أن يجد البنك صعوبة في عملية تحصيل دينه مما يضطره لتكوين مخصص للقروض المشكوك في تحصيلها وهو ما يزيد من عبء تمويلها في ميزانيته ويقلل من سيولته ويخفض من أرباحه، وقد يكون البنك في نفس الوقت بحاجة إلى سيولة تمكنه من التوسع في نشاطه التمويلي أو ببساطة تسديد بعض التزاماته المالية لذا يلجأ لبعض قروضه من أجل توريقها³.

ت. إصدار الطرف المحال إليه الدين سندات جديدة قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية والجهة المحال إليها الدين عبارة عن مؤسسة متخصصة ذات الغرض الخاص في شراء القروض البنكية من البنوك المنشئة لها لتحل محلها في الدائنية تجاه البنك الأصلي، وإذا لم تكن مثل هذه المؤسسة المتخصصة متاحة فإن البنك ينشئها خصيصا لتوريق قروضه وتكون تابعة له ولكن ذات ميزانية مستقلة.

¹: زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، كلية الشريعة الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص41-43.

²: مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، مرجع سابق، ص239-245،

³: علقمة مليكة، كفاف شافية، التمويل المهيكل وأدواته المالية الحديثة ودورها في تفاقم الأزمة المالية الراهنة، المتلقي الدولي: "الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009. ص11.

ث. تسديد الأوراق المالية الجديدة لضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، فمن غير الممكن قيام المؤسسة المتخصصة بإعادة إصدار الدين في صورة سندات وطرحها في السوق المالية دون تواجد غطاء يدعم هذه السندات والمتمثلة في ضمانات كافية.

ج. ضرورة توفر الرغبة لدى المستثمر في شراء السندات التي تصدرها المؤسسة المتخصصة، بحيث تقوم بتحصيل العائد الذي تدره هذه السندات في مواعيد استحقاق هذه العوائد، ومن المسلم به فإن هذا البنك متى اختار طريق بيع ديونه المتعثرة أو ذات المخاطر العالية فإنه يقبل بيع قروضه بأسعار أقل تاركاً الفرصة أمام المؤسسة المتخصصة في الحلول محله مقابل هامش ربح معقول، والذي يتمثل في الفرق بين قيمة الدين الأصلي وقيمة شرائه من الدائن.

2.2.3.1. دوافع ومزايا عمليات التوريق:

هناك دوافع ومزايا عديدة لاستخدام عمليات التوريق في الإقتصاد الوضعي من أبرزها¹:

أولاً) **التوريق مصدر تمويل بديل وفعال**: حيث يعتبر التوريق بديلاً لوسائل الحصول على التمويل الأخرى مثل الاقتراض من البنوك أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي عليه الخياران كلاهما من قيود ومشكلات، حيث إن التوريق يمنح وسائل نفاذ إلى أسواق رأس المال، وبذلك الوسائل يكون من الممكن زيادة مصادر التمويل مع تقليل مخاطر الائتمان.

ثانياً) **تقليل أخطر الائتمان وتفتيتها**: حيث يؤدي التوريق إلى تقليل المخاطر، إذ أن المؤسسة التي تورق بعض أصولها ليست مسؤولة عن الوفاء بها لحملة الأوراق المالية، وبالتالي فإنها تكون بتوريقها لهذه الديون قد نقلت مخاطر الائتمان إلى الغير، وقامت بتفتيتها عن طريق توزيعها على حملة السندات.

ثالثاً) **تحسين السيولة وتوسيع حجم الأعمال**: حيث يعمل التوريق على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة في صورة نقدية يمكن للمؤسسة المالية المورقة توظيفها مرة أخرى، مما يؤدي إلى توسيع حجم أعمالها.

رابعاً) **التحرر من قيود الميزانية العمومية**: من الممكن القول أن السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسات المالية للقيام بعمليات التوريق هو رغبة التحرر من قيود الميزانية العمومية حيث تقضي القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاءة رأس المال، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها، وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال، ويقلل من ربحية البنك إذن ففي هذه الحالة يعد التوريق بديلاً مناسباً في الإقتصاد الوضعي، حيث يسمح بتدوير جزء

¹: حامد حسن ميرة، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 278، 279.

من الأصول السائلة الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة لديونه لدى الغير دون أن يترتب عن ذلك زيادة في الجزء المخصص للمخاطر في ميزانية البنك، أي دون الحاجة لمخصصات مناظرة في الميزانية العمومية¹.

خامسا) تحسين هيكل رأس المال: يمكن التوريق البنوك والمؤسسات المالية وغيرها من تقديم القروض وتحريكها بسرعة من ميزانياتها العمومية، مما يترتب عليه تخليصها من ضرورة الاحتفاظ بمخصصات الديون المشكوك في تحصيلها، إذ أن أي منشأة لديها ديون على الغير يجب عليها أن تستقطع من إيراداتها نسبة معينة من قيمة الديون لتكوين مخصص الديون المشكوك في تحصيلها بما يقلل صافي الربح، و بالتوريق سوف يختفي رصيد المخصص ويردّ إلى الإيرادات، ولا يظهر في الميزانية العمومية.

سادسا) تنشيط سوق رأس المال: وذلك من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية، وتنشيط سوق تداول السندات.

3.3.1. أنواع التوريق وأهم منتجاته.

من خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى أهم أنواع عمليات التوريق ومنتجاته.

1.3.3.1. أنواع التوريق: توجد عدة معايير لتحديد أنواع أو أشكال التوريق يمكن تلخيصها كمايلي:

أولا) الأشكال الرئيسية للتوريق من خلال الشركات المالية ذات الأغراض الخاص: تتمثل أشكال التوريق المصرفي في شكلين هما:

أ. القروض التجارية:

يعتبر لجوء الشركة ذات الغرض الخاص إلى القروض التجارية البسيطة أبسط الطرق التي تحصل من خلالها على التمويل اللازم لشراء الأصول (الديون) التي يتم توريقها، مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين، ويمكن أن يتم ذلك من خلال ترتيبات قرض مشترك يحدد له غالبا سعر عائد ثابت، وطبقا لهذه الترتيبات فان سداد أصل القرض وفوائده تتوافق مع تلقي تسديدات الديون محل التوريق في سداد التزامات القرض التجاري².

ب. إصدار سندات الدين:

وهنا تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق وتستند إلى قوة تلك الديون وما يتوفر لها من ضمانات، بحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في

¹: النشرة الاقتصادية المالية، دائرة المالية لحكومة دبي، العدد 66، 11-17 أبريل 2011، ص6.

²: سمير حمود وآخرون، التوريق كأداة مالية حديثة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دون دار نشر، مصر، 1995، ص53.

هذه السندات في شراء تلك الديون، ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها مع تواريخ استحقاق السندات وعوائدها، بحيث تكفي متحصلات أقساط الديون وفوائدها لمواجهة سداد قيمة السندات وعوائدها عند آجال استحقاقها¹.

ثانياً) الأشكال الرئيسية للتوريق من خلال الديون، الأصول والدخل: تنقسم إلى ثلاث أقسام وهي²:

أ. توريق الديون:

هذا النوع هو المقصود الأصلي من كلمة التوريق، والذي بمقتضاه تقوم مؤسسة مالية متخصصة في التمويل بتجميع ديونها المتشابهة أو المتجانسة في أغراضها وفي آجالها وضماناتها في محفظة مالية واحدة (محفظة التوريق) ثم تتولى بنفسها أو عن طريق شركة توريق بإصدار سندات أو صكوك مالية عليها وتطرحها على جمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، وتقوم بذلك لغرض الحصول على سيولة مبكرة قبل حلول آجال ديونها على الغير لتحول الحقوق الآجلة غير السائلة إلى أصول عاجلة سائلة تمكنها من إعادة إقراضها للغير بفائدة وهذا النوع هو المستخدم دولياً.

ب. توريق الأصول:

في هذا النوع تقوم بعض المؤسسات بتوريق بعض دخولها التي ستحققها في المستقبل بنفسها أو عن شركة توريق، وذلك بنفس طريقة توريق الديون وهذا النوع مطبق في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تقوم إدارة المرور في مدينة نيويورك سنوياً بتقرير المخالفات المرورية المستحقة لها خلال السنة المقبلة اعتماداً على حصيلة العام الحالي ثم تقوم بنفسها أو عن طريق شركة توريق بتوريقها وبيعها للجمهور لتحصل في العام الحالي على إيرادات العام القادم وتتفادى مخاطر وتكاليف الاقتراض من البنوك وقد اعتادت على إجراء هذا النوع من التوريق بعض دور السينما في الولايات المتحدة الأمريكية كذلك.

ت. توريق الدخل:

تم استحداث هذا النوع من قبل المؤسسات المالية الإسلامية، حيث وضعت توريقها في صكوك غير ربوية تقوم المؤسسة مباشرة أو عن طريق وسيط (شركة توريق) بطرح صكوك قابلة للتداول بقيمة بعض أصولها المدورة للدخول وتبيعها للجمهور للاكتتاب فيها، ثم تستأجرها منهم تأجيراً تمويلياً ليحصل حمله الصكوك على أقساط الإجارة كعائد عن صكوكهم، مخصوماً منها عمولة منفق

¹: شعابنة رزيفة، التوريق المصرفي للديون: الإطار والممارسة، دراسة حالة الدول النامية، مذكرة ماجستير، تخصص: نقود ومالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2006، ص 101.

²: صبري عبد العزيز إبراهيم: التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية في ضوء الفكر الإسلامي، المؤتمر السنوي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، 1-2 أبريل 2009، ص 6.

عليها تستحقها نظير إدارتها لذلك ثم تقوم المؤسسة باستهلاك هذه الصكوك بشراء جزء من قيمتها بصفة دورية لتعود ملكيتها إليها مرة أخرى في نهاية المدة¹.

2.3.3.1. منتجات التوريق: يتم تصنيف منتجات عملية التوريق إلى قسمين أساسيين:

أولاً) أوراق الرهن العقاري: هي أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التقليدية جمعتها مؤسسات مالية (شركات الادخار والقروض البنوك التجارية، شركات الرهن العقاري، لتمويل عملية شراء المقترض لمنزل أو أي أصول عقارية)، ويقوم المصدر بتجميع هذه القروض في وعاء واحد، وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة المديونيات، وعندما يقوم المقترض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمرين الفوائد المستحقة لهم².

تنقسم الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية إلى عدة أقسام هي:

أ. الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية: **pass-through**

لقد تم إنشاؤها واستخدامها من قبل الوكالة الفيدرالية mae Ginnie في عام 1970³، حيث تعتبر من المنتجات الحديثة للهندسة المالية.، وتقوم المؤسسات المالية بتشكيل محفظة قروض عقارية من القروض الأصلية التي أصدرتها على أن يتم تقسيم هذه المحفظة إلى حصص في شكل شهادات أو أوراق مالية لبيعها للمهتمين من المستثمرين في السوق الثانوي لقروض الرهن العقاري، مشتري هذه الحصة يعتبر مالكا لنسبة مختلفة من محفظة القروض العقارية والتي تعطي له الحق في الحصول على تدفقات نقدية متمثلة في جزء من أصل القروض والفائدة في محفظة القروض العقارية⁴.

اصطلح على هذه الأوراق اسم الأوراق المالية الناقلة كون أن الجهة المنشئة للقروض تتولى تحصيل فوائد وأصل القروض العقارية من مديني تلك القروض ثم تتولى تحويلها إلى المستثمرين⁵.

ب. الأوراق المالية المدفوعة من خلالها التدفقات النقدية: **pay through**

بالإمكان إعادة تجميع الأوراق المالية **pass-through** في أوعية جديدة من أجل خلق ضمانات لنوع أكثر تعقيدا والتي تسمح بتوجيه التدفقات النقدية من أجل خلق فئات مختلفة من الأوراق

¹: المرجع نفسه، ص 07.

²: عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سابق، ص ص 153، 154.

³: Thierry granier, corynne jaffaux : **la titrisation-aspect juridique et financier**, economica, paris, France, 2004, p18.

⁴: نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، 2007، ص ص 119، 120.

⁵: منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستعمال التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق مكتبة جامعة جدار للدراسات العليا، مصر، (د س ن)، ص 434.

المالية بأجال وكوبونات مختلفة¹، وتتصف شهادات pass-through بعدم تعرضها للمخاطر نفسها للائتمان ومخاطر الدفع مقدما، بينما تتصف شهادات pay through بتعرضها للمخاطر نفسها ولمخاطر الدفع مقدما².

ح. السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهونة:

هي أوراق مالية شبيهة بالأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية من حيث أنها أوراق مالية ناشئة من محفظة قروض الرهن العقاري، لكن لاختلاف يتمثل في أن هذه الأوراق المالية تكون في شكل فئات مختلفة ولكل فئة منها تدفقاتها النقدية المتميزة التي تناسب فئة معينة من المستثمرين التي لها أجل استحقاق مختلفة ومعدلات كوبون مختلفة تدفع نصف سنويا مثل : السندات الحكومية والتدفقات النقدية التي تزيد عن معدلات الكوبون التي تدفع لهذه السندات ، تستخدم في سداد أصل الورقة لفئة واحدة من هذه الفئات المختلفة وترك الفئات الأخرى لفترة من الوقت حتى يتم سداد أصل الورقة للفئة الأولى وهكذا³.

ثانيا) الأوراق المالية غير العقارية : هي السندات أو الأذون المضمونة بمجمعات الأصول المالية بتدفقات إيرادية متوقعة، والتي يتم توليدها من قبل البنوك وموردي الائتمان الآخرين ومن بين الأمثلة على هذه الأصول سندات مديونية، بطاقة الائتمان وسندات المديونية التجارية وقروض السيارات.

4.1. ميكانيزمات عملية التوريق المصرفي وأهم آثارها ومخاطرها:

سيتم التطرق إلى أساليب وأطراف عملية التوريق وكذا التعرف على أهم الخطوات التي تمر بها عملية التوريق مع ذكر مخاطرها وتسليط الضوء على علاقة التوريق بالأزمة المالية للرهن العقاري 2008.

1.4.1. أطراف وأساليب عملية التوريق

للتوريق أطراف أساسية عاملة وضرورية لتحقيق عملية التوريق، كما أنه هناك أساليب عديدة للتوريق يمكن إيضاحها من خلال ما سيأتي:

1.1.4.1. أطراف عملية التوريق:

هناك عدة أطراف تدخل في عملية التوريق تتمثل في:

أ. الممول-المنشئ:

¹: البورصة المصرية، الاستثمار في السندات، 2011، ص7.

²: عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سابق، ص154.

³: نهال فريد مصطفى، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص ص 121، 122.

تقوم بعض المنشآت مثل البنوك المتخصصة والبنوك التجارية وشركات التمويل وشركات الأوراق المالية ومصدري بطاقات الائتمان بعملية إقراض العملاء، مما ينتج عنه حقوق مالية تظهر ضمن أصولها في الميزانية ويستطيع الممول (المنشئ) لهذه الديون تحويلها في مجموعات متجانسة بحيث تكون مضمونة بأصول ملموسة إلى إحدى المنشآت ذات الغرض الخاص (SVP) Special Purpose Vehicle التي تقوم بعملية توريقها¹.

ب. الشركات القائمة بعملية التوريق (المصدر): يمكن تسميتها أيضا بشركات ذات الغرض الخاص، حيث تكون تابعة لأحد البنوك المنشئة للتوريق، وهذه الشركات تتمتع بكيان اقتصادي مستقل عن المنشئ وتخضع لقوانين الضرائب والأوراق المالية والإفلاس بصورة منفصلة عن المنشئ وتستحوذ على عقود الأصول².

يمكن تعريف هذه الشركة (SVP) على أنها شركة تنشأ لتحويل إليها الحقوق المالية المضمونة بأصول وتقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بحصيلة هذه الحقوق المالية والأصول الضامنة لها³.

ويمكن في بعض الحالات لا تكون عملية إصدار الأوراق المالية خاصة بمول أو منشئ واحد، إنما تقوم شركة التوريق بتجميع مجموعة من الحقوق المالية المكفولة بحصيلة تلك الحقوق المالية والمضمونة بأصول مرهونة من ممولين (منشئين) مختلفين وتوريقها مع بعضها البعض عندما لا يكون لدى الممول الواحد منهم كمية كافية من الأصول لإصدار مجموعة من الأوراق المالية⁴.

إن إصدار وبيع الأوراق المالية في هذه العملية يتم إما في صورة طرح خاص أو في صورة طرح عام، بحيث تكون هذه الأوراق المالية بالتبعية مكفولة بحصيلة الحقوق المالية ومضمونة بالأصول⁵.

ج. المستثمر: هو كل من يشتري الأوراق المالية التي قام المصدر بإصدارها والمستثمر قد يكون من الأفراد أو الشركات أو المؤسسات المالية أو البنوك وأغلب الأوراق المالية في عمليات التوريق تكون في شكل سندات، حيث يحصل المستثمر على قيمة السند في تاريخ استحقاقه بالإضافة إلى الفوائد

¹ : نظير رياض قاسم محارب، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سابق، ص274.

² : عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص785.

³ : محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر الإسكندرية 2005، ص316.

⁴ : نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سابق، ص274.

⁵ : محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص316.

الدورية، بغض النظر عن تواريخ استحقاق فوائد أو أقساط القرض الأصلي لدى البنك المنشئ، فعلاقة المستثمر تكون مع شركة التوريق المصدرة للأوراق المالية من خلال ما يحمله من سندات مضمونة بأصول القرض الأصلي للبنك المنشئ¹.

د. شركة خدمة الدين: حيث تقوم شركة خدمة الدين باستلام المتحصلات من المدينين الناشئة عن الأوراق المالية في تواريخ استحقاقها وتسليمها إلى شركة التوريق لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها وفي الأغلب ما يكون الممول الجهة المسؤولة عن خدمة الدين².

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

تقوم هذه الوكالات بإجراء تقييم للمؤسسات الائتمانية لتقدير ملاءتها المالية وجدارتها الائتمانية، كما تقوم هذه الوكالات في مجالات التوريق بتقييم سندات الديون ومدى ما تتمتع به من ضمانات مع تحديد مستويات المخاطر التي تهددها، إن هذا التقييم هام لجميع الأطراف وخاصة المستثمر الذي سيشتري الورقة المصدرة، وعليه لابد من الشفافية والدقة في عملية التقييم³.

تقدم هذه الوكالات رأيها في أمور عديدة ومهمة لإتمام هذه الصفقة هي⁴:

- التقديرات الدقيقة حول تقييم الدعم الائتماني والمخاطر الائتمانية لمحفظة الأوراق المالية للبنك المنشئ والمصدر.

- إمكانية وفاء المصدر بأصل الدين والفوائد كاملين في تواريخ الاستحقاق للمستثمرين خلال فترة سريان ضمان الأصول.

- جدارة المنشأة ذات الغرض الخاص في دعم عمليات الاكتتاب.

- دراسة الجوانب القانونية للصفقة وملائمة هيكل التنظيم المعتمد لإتمام الصفقة.

- الكفاءة الائتمانية للمدين وتاريخ الديون متأخرة السداد.

- الأداء التاريخي لمقبوضات السند والتوقعات المحتملة لأزمات التضخم والركود.

¹: عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص ص 785، 786.

²: شعابنة رزيقة، التوريق المصرفي للديون: الإطار والممارسة، دراسة حالة الدول النامية، مرجع سابق، ص 99.

³: مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، مرجع سابق، ص 246.

⁴: زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 69.

يمكن توضيح درجات التقييم الائتماني من خلال الجدول التالي:

الجدول (1.1): درجات تقييم الائتمان عند وكالة التصنيف Moody's

توضيح الرموز المستعملة من قبل وكالة التصنيف Moody's			
معدلات الخسارة عند كل درجة	Moody's	الوصف	مستوى المخاطر الائتمانية
%0.0016	Aaa	الأكثر أمانا	درجة الاستثمار
%0.0171	Aa1	جدارة ائتمانية عالية	
%0.0374	Aa2		
%0.0781	Aa3		
%0.1436	A1	جدارة ائتمانية متوسطة إلى عالية	
%0.2569	A2		
%0.4015	A3		
%0.6050	Baa1	جدارة ائتمانية متوسطة إلى أقل من متوسطة	
%0.8690	Baa2		
%1.6775	Baa3		
%2.9040	Ba1	غير استثمارية	درجة المضاربة
%4.6265	Ba2		
%6.5230	Ba3		
%8.8660	B1	مخاطرة	
%11.3905	B2		
%14.8775	B3		
%19.9726	Caa1	مخاطرة عالية	
%26.8125	Caa2		
%38.4017	Caa3		
%55.0000	Ca		
%100.0000	C	متعثرة	

المصدر: مداني أحمد، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 10، 2013، ص55.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن وكالات التصنيف الائتماني تعطي رتبا للسندات بغرض مساعدة المستثمرين على تقييم احتمال أن السند سيحدد، فلقد عملت هذه الوكالات على تطوير أساليبها لهذا الغرض.

يلاحظ أن شركة Moody's وهي شركة لخدمات المستثمرين، لها تسع فئات من رتب السند، حيث تقوم بإعطاء مرتبة للسندات تتراوح من Aaa (وهي أعلاها) إلى C وتمثل أقلها، كما موضح أعلاه نجد:

- **الدرجة Aaa:** وهي لسندات قدرت بأنها الأعلى مرتبة من حيث الجدارة الائتمانية، فهي سندات تتميز بأقل درجة من مخاطر الاستثمار، ويشار إليها بالأفضلية الذهبية ومدفوعات الفائدة يحميها

هامش حدي كبير متميز والقيمة الأساسية آمنة¹، ويكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.0016%**.

- **الدرجة Aa:** وهي لسندات تتميز بجودة عالية بكل المقاييس، لكن تقديرها أقل من Aaa لأن هوامش الحماية يمكن أن لا تكون كبيرة مثل Aaa للأوراق المالية أو لأن التذبذبات في العناصر الحمائية قد تكون أكبر أو قد تكون هناك عناصر أخرى حاضرة التي تجعل مخاطر المدى الطويل تظهر أكبر نوعاً ما مما في Aaa للأوراق المالية، وتندرج تحت Aa الرتب التالية على الترتيب:

Aa1: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.0171%**.

Aa2: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.0374%**.

Aa3: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.0781%**.

- **الدرجة A:** وهي لسندات تعتبر من درجات الالتزامات فوق المتوسط والعوامل المعطية أماناً للقرض الأساسي والفائدة، تعتبر ملائمة لكن إمكانية وجود عناصر غير حمائية معينة، تقترح القابلية للضعف في المستقبل، وتندرج ضمن هذه الدرجة الرتب التالية على الترتيب:

A1: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.1436%**.

A2: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.2569%**.

A3: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.4015%**.

- **الدرجة Baa:** تتميز هذه السندات بجودة متوسطة من الالتزامات، بمعنى ليست عالية الحماية والأمان ولا يعتمد عليها في المدى الطويل، حيث تفتقد هذه السندات لخواص الاستثمار المتميز وتتصف بالمخاطرة، وتندرج ضمن هذه الدرجة الرتب التالية على الترتيب:

Baa1: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.6050%**.

Baa2: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **0.8690%**.

Baa3: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **1.6775%**.

- **الدرجة Ba:** وهي سندات محفوفة بالمخاطر وليست ذات حماية في المستقبل، وتندرج ضمن هذه الدرجة الرتب التالية على الترتيب:

Ba1: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **2.9040%**.

Ba2: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **4.6265%**.

Ba3: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **6.5230%**.

¹ جلال البنا، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى، مصر، 2007، ص 49-50.

- **الدرجة B:** وهي لسندات تفتقد لخواص الاستثمار المرغوب وتتميز بمخاطر كبيرة، وتندرج ضمن هذه الدرجة الرتب التالية على الترتيب:

B1: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **8.8660%**.

B2: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **11.3905%**.

B3: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **14.8775%**.

- **الدرجة Caa:** وهي لسندات ذات موقف ضعيف، مثل هذه الإصدارات قد يمكن أن تتعرض لخطر عدم القدرة على السداد، وتندرج ضمن هذه الدرجة الرتب التالية على الترتيب:

Caa1: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **19.9726%**.

Caa2: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **26.8125%**.

Caa3: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **38.4017%**.

Ca: يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة يقدر ب: **55.0000%**.

- **الدرجة C:** وهي أقل فئات السندات رتبة تعرف بالسندات المتعثرة، حيث يكون معدل الخسارة عند هذه الدرجة ب: **100%**.

ي. شركات ترويج وتغطية الاكتتاب: إن عمل هذه الشركات هو عملية طرح الأوراق المالية إما الطرح العام أو الخاص من خلال إعداد نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات بعد القيام بالدراسة المستقلة للممول بغرض توفير الإخضاع الكامل والشفافية اللازمة لمساعدة المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري¹.

هناك من يرى أن هناك نوعين من الأطراف التي تدخل في عملية التوريق هما: الأطراف الفاعلة الداخلية تتمثل في: (المتنازل، المنظم، شركة، شركة التسيير، شركة التوريق المودع، ومؤسسات تعزيز الائتمان، شركة خدمة الدين).

أما الأطراف الفاعلة الخارجية تتمثل في وكالات التصنيف الائتماني وسلطات الرقابة أو الوصاية وعليه يلاحظ أن هناك أطراف قد تم التطرق إليها لذا سيتم توضيح الأطراف غير المذكورة سابقا وهي²:

أولاً) **الأطراف الفاعلة الداخلية:** وهي الأطراف التي لها تأثير مباشر على عملية التوريق:

¹: نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، مرجع سابق، ص ص 276، 277.

²: عمار بوطكوك، دور التوريق في نشاط البنك حالة بنك التنمية الفلاحية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2008، ص ص 19-23.

- **شركة التسيير:** هي شركة تتفرغ عن شركة التوريق وتسييرها، فهي تمثل مصالح ملاك الحصص، تقوم بمراقبة وتنفيذ عمليات التنازل عن القروض، تسيير ممتلكات الحزينة لشركة التوريق، تتأكد من حسن إتباع الإجراءات الخاصة للحول على التصنيف الملائم كما تزود سلطات الرقابة بالمعلومات المطلوبة.

- **المودع:** مؤسسة قرض تراقب العمليات التي تقوم بها شركة التسيير.

- **مؤسسة تعزيز الائتمان:** مهمتها دعم الجدارة الائتمانية لنشاط التوريق بهدف الحصول على تصنيف مناسب يمكن اللجوء إلى أحد أو بعض وسائل الدعم المتمثلة في خطاب ضمان مصرفي أو بوليصة تأمين من شركة تأمين.

ثانياً) الأطراف الفاعلة الخارجية: فتتمثل في سلطات الرقابة أو الوصاية ودورها يختلف من بلد لآخر، لكنها متواجدة دائماً من أجل مراقبة وترخيص مثل هذا النوع من العمليات، أما شركات التصنيف الائتماني فقد تم التطرق إليها سابقاً.

2.1.4.1. أساليب عملية التوريق المصرفي: توجد ثلاث طرق لعملية التوريق يمكن تلخيصها من خلال ما سيأتي:

أ. **استبدال الدين:** هي الطريقة الوحيدة التي يتم بموجبها التحول الحقيقي لكل من الحقوق والالتزامات لأنها تتضمن بالفعل استبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة¹.

كما تتضمن هذه الطريقة تحويل حقيقي للحقوق والالتزامات الأصلية واستبدالها بأخرى جديدة، وهي الآلية المستخدمة في بيع الذمم المدينة وتكمن صعوبة هذا الأسلوب في:

- تمنع قوانين جمالية المستهلك من تنفيذ العقد ضد المستهلك (المقترض).

- توفر الموافقة المسبقة على القرض الأصلي من كل الأطراف وهي مسألة معقدة.

- تمثل القضايا التي تثار حول القيمة التي يحصل عليها المشتري صعوبة قانونية في استبدال الدين.

وكي يتم تفادي مثل هذه الصعوبات العملية في الحصول على الموافقة المسبقة يتم صياغة عقد القرض الآلي بحيث يسمح بتحويل القرض كلياً أو جزئياً لتمكين المشتري من الانتفاع اللاحق من عملية التحويل².

¹: شيماء إبراهيم محمد نواره، في الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية ضوء معايير المحاسبة الدولية، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، مصر، 2007، ص34.

²: عبد العزيز قاسم محارب، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص787.

ب.التنازل: مؤداه التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها¹، ففي عقدي الإيجار والبيع يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين².

ج.المشاركة الجزئية: يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية ويلاحظ أن هناك طرقا عديدة لحماية هذا المشتري تتراوح بين حصوله على ضمان عقاري وحقوق إدارة الدين كوصي عليه³.

3.1.4.1. تكلفة التوريق وأثره الكلي والجزئي:

أولاً) تكلفة التوريق المصرفي:

إن إنجاح أسلوب التوريق لا يمكن أن يأتي بدون تكلفة أو بدون مخاطر إنما هناك تكلفة تتمثل في تكلفة تمويل الديون والقروض المصدرة، والمصرفيات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين، بالإضافة إلى تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية ودفع أجور القائمين بعملية التوريق، وتكاليف الاستشارات المحاسبية والقانونية والتكاليف الخاصة بمؤسسات التصنيف وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة حتى تتناسب مع نظام التوريق⁴.

ثانياً) الأثر الكلي والجزئي للتوريق المصرفي:

أ. الأثر الكلي للتوريق المصرفي: يعتبر استخدام الأدوات الحديثة لتسيير المخاطر القروض تحولاً كبيراً للهيكل البنكي التقليدي، فهو ليس مجرد عملية إصدار أوراق مالية تتداول في السوق المالية فحسب بل هي عبارة عن أداة تنظيم شاملة للنظام التقليدي للقروض أنه⁵:

¹: راتول محمد، معزز لقمان، عملية توريق الديون كأداة مالية مستحدثة ودورها في صناعة وانتشار الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي الخامس، الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارة والتسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 13 و14 مارس 2012، ص 10.

²: النشرة الاقتصادية المالية، مرجع سابق، ص 5.

³: محمد أحمد غانم، التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته على بعض الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009، ص 15.

⁴: طالب عمر، أثر إعادة التمويل الرهني على تحسين أداء الائتمان البنكي، دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRA، مذكرة الماجستير تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2006، ص 66.

⁵: خاسف جمال الدين، فلسفة التوريق والأزمات المالية، الملقى الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 6.

- نهاية للبنوك الشاملة وبداية لتخصص الخدمات البنكية، إذ أن توريق القروض فتح مجالات أخرى للاوساطة، مما أدى لتخصص الخدمات البنكية وبالتالي تعدد مهام البنوك الأمر الذي صعب عليها الإلمام بجميع هذه المهام، حيث عجل هذا التشعب في نهاية ما يسمى البنوك الشاملة.

- يزيد من فاعلية السياسة النقدية، حيث أن استعمال التوريق من شأنه أن يؤثر على السياسة النقدية من خلال تأثيره على الكتلة النقدية، إذ تقلل المنتجات المالية الحديثة لتسيير مخاطر القروض من حجم الكتلة النقدية كون هذه الأدوات تعتبر وسائل لإعادة تمويل حالها حال أسواق رأس المال أو سوق النقدي، كما يؤثر التوريق على أسعار الفائدة حيث أن الأدوات المالية الحديثة لتسيير مخاطر القروض من شأنها أن توفر وسائل جديدة للتمويل، وبالتالي تدخل في المنافسة مع وسائل التمويل الأخرى مما يؤثر على أسعار الفائدة بالانخفاض.

ب. الأثر الجزئي للتوريق المصرفي: ويتمثل في:

- يشكل التوريق موردا بديلا لإعادة التمويل وبأقل تكلفة.

- تخفيض العبء على الأموال الخاصة عن طريق الرفع من رأس المال بإصدار أسهم عادية وهي عملية جد مكلفة إلى جانب الصعوبات المرتبطة بقبول المساهمين القدامى دخول المساهمين الجدد في رأس مال البنك.

- يخفف من احتمال الوقوع في حالات الإفلاس حيث يساهم في تحسين الهيكل المالي للبنك مما يؤثر إيجابا على مختلف النسب الاحترازية التي تضعها الهيئات الرقابية.

2.4.1. خطوات عملية التوريق المصرفي ومخاطر هذه العملية:

لعملية التوريق خطوات عديدة لا بد من وجودها، ورغم أهمية هذه الآلية إلا أنها تحمل مخاطر

مختلفة، لذا سيتم عرض كيفية حدوث عملية التوريق مع ذكر أهم المخاطر المتعلقة بهذه الآلية.

أولاً) خطوات عملية التوريق المصرفي: تلخص عملية التوريق المصرفي من خلال الخطوات التالية¹:
- في البداية لا بد من الإشارة أنه يتم ربط القروض الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع تلك القروض في شكل محفظة، ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة بضماناتها (الضمانات المتعلقة بالأصول²).

¹ : Benkrimi karim, **Cridi Bancaire et Economie Financière**, El dare El Othmania, alger, 2010, pp 98, 99.

² : عمار بوطوكوك، دور التوريق في نشاط البنك حالة بنك التنمية الفلاحية، مرجع سابق، ص 25.

- تتبع المؤسسة المالية بعض أصولها المضمونة بسعر منخفض لمنشأة غرض إنشائها فقط لشراء هذه الأصول التي ترغب المؤسسة في توريقها وذلك حتى تخرج هذه الأصول من الذمة المالية البائعة¹.

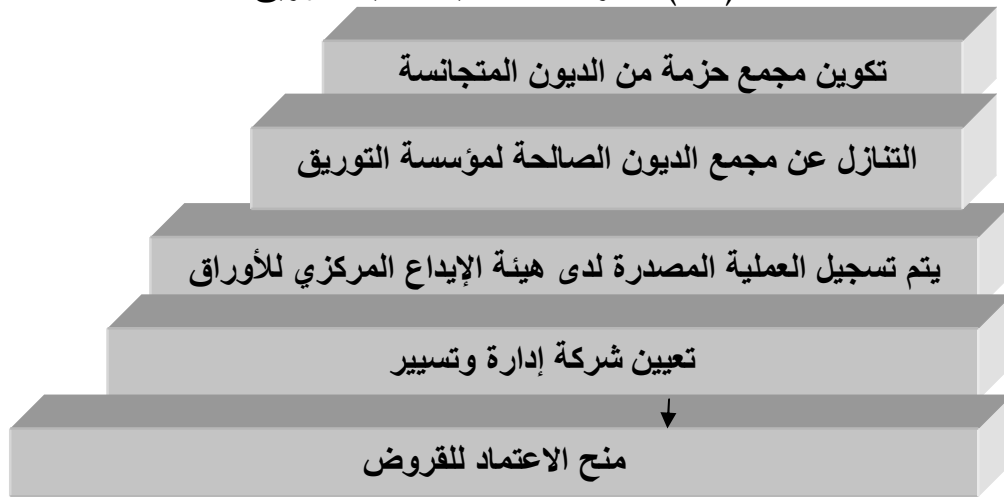
- يتم نقل الأصول بضماناتها والتي هي عبارة عن مديونية على مدينين للمؤسسة المالية مضمونة برهن أو ملكية لدى المؤسسة المالية إلى المنشأة ذات الأغراض الخاصة.

- تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص وتسمى المصدر سندات بقيمة تساوي قيمة الديون محل التوريق للحصول على السيولة عن طريق بيعها على المستثمرين.

- تستخدم المنشأة ذات الأغراض الخاصة السيولة المتحصلة من بيع السندات لسداد قيمة الأصول للمؤسسة المالية وتكون القواعد على هذه السندات متوافقة مع قواعد الديون الأصلية².

ومن أجل التوضيح أكثر تم اقتراح شكلين بيانين، حيث الشكل الأول يوضح المراحل الأساسية لعملية التوريق، في حين الشكل الثاني يوضح الآلية التفصيلية للتوريق المصرفي.

الشكل (4.1): المراحل الأساسية لعملية التوريق



Source :Abdelkader BELTAS, *la titrisation : instrument efficace pour la gestion du risque du crédit bancaire*, op-cit, p112.

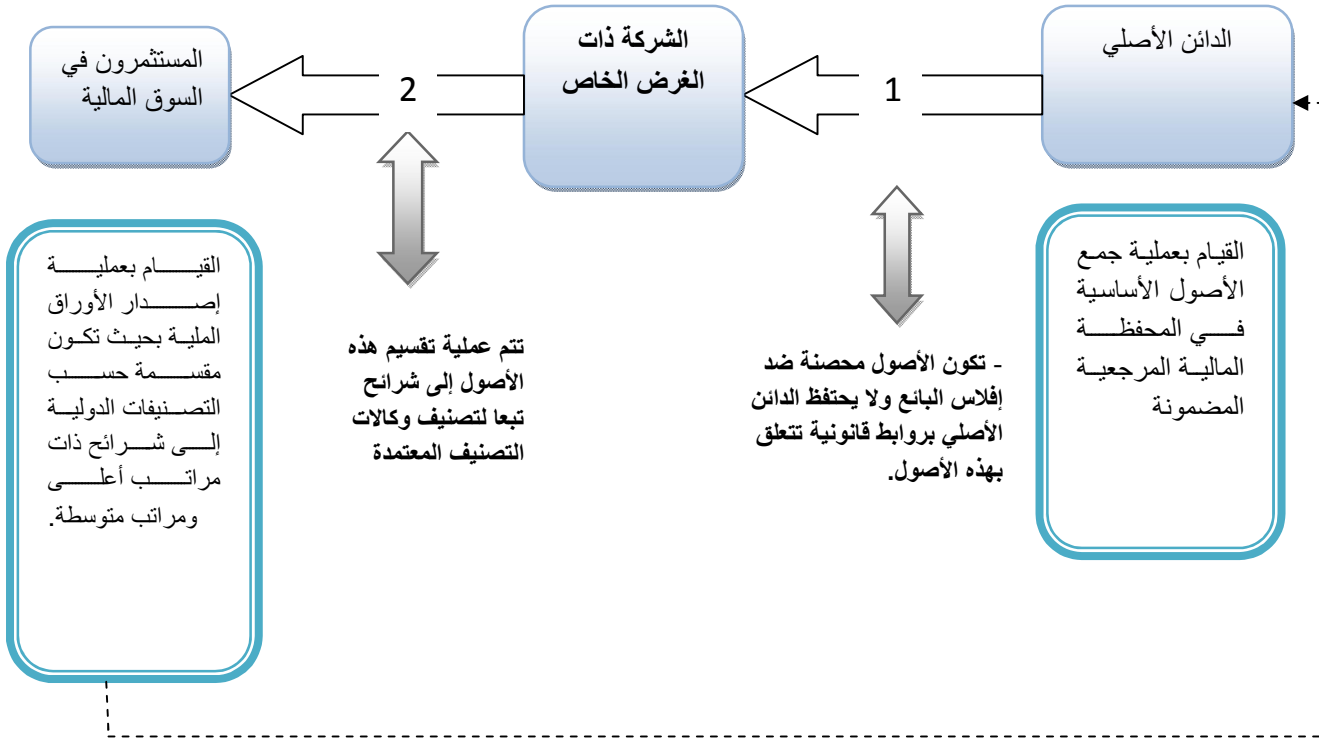
من خلال الشكل أعلاه يتضح أن هناك أربعة مراحل أساسية هي: - تكوين مجمع حزمة من الديون المتجانسة: حيث يجب وجود تجانس بين هذه الديون المضمونة بأصول التي توضع في محفظة مالية واحدة، التنازل عن مجمع الديون لمؤسسة التوريق: بعد القيام بجمع هذه الديون

¹ محمد أحمد غانم، التوريق: التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته على بعض الدول العربية، مرجع سابق، ص23.

² لاهم الناصر، التوريق، 4 أوت 2012، عن موقع www.aawsat.com/default.asp

المتجانسة يتم التنازل عنها لمؤسسة متخصصة هي مؤسسة التوريق، تسجيل العملية المصدرة لدى هيئة خاصة: إذ لابد من تسجيل هذه العملية لدى هيئة خاصة هي هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية، وبعد ذلك يتم تعيين شركة من القيام بعملية الإدارة والتسيير ثم يتم تقديم الاعتماد للقروض، وللتوضيح أكثر تم تلخيص آلية التوريق المصرفي من خلال الشكل المفصل التالي:

الشكل(5.1): آلية التوريق المصرفي.



Source : Jobst Andreas, **qu'est-ce que la titrisation ?**, revue finance et développement, septembre, vol45,N= 3, 2008, p48 .

ثانيا) المخاطر الناجمة عن عملية التوريق: يمكن تلخيصها من خلال مايلي¹:

- المخاطر الائتمانية: يعد هذا النوع من أبرز المخاطر التي تتعرض لها الأعمال المصرفية، إذ بنيت أوزان المخاطر بالدرجة الأولى على قدر المخاطر الائتمانية المتوقعة وتعرف بأنها الخسائر المالية الناتجة عن عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته في المواعيد المقررة.
- مخاطر الدول أو مخاطر التحويل: تتعلق بعدم الالتزام لا يكون بسبب المدين إنما بسبب أوضاع الدول.

¹: إخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد: 3، المجلد06، 2007، ص ص 204، 205.

- مخاطر السوق: تتعلق بالإيرادات نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة والتقلبات في أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية.
- مخاطر التشغيل: وهي الناجمة عن الخسائر التي تنشأ عن عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية والأفراد والنظم أو تنشأ نتيجة لأحداث خارجية.
- المخاطر القانونية: تقع في حالة انتهاك القوانين والقواعد المقررة من قبل السلطات.
- مخاطر الضمانات والكفالات: (عدم الالتزام وعدم التحصيل أو التسديد).
- مخاطر السمعة: تنشأ في حالة فشل البنك في إرساء شبكة موثوقة لتقديم الخدمات أو تقديم خدمات غير كفأة.

3.4.1. التوريق وعلاقته بالأزمة المالية لـ2008:

يعد التوريق المصرفي من بين أهم مسببات الأزمة المالية وتفاقمها، لذلك سيتم عرض أزمة الرهن العقاري 2008 وكذا تبيان علاقة التوريق بهذه الأزمة.

1.3.4.1. نظرة عامة على الأزمة المالية لـ2008:

من خلال هذا العنصر سيتم تسليط الضوء على جذور الأزمة المالية العالمية 2008 ونشأتها، كما سيتم التطرق إلى أهم الأسباب التي أدت إلى حدوثها.

أولاً) جذورها ونشأتها:

ترجع جذور الأزمة المالية 2008 إلى سنة 2000 أين وقعت زيادة كبيرة في حجم القروض العقارية الممنوحة بإجراءات بسيطة وبرهونات ميسرة ومن غير ضمانات كافية، الأمر الذي دفع إلى تهافت شديد على الاقتراض من أجل شراء العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، أدى ذلك إلى حدوث سنة 2006 ما يعرف بأزمة القروض العالية المخاطر، وعرفت هذه الفترة أيضا حدوث أزمة فقاعات شركة الانترنت حيث حدث إرتفاع كبير في أسعار أسهم هذه الشركات لتنفجر تلك الفقاعة، ويمكن بلورت أهم جذور الأزمة من خلال النقاط التالية¹:

- حدوث انخفاض نسبة الفائدة على القروض الخاصة بالعقارات خلال الفترة (2000 - 2006) إلى 1.5% ومن دون ضمانات كافية.
- حولت بعض البنوك قيم القروض الممنوحة إلى سندات متداولة في السوق المالي الأمريكي، كما قام البعض الآخر ببيع الديون على شكل مستندات للمستثمرين.

¹: مناور حداد، الأزمة المالية الحالية: جذورها، أسبابها، انعكاساتها، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 14 و15 نوفمبر 2009، ص 5، 6.

- قام المستثمرون برهن المستندات التي تحصلوا عليها مقابل الحصول على ديون جديدة يستعملونها في شراء المستندات وذلك من أجل زيادة الأرباح بوتيرة سريعة.

- مع بداية سنة 2007 أصبحت قيمة العقارات أقل من قيمة السندات المتداولة.

- عدم قدرة الملايين من المقترضين على تسديد ديونهم مما تسبب في إفلاس العديد من البنوك، وتم سحب عدد هائل من المستثمرين لأموالهم من البنوك فظهرت مشكلة السيولة لدى البنوك حيث حاولت هذه الأخيرة بيع العقارات لكن لا يوجد من يشتريها فانهارت البنوك والمؤسسات المالية.

ثانياً) أسبابها: إن أزمة الرهن العقاري التي تحولت إلى أزمة مالية عالمية لم تكن وليدة صدفة وإنما هنالك مسببات دفعت إلى نشوؤها وانتشارها، حيث قسمت إلى قسمين هما: مسببات مالية ومسببات اقتصادية.

أ. **الأسباب المالية اللازمة:** تتمثل الأسباب المالية التي أدت إلى حدوث الأزمة فيما حصل من أزمة في الرهن العقاري نتيجة لتقديم القروض بدون ضمانات مقبولة وبسعر فائدة مخفض ويمكن عرض هذه الأسباب المالية من خلال النقاط التالية¹:

- بعد سنة 2000 شهدت أسعار العقارات الأمريكية ارتفاعاً كبيراً، دفع البنوك التجارية الأمريكية إلى تمويل هذا القطاع بقوة وبدون تردد وفي ظل تشجيع الإدارة الأمريكية لتمويل هذا القطاع قامت البنوك بتقديم قروض بأسعار فائدة مخفضة ولأشخاص لا تتوفر فيهم القدرة على تسديد الديون (عدم وجود الضمانات اللازمة).

- قيام البنوك الأمريكية بتوريق معظم القروض نظراً لحصولها على تنقيط جيد (AAA) للجدارة الائتمانية للأصول المالية من قبل وكالات التنقيط الأمر الذي أدى إلى ارتفاع الطلب على العقارات.

- إن ارتفاع الطلب على العقارات أدى إلى بروز فقاعة مضاربة حول هذا القطاع دفعت البنوك إلى تقديم المزيد من القروض على اعتبار إن القيم المرتفعة تزيد من حجم الضمان وتقلل من المخاطر.

- انتقال فقاعة المضاربة لتشمل الأصول المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية وزيادة الطلب عليها وتمثل هذه الأصول في حقيقتها منتجات مهيكلة، وكذا الانخفاض الذي عرفته أسعار العقارات في السوق الأمريكي فيما بعد الارتفاع الكبير لها دفع بالعائلات الأمريكية إلى التوقف عن دفع ديونهم للبنوك وأدى ذلك إلى انهيار مؤسسات التوريق وضمان القروض وانتقلت العدوى إلى البنوك والصناديق الاستثمارية التي اقتنت الأوراق المالية الناتجة عن توريق القروض العقارية.

¹: شوقي جبّاري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1 و2 ديسمبر 2010، ص 5.

ب. الأسباب الاقتصادية لازمة: تعتبر الأسباب المالية من ابرز أسباب أزمة 2008، لكن هذه الأسباب ليست بوحيدة إنما هناك أسباب اقتصادية مهلت الطريق أمام ظهور المسببات المالية ونذكر منا ما يلي¹:

- تسجيل الميزان التجاري الأمريكي لعجز سنة تلوى الأخرى خلال الفترة التي سبقت الأزمة وصل هذا العجز سنة 2006 إلى 758 مليار دولار.

- عجز الميزانية، الذي وصل سنة 2008 إلى 410 مليار دولار ما يمثل 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي وتخصيص نفقات عالية جدا للإنفاق على القطاع العسكري.

- الارتفاع الشديد في حجم الديون الحكومية الأمريكية من 4.3 تريليون دولار في عام 1990 إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003 و إلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007².

- التضخم الذي عرفه الاقتصاد الأمريكي حيث بلغ 4% وبطالة بلغت 5%.

2.3.4.1. أهم منتجات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية:

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية رائدة في مجال التوريق المصرفي والسبابة إلى ذلك، كم أنها منبع انفجار الأزمة المالية العالمية ل2008، من خلال هذا العنصر نلخص أهم منتجات التوريق في الولايات المتحدة الأمريكية كالتالي³:

- الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري (MBS(Mortgage Backed Securities):

تشمل كافة الأوراق المالية التي يتكون ضمان السداد الخاص بها من قرض مضمون أو مجمع قروض مضمونة برهن عقاري أو رهونات عقارية ويستلم المستثمرون مدفوعات الفائدة وأصل القرض المشتقة من المدفوعات المستلمة عن القروض المضمونة بالرهن العقاري الضامن⁴.

وعندما يتعلق الأمر بتمويل أصول عقارية سكنية نتحدث في هذه الحالة عن RMBS(Residential Mortgage Backed Securities)، أي الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري سكني، أما في حالة أصول عقارية للشركات (كالمباني الإدارية والمراكز التجارية ومجمعات

¹: لعربية، مولود، هل هي أزمة مالية أم أزمة اقتصادية، ملتقى دولي حول الأزمة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 14 و 15 نوفمبر 2009، ص 09.

²: شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية الإسلامية في علاج الأزمة المالية، مرجع سابق، ص 6.

³: المانصب رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011، ص 167-175.

⁴: ستاندار أند بور، التمويل المنظم: مسرد مصطلحات عمليات التوريق، تاريخ الاطلاع: 12 فيفري 2012، عن موقع:

www.standardandpoors.com

صناعية...الخ) فنحدث عن (CMBS(Commercial Mortgage Backed Securities)أي الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري تجاري.

- الأوراق المالية المضمونة بأصول (ABS : Asset Backed Securities):

هي الأوراق المالية التي تمثل مجموعة الأصول المالية الأخرى غير قروض الرهن العقاري كالقروض الاستهلاكية وسندات مديونية بطاقة الائتمان وقروض السيارات.

- السندات الصادرة عن القروض العقارية المرهون Collateralized Mortgage Obligation CMO:

هي أوراق مالية جديدة ابتكرها المهندسون الماليون في عام 1983، تسهم في الحد من مخاطر السداد المبكر، إذ تمثل صك مديونية، يتم توريقه من محفظة قروض عقارية، حيث تظل القروض العقارية مملوكة للجهة المصدرة لتلك الأصول، ومن جهة أخرى، فإن أصل الورقة المالية يتم سداها للمستثمر على دفعات دورية، كما يحصل المستثمر أيضا على نصيبه من حصيله السداد المبكر للقروض وهذا يعني أن المستثمر مازال عرضة لمخاطر السداد المبكر وما يرتبط بها من مخاطر إعادة الاستثمار¹. وفي هذا النوع من التوريق الأوراق المالية تصدر في مجموعات مختلفة يطلق عليها فئات Tranches ولكل فئة منها تدفقاتها النقدية المتميزة والتي يمكن أن تلائم فئة أو فئات معينة من أصل الاستثمار، فالتدفقات من فئة ما خلال فترة ما قد تتمثل في الفوائد، وفي فئة أخرى قد تتمثل في الفوائد ودفعة من أصل الاستثمار وهكذا².

- التزامات الدين المضمون (CDO(Collateralized Debt Obligations):

هي الأوراق المالية التي تمثل محفظة مكونة من مجموعة من القروض المصرفية أو أدوات مالية قابلة للتداول (السندات، والديون الأخرى أو المشتقات) كما نجد أوراق CLO(Collateralized Loan Obligations)، أي التزامات القروض المضمونة، حيث أن أصل هذه الأوراق المالية هي قروض مصرفية، CBO (Collateralized Bond Obligations)، أي التزامات السندات المضمونة المكونة في الأصل من سندات، وCSO (Collateralized Synthetic Obligations)، أي الالتزامات المركبة المضمونة المكونة من مشتقات القروض³.

3.3.4.1. دور التوريق المصرفي في تأجيج الأزمة المالية لـ2008: إن من بين المسببات الرئيسية لأزمة 2008 عمليات التوريق الكبيرة التي قامت بها المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث توسعت هذه المؤسسات في منح القروض وعمليات توريقها في غفلة عن الرقابة في

¹: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية:مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ط4، 2000، ص468.

²: المرجع نفسه، ص469.

³: المانسيح رابع أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مرجع سابق، ص175.

الأسواق المالية من أجل تحقيق أرباح كبيرة وسريعة، وقد وقع التلاعب في التوريق العقاري من خلال التلاعب في ضمانات التوريق واتخذ صورا ثلاثة هي¹:

- **توريق القروض الرديئة:** التلاعب في هذه الصورة يحدث من المقترضين، فالمقترض في سبيل حصوله على قرض ليشتري عقارا مثلا فإنه يقوم برهن هذا العقار كضمان لسداد مبلغ القرض، ونظرا لزيادة الطلب على العقارات فإن قيمة عقاره تزداد، لذلك فإنه يقوم بالافتراض مرة ثانية بضمان نفس العقار، فتستجيب له مؤسسة التمويل، وهذا هو سبب تسميتها بالرهون أو القروض من الدرجة الثانية Subprime أو الأقل جودة أو الرديئة لأنه إذا أعسر صاحبها خلال فترة السداد لن تكفي قيمة العقار لسداد مبلغ القرضين وفوائدهما.

- **توريق القروض دون الحدية:** التلاعب هنا يقع من المقرضين، إذ لم تهتم البنوك المقرضة بملاءة المقترض ومدى قدرته على سداد مبلغ القرض، فقدمت قروضها لمقترضين من ذوي الدخل المنخفضة وغير منتظمة كسائقي الأجرة ومساعدتي الممرضات والعمال الموسميون لشراء العقارات مما سمى بالديون العقارية دون الحدية Subprime Mortgages لضعف دخول طالبيها وعدم قدرتهم على سداد قيمة كل قرض منهم والغريب أن مؤسسات التأمين في سبيل تشجيعها لهذه القروض فقد كانت مستعدة لتقديم تأمين ضد عدم سدادها، بل رحبت هي والبنوك بشراء سندات هذه القروض بعد توريقها، لتوظف فيها أرصدها الدولارية الكبيرة التي تراكمت عندها نتيجة العجز المزمن في الميزان التجاري الأمريكي، وهكذا شارك الجميع في هذا الصيد الربح وتغلبت مشاعر الطمع على مقتضيات الحذر.

- **توريق القروض المسممة:** مع هذه القروض تجاهلت بنوك التمويل العقاري الأمريكية تماما الجدارة المالية للعميل، إذ قامت بإقراض القروض لطالبيها دون أن تلتزم بتقديم أصول رهنية تضمن سدادها لبعضهم ودون أن يكون لهم دخول حاضرة تقي بسدادها للبعض الآخر، ومثال النوع الأول بطاقات الائتمان، إذ تنافست البنوك في إقراض أصحاب البطاقات دون أن تقدم أية ضمانات، ومثال النوع الثاني من القروض غير المدرة للدخول في الحاضر القروض الطلابية، إذ يحصلون عليها وهم طلاب لا دخل لهم، على أمل أن يسددها بعد تخرجهم وعملهم.

من خلال ما سبق ذكره يمكن توضيح الجدول الآتي الذي يمثل تطور النسبة المئوية السنوية لقروض Subprime المورقة خلال الفترة (2001-2006).

الجدول (2.1): تطور النسبة المئوية السنوية لقروض Subprime المورقة خلال الفترة (2001-

2006)

¹: صبري عبد العزيز إبراهيم، التوريق وأثره في وقوع الأزمة المالية العالمية، مرجع سابق، ص 20، 21.

السنة	حجم الإنشاء (مليار دولار)	إصدارات (MBS subprime) ، مليار دولار.	حجم التوريق
2001	190.00	87.10	%46
2002	231.00	122.7	%53
2003	335.00	195.00	%58
2004	540.0	362.63	%67
2005	625.00	465.00	%74
2006	600.00	448.60	%75

المصدر: المانسبح رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مرجع سابق، ص 183.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن هناك زيادة في قيمة القروض العقارية المباعة، ويعود ذلك إلى أمرين هما: بالموازاة مع الزيادة في المبلغ الإجمالي السنوي لقروض subprime الممنوحة يلاحظ خلال نفس الفترة توسعا كبيرا في الحصة السنوية التي تم توريقها، وعليه فقد حققت النسبة بين الإصدار السنوي لمحافظ MBS المرتبطة بال: subprime، و المبلغ الإجمالي لقروض subprime الممنوحة ارتفاعا بـ 29% في خمس سنوات ليصل إلى 75% في عام 2006، علما أن الوسائل الأكثر استخداما في نموذج الإنشاء و التوزيع هي كل من MBS و CDO المعروفة تحت اسم Crédits Risk Transfert Instrument والتي تساهم في تسويق مخاطر الائتمان¹.

¹: المانسبح رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مرجع سابق، ص 184.

خلاصة الفصل الأول:

يعتبر السوق المالي القناة التي تمر عبرها الأموال من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، وعليه فإن أسواق رأس المال تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

وتمثل أسواق رأس المال الإطار الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجاذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري وتمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، ومن أجل وجود سوق رأس مال لابد من توفر مقومات رئيسية وتكميلية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله.

وكون سوق رأس المال هو الإطار الذي تتحدد فيه القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق رأس المال ومؤشراته.

بالرغم من التوسع الكبير في استخدام آلية التوريق المصرفي في الاقتصاد الوضعي ، فإنه لا يمكن تجاهل سلبياتها أهمها ما حدث في أزمة الرهن العقاري 2008، بحيث تعتبر من بين أسباب حدوث هذه الأزمة.

2. تمهيد

اكتسب التصكيك الإسلامي أهمية كبيرة منذ الأزمة المالية 2008، بعدما أثبتت الأدوات المالية التقليدية قصورها في تفادي الأزمات، إضافة إلى ما يوفره من تمويل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية بعيدا عن التعامل بالربا، حيث تعد الصكوك الإسلامية أدوات مهمة وضرورية للنهوض بالأسواق العالمية وتحقيق التنمية في الدول النامية، وعليه سيتم التطرق إلى أهم الجوانب المتعلقة بهذا الموضوع من خلال هذا الفصل الذي يتضمن أربعة مباحث ملمة بكافة التساؤلات حول موضوع الصكوك الإسلامية وهي:

- الإطار العام للتصكيك الإسلامي وحكمه في الفقه الإسلامي.
- معايير تصنيف الصكوك الإسلامية.
- إجراءات التصكيك الإسلامي وضوابطه الشرعية، ضماناته وتطوراته الحديثة.
- أهم المخاطر المتعلقة بالصكوك الإسلامية وسبل معالجتها.

1.2. الإطار العام للتصكيك الإسلامي وحكمه في الفقه الإسلامي:

عرف التصكيك الإسلامي قبولاً معتبراً عند معظم الدول، وهذا راجع للميزات التي يقدمها للأسواق المالية وللاقتصاد ككل، أهمها الابتعاد عن التعامل بالفوائد الربوية التي أثبت الواقع الاقتصادي مدى خطورة التعامل بها، فهي المسبب الرئيسي للأزمات المالية الحاصلة في الاقتصاد الوضعي، ونظراً لأهمية موضوع التصكيك الإسلامي سيتم التطرق إلى جميع المفاهيم المتعلقة بالتصكيك الإسلامي من مفهوم وأهمية وأنواع... الخ، مع ذكر حكمه في الفقه الإسلامي.

1.1.2. نشأة التصكيك الإسلامي ومفهومه:

عرفت نشأة التصكيك محطات تاريخية متعددة خلال مسيرة تطوره، لذلك سيتم تلخيص هذه النشأة مع التطرق للمفهوم من خلال الآتي:

1.1.1.2. نشأة الصكوك الإسلامية:

إن فكرة التصكيك في التاريخ الإسلامي تعود إلى تجربة صكوك الطعام أو صكوك مروان بن الحكم، حيث كانت هذه الأخيرة تدفع للجنود والعمال الإداريين مقابل أجورهم ويأخذون قيمتها طعاماً في وقت لاحق¹، لكن فكرة الصكوك الإسلامية بمفهومها الحديث لم تتعدى ثلاثة عقود، كان للمجمع الفقهي الإسلامي دوراً أساسياً في تخريجها بضوابط متماشية مع تطورها²، ويمكن سرد أهم التواريخ البارزة في مسيرة تطور الصكوك الإسلامية من خلال مايلي:

- ظهر أول اهتمام بطرح صكوك إسلامية لتكون بديلاً للسندات التقليدية من قبل علماء الشريعة في فيفري 1976 عندما طرحت للبحث في المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي³.

- في 1978 قدم الدكتور سامي حمود دراسة بعنوان سندات المقارضة ضمن إنشاء قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (3) لسنة 1978، كما يمكن ذكر فضل إخراج فكرة الصكوك إلى الوجود الأستاذ الدكتور عبد السلام العبادي من خلال دراسة هذه الأدوات المالية الإسلامية في اللجان العلمية المتخصصة في وزارة الأوقاف الأردنية، نتج عن ذلك تأصيل قواعد سندات المقارضة وإخراجها

¹: كمال توفيق الخطاب، الصكوك الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر الدولي: المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص9.

²: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير غير منشورة، في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013، ص78.

³: ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها: دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص8.

بصورة مبدعة و متميزة سنة 1981¹ لأنها أوراق مالية جديدة ذات طابع شرعي لا تتعامل بالربا، حيث حينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي أجازها من الناحية الفقهية في 1988².

- قام المجمع الفقهي في مارس عام 1990 بتقديم فتوى مفادها تحريم السندات واقتراح صكوك قائمة على أساس المضاربة³.

- في سنة 2001 تم إصدار سندات حكومية لأول مرة من قبل مؤسسة نقد البحرين، حيث بلغت قيمة هذا الإصدار 25 مليون دولار أمريكي، كما أنه تم اعتماد صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات، ولقد قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في عام 2003 بإصدار معيار شرعي لصكوك الاستثمار وهو معيار رقم 17*، حيث حددت فيه المبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها في تاريخ إصدار المعيار⁴.

- في 2004 قام المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، وأوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجرة)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجارتها أو إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك⁵، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة**، أما في 2006 بالتوصية على انعقاد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك مثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون، أما صندوق النقد الدولي فقد جاء دوره للتأكيد على الطفرة في معاملات التصكيك الإسلامي حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضا على أن عددا متناميا من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك، كما بين الصندوق أن أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية، كان ذلك في عام 2007، ثم ظهرت مشكلة الصكوك في 2008 في خضم

¹: يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص 22.

²: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 65.

³: يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، مرجع سابق، ص 23.

*: يهدف هذا المعيار إلى بيان حكم إصدار صكوك الاستثمار وتداولها، وبيان أنواعها وخصائصها وضوابطها الشرعية وشروط إصدارها وتداولها للتعامل بها في المؤسسات المالية الإسلامية.

⁴: أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009، ص 27.

⁵: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 110.

** : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

الأزمة المالية العالمية، كما أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكي زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها، بعد ذلك أكد صندوق النقد الدولي على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية والتأكيد كذلك على أن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك هي القوانين والخلاف الفقهي، وفي 2009 استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها، مؤكداً على إيجاد الإطار القانوني لها¹.

- في ماي 2010 تم التأكيد في التوصيات التي انتهت إليها ندوة الصكوك الإسلامية المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة بالتعاون بين مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بالجامعة ومجمع الفقه الإسلامي للبحوث والتدريب على ضرورة ضبط القواعد الشرعية التي تحكم العمل بالصكوك الإسلامية في ظل بروز مخالفات وأخطاء وإخفاقات بعض الإصدارات في التطبيقات العملية للصكوك الإسلامية نتيجة انحرافها عن مقاصدها الشرعية وذلك للاهتمام بالألفاظ والمباني لبناء هيكلية الصكوك دون المقاصد والمعاني مما أدى إلى تحقق الشروط الشرعية للأدوات المالية ظاهرياً وإهمال مقاصدها التي تتعارض مع مقاصد الشريعة، وكذلك من بين أبرز ما جاء في توصيات هذه الندوة طرح الصيغة المقبولة شرعاً للصكوك المعنوية وتحديد الضوابط الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها².

2.1.1.2. مفهوم التصكيك الإسلامي وخصائصه.

تعددت تعريفات التصكيك الإسلامي والصكوك الإسلامية، لكنها تصب في مصب واحد، وقبل التطرق إلى التعريف لابد من الإشارة إلى أن مصطلح التصكيك والتسنيذ والتوريق لها معنى واحد، إلا أن مصطلح التصكيك ارتبط في عقول الجمهور بالاستثمار الإسلامي أما مصطلح التوريق و التسنيذ ارتبط بالاستثمار التقليدي الربوي، وعليه سيتم اعتماد مصطلح التصكيك أو الصكوك.

أولاً) في اللغة: الصك هو الضرب الشديد بالشيء³، وصكه صكا: أي دفعه بقوة وضربه.

وصكه صكا: أي دفعه بقوة وضربه، والصك وثيقة بمال مقبوض أو نحوه ونموذج مطبوع على شكل معين يستعمله المودع في أحد المصارف للأمر بصرف المبلغ المحرر به من النقد وجمعه صكوك⁴.

¹: يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، مرجع سابق، ص ص24، 25.

²: ربيعة بن زيد، دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية، 2010، مرجع سابق، ص 10.

³: ابن منظور، لسان العرب، الجزء السابع، دار إحياء التراث العربي، لبنان، ط3، 2000، ص ص378، 379.

⁴: مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، الدار الهندسية، مصر، 1980، ص 367.

في المعجم الاقتصادي الإسلامي، الصك هو الكتاب والجمع صكاك فلقد كان الأمراء يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطياتهم كتباً، فيبيعون ما فيها قبل قبضها تعجلاً ويعطون المشتري الصك ليمضي ويقبضه فنهوا عن ذلك لأنه يبيع ما لم يقبض، وقيل الصك ما يكتب فيه عن مال مؤجل أو نحوه¹. كما يعد الصك بفتح الصاد مشددة من أعمال الديون، وهو قائمة تسجل فيها أسماء المستحقين لبند من مصارف الإنفاق أو العطاء أو الاستحقاق عامة، وعدتهم ومبلغ مالهم ويوقع السلطان في آخرها بإطلاق الرزق لهم واعتماده².

- الصك في القانون التجاري بصفة عامة: عبارة عن ورقة مالية، تعطي صاحبها حقوقاً من قبل من أصدرها تختلف في نوعها ومداتها بحسب نوع الصك وطبيعته³.

ثانياً) اصطلاحاً: التصكيك هو تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول، ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول⁴.

التصكيك الإسلامي هو عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في السوق المالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً وذات آجال محددة بعائد محدد أو غير محدد ولا يكون خالي من المخاطر، كما يمكن القول أن التصكيك الإسلامي عبارة عن عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء يمثل كل منها صكاً قابل للتداول من أجل الاستثمار في سوق رأس المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية الإسلامية⁵.

عرف التصكيك بأنه وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية⁶.

ويعرف التصكيك أيضاً بأنه عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها للمستثمرين⁷.

¹: أحمد الشرياضي، المعجم الاقتصادي، دار الجيل، دون بلد، 1981، ص256.

²: محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، دار الشروق، لبنان، 1993، ص336.

³: إبراهيم أحمد البسطويسى، إيداع الأوراق المالية في البنوك (وبيعة الصكوك) دراسة مقارنة، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص36.

⁴: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص210.

⁵: عبد القادر زيتوني، ورقة بحثية: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية 2007-2008، المؤتمر العلمي

الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 1 و2 ديسمبر

2010، ص2.

⁶: منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 28، جدة، المملكة العربية السعودية، ط2،

2000، ص34.

⁷: Dualeh، Suleiman Abdi، **Islamic Securitization: Practical Aspects**، Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banking، Geneva، 1998، p1.

كما ذكر سابقا يمكن أن يطلق على التصكيك مصطلح التسنييد أو التوريق، حيث أن الصكوك هي التسمية العربية للوثائق المالية البديلة للسندات التقليدية، فقد انتشر هذا المصطلح في المجتمعات الإسلامية في القرون الوسطى على أنها أوراق تمثل التزامات مالية على أصحابها ناتجة عن المعاملات التجارية المختلفة¹.

لكن اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق الإسلامي بعمليات التصكيك لسببين هما²:

- كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك وهي تمثل بديلا إسلاميا لكلمة سندات التي تعني ضمنا التعامل بأداة مالية قائمة على المدابنة والفائدة المحرمة.
- مصطلح التوريق في الفكر المالي التقليدي قائم بصفة أساسية على مكون الديون وهو محذور شرعا في التبادل تفاضلا.

وعليه فالتصكيك الإسلامي هو القيام بعملية تحويل الأصول الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية إلى أوراق مالية يتم تداولها في السوق المالية، بحيث تكون هذه الصكوك متساوية القيمة على أن يكون محلها غالبه أعيان ذات آجال محددة بعائد لا يخلو من المخاطر، كما تكون هذه الأصول المالية الناتجة عن عملية التصكيك تتمتع بسيولة كبيرة وقابلة للاستثمار في سوق رأس المال وفق الضوابط والمعايير الشرعية الإسلامية.

أما التعريف الذي قدمته هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية حيث عرفت الصكوك الإسلامية على أنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله³.

مما سبق يمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي: أوراق مالية ذات قيمة نقدية معينة وهي أيضا وثائق تكون متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أو نشاط استثماري جائز شرعا كما أنها تصدر تبعا لصيغ التمويل الإسلامي.

تأسيسا على ما ورد سابقا يمكن إبراز مختلف الخصائص المميزة للتصكيك الإسلامي والصكوك الإسلامية على الوجه التالي:

¹ : Muhammad Ayub, **Securitization sukuk and fund management potential to be realized by Islamic financial institutions**, NIBAF, working paper, Karachi, 2005, p 349.

² فتح الرحمن علي محمد صالح، ورقة بحثية: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، يوليو 2008، ص ص5، 6.

³ برودي نعيمة، ورقة بحثية: التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آلية ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 8 و 9 ديسمبر 2013، ص2.

- تمثل الصكوك ملكية حصص شائعة في ملكية موجودات حقيقية ذات عائد متوقع.
- يستحق حاملها الربح إن وجد، ويتحمل الخسارة إن وقعت.
- يمكن أن تمثل الصكوك أصولا مادية ومعنوية أو منافع أو خدمات كما يمكن أن تكون خليطا من موجودات متعددة مخصصة لاستثمار معين.
- الصكوك الإسلامية لا تمثل قرضا للمصدر.
- يمكن أن تتحول ملكية حملة الصكوك من سلع إلى ديون فتفقد التداول.
- تصدر الصكوك الإسلامية غالبا مستندة إلى عقد من عقود التمويل الإسلامي.
- يمكن أن يكون عائد الصكوك ثابتا أو متغيرا حسب طبيعة عقد التمويل الإسلامي الذي تصدر الصكوك على أساسه وما تسمح به الشريعة الإسلامية.
- بما أن الصكوك تمثل أصولا حقيقية فهي معرضة لما تتعرض له الأصول الحقيقية الممثلة بالصكوك من عوارض ومخاطر، أي أن ضمان أو غرم هذه الأصول يقع على عاتق حملة الصكوك أنفسهم.

- يخضع تداول هذه الصكوك لطبيعة الموجودات التي تمثلها في كل وقت.
- تصدر الصكوك بما يتناسب مع قوانين بلد الإصدار، وتسجل في البورصات المحلية والعالمية حسب قواعد التسجيل في هذه البورصات.
- التصكيك يمكن أن يؤطر بإطار زمني محدد¹.

2.1.2. أهمية وأهداف إصدار الصكوك الإسلامية:

ازدادت أهمية التصكيك الإسلامي والصكوك الإسلامية بشكل ملحوظ في الآونة الأخيرة وأصبحت هناك أهداف عديدة لإصدار المنتجات المالية الإسلامية يمكن استعراضها من خلال مايلي:

1.2.1.2. أهمية التصكيك الإسلامي:

هناك أهمية كبيرة للتصكيك الإسلامي يمكن تلخيصها من خلال النقاط التالية²:

- تعمل على تنشيط الاقتصاد من خلال الاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي يتم تمويلها رويبا.

¹: فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، مرجع سابق، ص6.

²: محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص237-239.

- تعمل على جمع الأموال من أصحابها واستخدامها في الاستثمار، والمقصود بالاستثمار في حالة الصكوك هو اقتناء الموجودات المدرة للدخل بسبب كونها موظفة في نوع من النشاط الاقتصادي هذا الاقتناء يهيئ لقطاع الأعمال الحصول على الموجودات المطلوبة للنشاط بأقل تكلفة تمويل ممكنة¹.
- إن انتشار فكرة الصكوك الإسلامية على المستوى الدولي دليل واضح على مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.
- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها².
- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنى التحتية بدلا من الاعتماد على الدين العام.
- تعمل على تطوير الأسواق المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية بديلة للأوراق التقليدية.
- تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأن ذلك يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- تعمل على إثراء الأسواق المالية الإسلامية، لأنها الطرف المكمل للأسهم والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة³.

2.2.1.2. أهداف إصدار الصكوك الإسلامية:

تتمثل الأهداف الرئيسية لإصدار الصكوك الإسلامية في النقاط التالية⁴:

- المساهمة في رأس المال لتمويل مشروع استثماري وذلك من خلال طرح صكوك وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي في الأسواق المالية لتكون حسيلا للاكتتاب فيها رأس مال المشروع.

¹: معيد علي الجاري، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24-26 ماي 2010، ص ص 289، 290.

²: نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الدولية البحرين، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 09، 2011، ص 254.

³: زياد جلال الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010، ص 2.

⁴: نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الدولية البحرين مرجع سابق، ص 255.

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

- تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.

3.1.2. أطراف عملية التصكيك الإسلامي وحكمه في الفقه الإسلامي:

من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى أهم أطراف عملية التصكيك الإسلامي وكذا معرفة حكمه في الشريعة الإسلامية.

1.3.1.2. أطراف عملية التصكيك الإسلامي:

تدخل في عملية التصكيك الإسلامي أطراف عديدة يمكن ذكرها فيما يلي:

- **المنشئ (Originator):** هو الجهة التي تملك المشروع المراد إنشاؤه أو توسعته، إذ يمكن أن يكون شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية¹، وقد تنوب عن مصدر الصكوك أو المنشئ مؤسسة مالية وتكون وسيطاً مقابل أجر كما يمكنه أن يدير المشروع بنفسه²، أو يكلف مدير استثمار من أجل القيام بذلك.

- **وكيل الإصدار (Issuer):** عبارة عن مؤسسة متخصصة SPV (منشأة ذات الغرض الخاص) تقوم بتنظيم الإصدار والإدارة وتقديم الصكوك للمستثمرين، حيث تكون العلاقة بين المنشئ ووكيل الإصدار مبنية على أساس عقد الوكالة بأجر³.

- **مدير الاستثمار (Investment manager):** هو الجهة التي تحول لها إدارة الاستثمار وتوجيهه تبعاً للشروط الموضحة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة إعداد الدراسات الاقتصادية الأساسية واختيار الصيغة والطريقة التي ستدار بها أموال الاستثمار⁴.

¹: زاهرة علي بن عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 84.

²: عجيب جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الإمارات المتحدة العربية، 2009/04/26، ص 6.

³: زاهرة علي بن عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 84.

⁴: أبو غدة عبد الستار، صناديق الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية معالم واقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية، مج 2، 2005، ص 614.

- حاملوا الصكوك أو المستثمرون (Investors): هم الذين يشترون الصكوك المطروحة للاكتتاب العام في الأصول التي تم تصكيكها مقابل أن يستردوا أصل قيمة الصك والعائد عليه الناتج عن نشاط الأصول التي تم تصكيكها في تاريخ الاستحقاق¹.
- شركة التصنيف الائتماني Credit Rating Agency : وتمثل وكالات متخصصة مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف * IIRA ومقرها البحرين والوكالة الماليزية للتصنيف الائتمانية (RAM) Rating Agency Malaysia، ودور هذه الشركات تصنيف الإصدارات المالية المطروحة في سوق رأس المال من حيث تحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة وتحديد المخاطر التي تنطوي عليها، إضافة إلى تقويم كفاءة العميل².
- أمين الإصدار: هو الطرف الذي توكل إليه مهمة حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار وذلك على أساس عقد وكالة تحدده نشرة الإصدار³.
- متعهد الدفع: هو الجهة التي تتعهد باكتتاب باقي الصكوك التي لم يتم الاكتتاب بها ومن الممكن أن تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها، بشرط أن يتم هذا الالتزام دون أجر ممن قدمه ويعلن عنه في نشرة الإصدار.
- جهة الرقابة الشرعية: هي التي تقوم بدراسة هيكل الإصدار من الجانب الشرعي ووضع المعايير الشرعية التي تضبط عملية التصكيك، وفي بعض الحالات تلزم وجود جهة تراقب مدى التزام جهة الإصدار ومدير الاستثمار بالمعايير الشرعية⁴.
- مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تتوب عن المكتتبين (حملة الصكوك) في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر⁵.
- المستشار القانوني والضريبي: يقدم آراء أساسية بشأن الهيكل والعقود الأساسية من ناحية نتائجها القانونية والضريبية⁶.

¹: ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010، مرجع سابق، ص40.

*: IIRA : Islamic International Rating Agency

²: زياد الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص85.

³: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2011، ص250.

⁴: زياد الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص86.

⁵: زاهرة علي بن عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص85.

⁶: محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، ترجمة: عمر سعيد الأيوبي، أكاديميا، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، لبنان، 2009،

2.3.1.2. التصكيك وحكمه في الفقه الإسلامي:

من أجل معرفة حكم التصكيك في الفقه الإسلامي لا بد من معرفة أقسامه بشقيه تصكيك الدين النقدي وتصكيك الدين السلعي¹:

أولاً) تصكيك الدين النقدي:

في حالة الدين الثابت في الذمة المؤجل السداد نقودًا، فقد اتفقت كلمة الفقهاء على عدم جواز تصكيكه، وامتناع تداوله في السوق الثانوية، سواء بيع بنقد معجل من جنسه - حيث إنه يكون من قبيل حسم الكمبيالات، وينطوي على ربا الفضل والنسيئة باتفاق الفقهاء - أو بيع بنقد معجل من غير جنسه، لاشتماله على ربا النسيئة، وذلك لسريان أحكام الصرف عليه شرعًا ولا فرق في ذلك الحكم بين ما إذا كان سبب وجوب الدين النقدي في الذمة قرضًا أو بيعًا أو إجارة أو غير ذلك.

وبناءً على ذلك فلا يجوز تصكيك دين المرابحة (المصرفية) المؤجل، وتداوله من قبل المصارف الإسلامية، أو الأفراد في سوق ثانوية أو عن طريق البيع المباشر بنقد معجل أقل منه كما يجري في عمليات تصكيك الديون المختلفة وتداولها في سوق الأوراق المالية، حيث إن ذلك من الربا باتفاق الفقهاء.

ثانياً) تصكيك الدين السلعي:

في حالة الدين الثابت في الذمة - المؤجل الوفاء - سلعيًا بأن كان مبيعًا موصوفًا في الذمة، منضبطًا بمواصفات محددة، طبقًا لمقاييس دقيقة معروفة، سواء أكان من المنتجات الزراعية كالحبوب أو الحيوانية كاللبنان ومشتقاتها أو الصناعية كالحديد والإسمنت والسيارات والطائرات أو من منتجات المواد الخام كالبتترول والغاز الطبيعي أو نصف المصنعة كالنفط وغيرها ... فإنه يمكن تخريج جواز تصكيكه على قول الإمام أحمد الذي رجحه ابن تيمية وابن القيم - وهو وجه عند الشافعية أيضًا - بجواز بيع الدين المؤجل من غير المدين بثمن معجل إذا خلا من الربا، وكذا على مذهب المالكية القائلين بجواز بيعه إذا لم يكن طعامًا، وسلم من الغرر والربا وبعض المحظورات العارضة الأخرى التي ذكرها، مع مراعاة ما تلزم مراعاتها من القيود والشرائط الشرعية².

4.1.2. جهات التصكيك الإسلامي وقواعده:

في هذا العنصر سيتم التطرق إلى الجهات المصدرة للتصكيك وذكر أهم أسس وقواعد إصدار وتداول الصكوك.

¹ عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، مرجع سابق، ص 9، 10.

² المرجع نفسه، ص 10.

1.4.1.2. جهات التصكيك الإسلامي: توجد جهات عديدة للتصكيك الإسلامي يمكن ذكرها كالآتي¹:

أ. **القطاع العام:** يمكن إصدار الصكوك بكافة أنواعها من قبل مؤسسات حكومية، سواء كانت محلية أو إقليمية أو دولية، بهدف تمويل المشروعات الكبرى ذات النفع العام، مثل بناء الجسور والموانئ ومشاريع البنية التحتية والإنتاجية... الخ.

ب. **القطاع الخاص:** يمكن إصدار الصكوك بكافة أنواعها من قبل الأشخاص الطبيعيين والمعنويين بهدف الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية.

ج. **القطاع الخيري:** من الممكن إصدار الصكوك بكافة أنواعها من قبل الجمعيات الخيرية والمؤسسات الوقفية التي لا تهدف إلى تحقيق الربح فقط، وإنما تهدف أيضا إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية مثل دور الأيتام، والمسنين، والمستشفيات الخيرية... الخ.

2.4.1.2. شروط وقواعد التصكيك الإسلامي:

للتصكيك الإسلامي شروط وقواعد متعددة يمكن تلخيصها من خلال مايلي:

أولاً) **أسس وقواعد التصكيك الإسلامي:** تتلخص أسس وقواعد الإصدار في²:

أ. **تداول الأموال:** معنى ذلك دوران المال بين أيدي كثيرة من الناس بوجه حق من خلال قنوات مقبولة إسلاميا تتجسد هنا في عملية إصدار الصكوك بما يوافق العقود المشروعة كالمضاربة والمرابحة وغيرها والتي تضمن المساهمة في التنمية بكفاءة وفعالية.

ب. **العقود الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية:** هذه القاعدة توحى بوجود إمكانية كبيرة للتجديد والتوسع في أسواق الأوراق المالية، وذلك بإنتاج طائفة واسعة من الأدوات الأكثر تطورا باستخدام العقود الشرعية كأساس للإبداع والابتكار المالي.

ج. **تحريم الربا والغرر والمقامرة:** هذه القاعدة تقتضي بالزامية خلو الصكوك الإسلامية من أي شبهة توقعها في واحدة من هذه المحرمات لأنها تعتبر أصول الفساد وما يبنى على فساد يؤدي إلى إفساد لذلك تعد هذه القاعدة من القواعد التي يجب الرجوع إليها في كل خطوة من الإصدار.

د. **منع الاحتكار والمضاربات:** تحرم الشريعة الضرر سواء كان هذا الضرر في ماله أو في نفسه، فالاحتكار مبعثه الأنانية والقسوة على الناس، لأن المحتكر يريد أن يوسع ثروته بالتضيق على المستهلكين ويقصد بالاحتكار حبس السلع عن التداول في السوق حتى تغلو أثمانها، ويزداد الإثم

¹ : زياد الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص84.

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، 31ماي- 2جوان 2009، ص 19-24.

إذا كان الاحتكار جماعياً تواطأً عليه تجار هذا النوع من البضائع، ومثله أن يحتكر تاجر واحد صنفاً كله لحسابه، فيتحكم في السوق كما يشاء، فعن معمر بن عبد الله بن نضلة قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "مَنْ احْتَكَرَ فَهُوَ خَاطِيٌّ"¹.

ثانياً) شروط التصكيك الإسلامي: وحتى يتم التصكيك لا بد أن تتوفر الشروط التالية²:

- وجود أصول مملوكة للمنشأة (المنشئ للتصكيك) وأن تكون قادرة على توليد دخل بشكل منتظم ومستمر، وعليه فالأصول التي تخضع للتصكيك هي مجموعة معينة من الموجودات والتي تظهر في الميزانية العمومية لمنشأة المنشئ.

- يجب أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر وهذا يتطلب وجود جدارة ائتمانية في الأصول، مثل انتظام السداد، ووجود ضمانات عينية.

- يجب أن تكون قيمة الأصول المراد تصكيكها كبيرة، لأنه إذا كانت المبالغ صغيرة لا يمكن تقسيمها، كما يجب أن تكون ذات آجال استحقاق طويلة حتى يمكن تسويقها، ومن ثم فإن الأصول ذات آجال استحقاق قصيرة لا تصلح للتصكيك.

- يجب توافر الضوابط الشرعية في جميع مراحل عملية التصكيك، ومن ثم إخضاعها إلى إجازة هيئة الرقابة الشرعية بالمؤسسة.

- وجود تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك، وحفظ حقوق المتعاملين فيها.

2.2. معايير تصنيف الصكوك الإسلامية: تصدر الصكوك الإسلامية وفقاً للفقود الشرعية، وعليه فهي تتعدد وتتنوع وتختلف أحكامها من صك لآخر، لهذا سيتم التطرق إلى مختلف أنواع الصكوك الإسلامية من خلال هذا الإطار.

1.2.2.1. الصكوك القائمة على عقود المشاركة:

هي الصكوك التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة، وتنطوي تحت هذا التصنيف مجموعة من الصكوك هي:

1.1.2.2. صكوك المشاركة:

قبل التطرق إلى تعريف صكوك المشاركة يجب معرفة تعريف صيغة المشاركة ومدى مشروعيتها.

¹ مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، حققه محمد فؤاد عبد الباقي، كتاب المساقاة، باب تحريم الاحتكار في الأقفاد، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ص 1605.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 86، 87.

أولاً) تعريف المشاركة:

أ. لغة: المشاركة جاءت من شرك وجمعها شركاء وشركة يقال اشتركا وتشاركا وتشارك أحدهما مع الآخر، وشركة في البيع أو الميراث¹ وهي جمع الملكين أو هي أن يوجد شيء لإثنين أو أكثر².
ب. اصطلاحاً: هي عقد بين المتشاركين في رأس المال والربح³ أو بعبارة أخرى هي تعاقد بين اثنين أو أكثر على العمل للكسب بواسطة الأموال أو الأعمال أو الوجاهة (مراكزهم الشخصية ليكون الغنم بالغرم* بينهم حسب الاتفاق)⁴.

ثانياً) مشروعيتها: فلقد ثبتت مشروعية المشاركة في القرآن والسنة و قد أقرها النبي صلى الله عليه وسلم عندما تعامل الناس بها ولم ينكرها⁵. وفي القرآن الكريم يظهر الدليل الشرعي لجواز المشاركة لقوله تعالى « وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَى بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ » (الآية 24 من سورة ص)، وعن رسول الله صلى الله عليه وسلم عن ربه عز وجل (أَنَا تَالِثُ الشَّرِيكَيْنِ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ، فَإِذَا خَانَهُ خَرَجْتُ مِنْ بَيْنِهِمَا)⁶.

ثالثاً) مفهوم صكوك المشاركة:

أ. تعريف صكوك المشاركة: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة على أنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملك لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار⁷.

¹: مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز ابادي الشيرازي، القاموس المحيط، الجزء الثالث، نسخة مصورة عن الطبعة الثالثة للطبعة الأميرية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1979، ص299.

²: أحمد الشرماسي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، مصر، 1981، ص238.

³: محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، ا لمصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، دارالمسيرة، ط4، الأردن، 2012، ص193.

⁴: معنى ذلك أن التكاليف والخسارة التي تحصل من الشيء تكون على من ينتفع به شرعاً؛ أي: إن من ينال نفع شيء يجب أن يتحمل ضرره، عن موقع: <http://www.alukah.net/sharia/0/90889/>

⁴: سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، نشر جمعية التراث، الجزائر 2002، ص 100.

⁵: قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، دار رسلان، سورية دمشق، 2006، ص95.

⁶: أبي بكر أحمد بن الحسين بن علي، رواه البيهقي، السنن الصغرى، تحقيق خليل مأمون شيجا، ج 1، دارا لمعرفة، لبنان بيروت، 1999، ص671.

⁷: زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مرجع سبق ذكره، ص94.

ويمكن إصدار صكوك المشاركة على عدة صور منها¹:

- صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها أو الإدارة لجهة أخرى بنسبة من الأرباح (صكوك مشاركة دائمة).

- صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة ولها عدة صور: صكوك المشاركة المستردة بالتدرج والمستردة خلال زمن محدود والمنتهية بالتملك، ولقد استعملت باكستان هذا النوع من الصكوك بعد أن قامت بأسلمة كامل نظامها المصرفي في عام 1981، حيث أصدرت البنوك شهادات مشاركة لأجل وهي عبارة عن شهادات أو وثائق لحاملها تبعا لعقد المشاركة لمدة عشر سنوات وهي تعاون ما بين المؤسسة المالية ورجال الأعمال².

- الأسهم التقليدية: فهي تعد نوع من أنواع صكوك الاستثمار كونها تثبت حقا في حصة شائعة لشخص في ملكية صافي أصول الشركة والحق في الحصول على حصة من الربح المتحقق مع مسؤولية محددة بمقدار السهم ويشترك المساهمون في اتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية³.

ب. مشروعية صكوك المشاركة:

كما سبق ذكره فإن صيغة المشاركة مجازة شرعا وعليه فقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة باعتبارها من أعيان أو منافع أو خدمات، كما أن المعيار الشرعي رقم (17) وضح العلاقة بين طرفي العقد بحيث المصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون فيها هم الشركاء في عقد المشاركة، أما حصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويتحمل حملة الصكوك الربح والخسارة حسب النسب وتتحدد آجال الصكوك بمدة المشروع محل العقد، ويكون لكل إصدار هيئة منتخبة من المكتتبين تتولى الإشراف على المشروع وتوزع حصص الإيراد ومتابعة انتقال ملكية الصك من شخص لآخر⁴.

ج. الأهمية الاقتصادية لصكوك المشاركة: لصكوك المشاركة أهمية كبيرة في النشاط الاقتصادي يمكن تلخيصها فيما يلي⁵:

- يمكن أن توفر صكوك المشاركة التمويل اللازم للمشاريع بعيدا عن تعقيدات التمويل المصرفي.

¹: رابح حدة، دور البنك المركزي في إعادة السيولة في البنوك الإسلامية، إنراك، مصر، 2009، ص484.

²: Zubair iqbal and Abdasmi Rakhor , **Islamic Banking** , international monetary fund, Washington, 1987, p16.

³: أحمد إسحاق الأمين جامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، ماجستير تخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 21 تشرين الثاني، 2005، ص43.

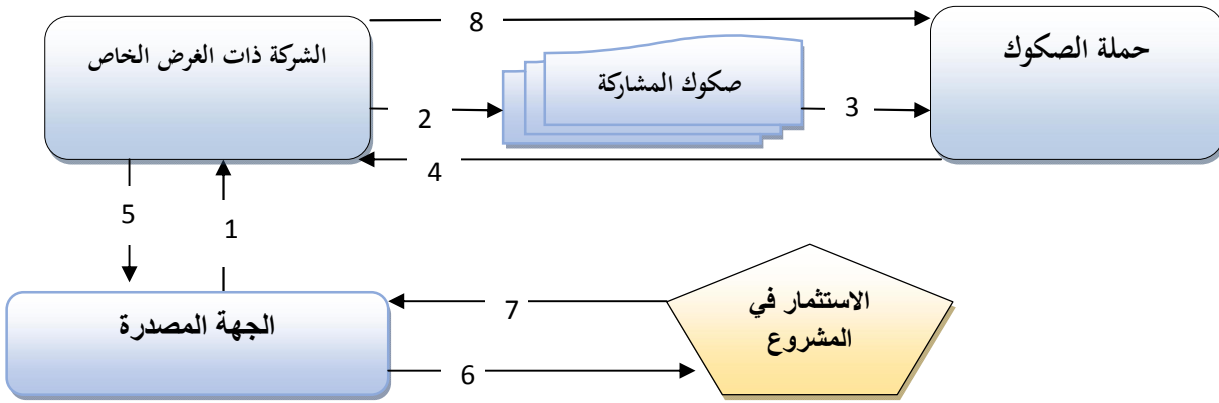
⁴: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص105، 106.

⁵: محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للأسماوية ودعوة للشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص249، 250.

- تساهم في امتصاص جزء من السيولة المالية الموجودة في السوق، نتيجة انخفاض الفائدة وبالتالي تفيد في التخفيف من الآثار التضخمية.
- مخاطر صكوك المشاركة منخفضة مقارنة بالسندات التقليدية، لأنها مسنودة بأصول اقتصادية تتمتع بربحية عالية، كما تساهم صكوك المشاركة في تغطية جزء من العجز في الموازنة بدلا من اللجوء إلى إصدار النقود.

د. آلية إصدار صكوك المشاركة: تتم آلية إصدار صكوك المشاركة وفق الشكل الموضح التالي:

الشكل (1.2): آلية إصدار صكوك المشاركة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 107.

-Ahmed Ibrahim , Applied shari'ah in Financial transactions p12

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

من خلال الشكل أعلاه يمكن تلخيص أهم المراحل التي تمر بها آلية صكوك المشاركة:

1. القيام بعملية تحويل ملكية الأصول والموجودات إلى الشركة ذات الغرض الخاص.
2. تصكيك الأصول: حيث تصدر الشركة صكوك مشاركة بقيمة الأصول والموجودات.
3. الاكتتاب في الصكوك.
4. حصيلة الاكتتاب: وهي الأموال التي توظف لإدارة المشروع أو إنشائه.
5. القيام بتحويل الحصيلة إلى الجهة المصدرة والتي تمثل الجهة المنشأة للمشروع والمديرة له.
6. توظيف الأموال في مشروع معين وفقا لعقد المشاركة.
7. توزيع أرباح المشروع إن كانت هناك أرباح وفقا لما اتفق عليه، وهي عند الخسارة كل طرف يتحمل خسارة ما أسهم به في المشروع.
8. دفع حصيلة المشروع الجاهز لحملة الصكوك (المستثمرون).

2.1.2.2 صكوك المضاربة:

قبل التطرق إلى تعريف صكوك المضاربة لا بد من التعرض إلى مفهوم المضاربة ومشروعيتها.

أولاً) مفهوم المضاربة:

أ. لغة: كلمة مضاربة مشتقة من الفعل ضرب، ضرب في الأرض، يضرب ضرباً إذا سار في ابتغاء الرزق والمضاربة أن تعطي مالا لغيرك يتجر فيه فيكون له سهم معلوم من الربح، وهي مفاعلة من الضرب في الأرض والسير للتجارة¹.

ب. اصطلاحاً: اختلف الفقهاء في تعريف المضاربة والقراض، وللاختصار فإننا سنورد التعريف المختار مع شرحه دون التطرق للخلاف في تعريفه، فالمضاربة تعرف على أنها عقد شركة في الربح بمال من جانب وعمل من جانب²، والمضاربة أيضاً عبارة عن اتفاق جانبيين من أجل تحقيق الربح بحيث يشارك أحد الجانبين بالمال، والجانب الآخر بالعمل وهو المضارب³، وتحدد النسب حسب الشروط التي يحددها الجانبان ولا بد أن يقوم المضارب بالاتجار في المال وفق ما أحله الله⁴، وتختلف المضاربة الإسلامية عن المضاربة في الاقتصاد الوضعي، ففي هذا الأخير يقصد بها المخاطر بالبيع والشراء بناء على التنبؤ بتقلبات الأسعار بغية الحصول على فارق الأسعار⁵.

ت. مشروعية المضاربة: لقد أجمع أهل العلم على جواز المضاربة في الجملة أي الأصل في إحلال القراض وإباحته عموماً فمن القرآن الكريم نجد قوله تعالى: ﴿لَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَنْ تَبْتَغُوا فَضلاً مِنْ رَبِّكُمْ فَإِذَا أَفَضْتُمْ مِنْ عَرَفَاتٍ فَاذْكُرُوا اللَّهَ عِنْدَ الْمَشْعَرِ الْحَرَامِ وَاذْكُرُوهُ كَمَا هَدَاكُمْ وَإِنْ كُنْتُمْ مِنْ قَبْلِهِ لَمَنِ الضَّالِّينَ﴾ (سورة البقرة، الآية 198).

كما روي عن النبي صلى الله عليه وسلم أنه ضارب لخديجة رضي الله عنها بأموالها قبل البعثة⁶، وبعث والناس يتعاملون بها فأقرها وتعامل بها الصحابة⁷.

¹ : ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ص36.

² : محمود حمودة، مصطفى حسين، المعاملات المالية في الإسلام، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، ط2، 1999، ص145.

³ : عجة الجيلاني، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية، دار الخلدونية، الجزائر، دون سنة نشر، ص6.

⁴ : كيجل كمال، عقد المضاربة في الشريعة الإسلامية، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، العدد السادس، الجزائر، ماي 2005، ص203.

⁵ : حسين الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دون بلد، ط3، 2000، ص20.

⁶ : الامام أبي الحسن علي بن حبيب الماوردي، المضاربة، تحقيق ودراسة وتعليق،: عبد الوهاب حواس، دار الوفاء، المنصورة، مصر، 1989، ص121.

⁷ : عيسى عبدة، العقود الشرعية الحاكمة للمعاملات المالية المعاصرة، مطبعة النهضة الجديدة، مصر، 1977، ص191.

ثانياً) مفهوم صكوك المقارضة (المضاربة):

من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى تعريف صكوك المضاربة وأنواعها، مع ذكر مدى مشروعيتها وأهميتها وآلية إصدارها.

أ. تعريف صكوك المضاربة وخصائصها:

هي عبارة عن وثائق موحدة القيمة و صادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحددة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النسب المعلنة على الشبوع مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب به عن طريق تخصيص الحصة المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئياً حتى السداد التام¹. أو هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة بإصدار صكوك ملكية رأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة و مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصص شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم²، وعليه فإن صكوك المضاربة تتميز بمجموعة من الخصائص هي³:

- قابلية التداول في أسواق رأس المال.
 - من الممكن عمل ترتيبات معينة لضمان هذه الصكوك من قبل طرف ثالث من أجل توفير عامل الثقة و الاطمئنان للمستثمرين.
 - يمكن للحكومة شراء الصكوك و استرداد حصة صاحب رأس المال.
 - يمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية، الصناعية، الخدمية والعقارية...إلخ.
 - سهولة الرقابة عليها من قبل الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينية.
- ### ب. أنواع صكوك المضاربة:

تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة وعلى هذا الأساس يمكن ذكر الأنواع التالية⁴:

- **صكوك المضاربة المقيدة:** في هذا النوع من الصكوك يتم الاتفاق على نوعية المشروع الممول (تجاري، صناعي، زراعي....) من قبل حملة الصكوك، ولا يحق للمضارب الخروج

¹: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير: إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007، ص65.

²: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 101.

³: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص65.

⁴: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص103.

عنها وإلا اعتبر متعديا، وتكون محددة بحسب عمل المشروع، كما أنه يوجد أنواع أخرى لصكوك المضاربة هي:

- **صكوك المضاربة المطلقة:** وتكون مدتها 10 سنوات أو عشرين سنة مثلا ولا تكون مخصصة لمشروع معين وإنما يخول المضارب باستثمارها في أي مشروع وتبين في كل سنة الناتج الذي تحقق سواء ربح أو خسارة إن حدثت، وفي حالة تحقق الأرباح تصرف سنويا على أصحاب هذه الصكوك¹.

- **صكوك المضاربة المحدودة أو المستردة بالتدرج:** وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخ بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم، وتتطوي تحت هذا النوع كل أنواع الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف اسمها من سندات أو صكوك أو شهادات وعلى سبيل الذكر لا الحصر نجد²:

- **شهادات الاستثمار الإسلامية:** حيث قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار هذه الشهادات وهي شهادات مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، فيقوم البنك بدور المضارب وله من صافي الأرباح 5% و 5% من الأرباح تبقى لدعم المركز المالي و 90% لأصحاب الشهادات كل بنسبة مما يملك.

- **شهادات ودائع الاستثمار:** التي تصدر عن بيت التمويل الكويتي حيث يعتبر هذا الأخير المضارب و صاحب الشهادة هو رب المال و هي تقوم على أساس عقد المضاربة المطلقة أو المقيدة و يتفق على مدتها مع مشتريها بشرط أن لا تقل عن سنة واحدة و يجوز تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بهذا محدودة الأجل.

ج. الأهمية الاقتصادية لصكوك المضاربة: تبرز أهمية صكوك المضاربة من خلال مايلي³:

- تتناسب صكوك المضاربة مع المشاريع المدرة للدخل مثل محطات الطاقة الكهربائية و الموانئ و المطارات وغيرها، مع إمكانية شراء نصيب حملة الصكوك بالتدرج وفق برنامج محدد من قبل الدولة.

- تتميز هذه الصكوك بقابلية التداول في أسواق رأس المال و بسهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لارتباطها بموجودات عينية.

¹: سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 85.

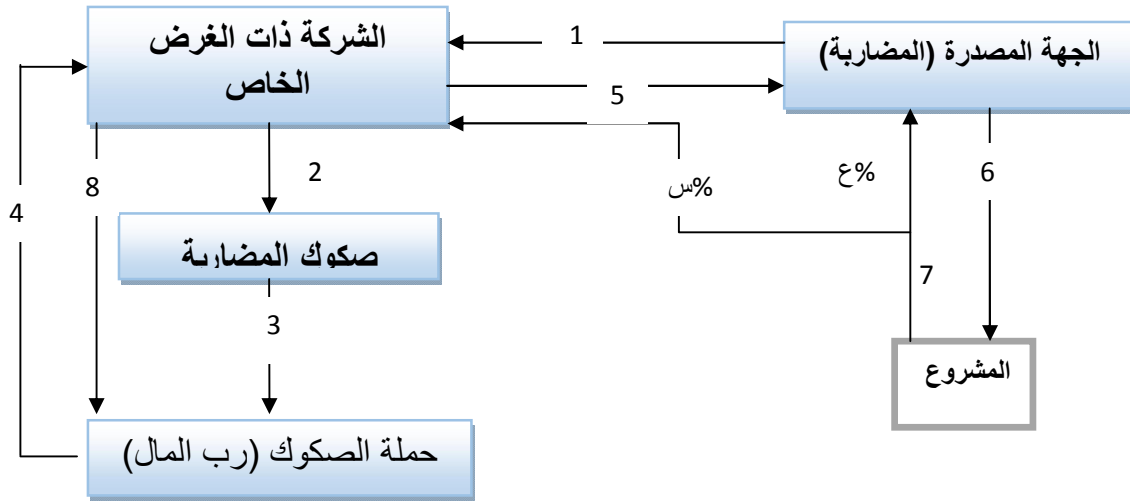
²: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 132.

³: محمد سعيد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية انذار للأسماالية ودعوة للشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 245، 246.

- من الممكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية و الصناعية و الخدمية والعقارية و بالتالي فهي تعمل على دعم عجلة التنمية.

د. آلية إصدار صكوك المضاربة: وتتم عملية إصدار صكوك المضاربة وفق الشكل التالي:

الشكل (2.2): آلية إصدار صكوك المضاربة



المصدر:- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص104.

-Ahmed Ibrahim , Applied shari'ah in Financial transactions p12.
<http://rihb.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transactions.pdf>

من خلال الشكل أعلاه تتضح الخطوات التالية:

1. تأسيس الجهة المصدرة والمتمثلة في المضارب شركة ذات الغرض الخاص، تحول إليها ملكية الأصول على أساس عقد مضاربة.
2. تصكيك الأصول، حيث تقوم الشركة بتقييم الأصول وتقسيمها إلى وحدات تصدر على أساسها صكوك.
3. الاكتتاب في الصكوك، حيث تمثل الجهة المكتتبه الطرف المساهم بالأموال.
4. حصيلة الاكتتاب تمثل رأس مال المضاربة التي يمول بها المشروع، ويتم تحصيلها من طرف الشركة ذات الغرض الخاص.
5. توجيه حصيلة الاكتتاب للجهة المصدرة.
6. توظيف رأس المال في المشروع المتفق عليه والقائم على أساس عقد مضاربة.

7. يتم تقسيم الأرباح وفق ما تم الاتفاق عليه من نسب، وتكون هذه النسب حصة شائعة ولا تكون مبلغ محدد من المال، أما في حال الخسارة فيتحمل أرباب المال الخسارة المالية أما الجهة المصدرة تخسر الجهد والوقت الذي بذلته.

8. تقديم الريح لحملة الصكوك إن وجد.

2.2.2. الصكوك المستخدمة في مجال الزراعة:

يوجد العديد من أنواع الصكوك المستخدمة في تمويل القطاع الزراعي، والتي يمكن أن تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية، حيث تتمثل هذه الصكوك في:

1.2.2.2. صكوك المزارعة:

في هذا الإطار لا بد من توضيح ما المقصود بصيغة المزارعة ومدى مشروعيتها قبل التطرق إلى تعريف صكوك المزارعة.

أولاً مفهوم المزارعة: سيتم التطرق إلى تعريف المزارعة ومشروعيتها صيغتها.

أ. تعريف صيغة المزارعة: لغة من زرع الحب: بذره، و زرع زراعة، أي طرح الزراعة بمعنى البذر في الأرض، وزارع مزارعة طرح الزرع في الأرض، زارع فلانا عامله على الأرض ببعض ما يخرج منها و يكون البذر من مالها¹، أما اصطلاحاً: هي عبارة عن عقد بين شخصين أو أكثر على استثمار الأرض بالزراعة، على أن يكون الناتج منها مشتركاً بينهما حسب الاتفاق.

ب. مشروعيتها: أجاز جمهور الفقهاء عقد المزارعة استدلالاً بما رواه ابن عمر عن النبي صلى الله عليه و سلم قال " لما افتتح رسول الله صلى الله عليه و سلم خيبر أعطاهما على النصف²، فقد ثبت على النبي صلى الله عليه و سلم أنه عمل بالمزارعة مع أهل خيبر و قد عرفت المزارعة في عهد الصحابة دون أن ينكرها أحد منهم فكان بمثابة إجماع³، لكن الإمام أبو حنيفة لم يجزها بعلّة أنها إجارة بثمره لم تخلق أو مجهولة⁴.

ثانياً تعريف صكوك المزارعة: تعرف على أنها وثائق يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة الشرعية واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق ويعد المكتتبين في هذه الصكوك هم الزراعين لهذه الأرض بأموالهم كالشركات المتخصصة في زراعة الأرض وتحديد نشرة إصدار صكوك المزارعة نوع ومواصفات ومساحة

¹: المنجد في اللغة و الإعلام، دار المشرق، لبنان، الطبعة الثامنة و الثلاثون، ص200، ص297.

²: الحافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، بلوغ المرآم من أدلة الأحكام، دار نور الكتاب، الجزائر، بدون سنة، ص167.

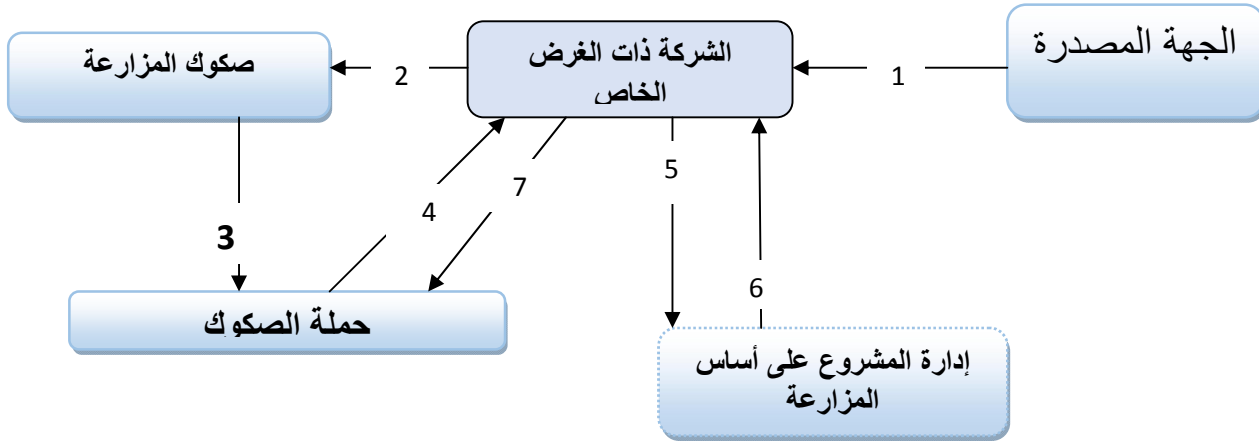
³: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 119.

⁴: أبو عبد الله محمد بن أحمد بن جزى الكلبى، القوانين الفقهية، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، د س ن، ص240.

الأرض ونوع المحاصيل المطلوب زراعتها وتكلفة الزراعة من آلات ومعدات وبذور وسماد وأجور المهندسين و العمال والمحصول المتوقع لهذه الأرض وطريقة تقسيمه بين مالك الأرض المزارع ومدة الزراعة¹.

ثانياً) مشروعية صكوك المزارعة: أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المزارعة والمعيار الشرعي رقم (17) وضع طبيعة العلاقة بين طرفي العقد، وبيان ذلك على النحو التالي: المصدر لتلك الصكوك هو مالك الأرض أو مالك منافعها والمكاتبون هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل)، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة الزراعة، وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكاتبون أصحاب الأرض (المستثمرون) ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض²، وتتم آلية إصدار صكوك المزارعة وفق الشكل التالي:

الشكل (3.2): آلية إصدار صكوك المزارعة



المصدر: من إعداد الطالبة، اعتماداً على: سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 4، 5.

من خلال الشكل أعلاه يمكن تبيان أهم الخطوات لآلية إصدار صكوك المزارعة:

1. تأسيس شركة ذات الغرض الخاص من قبل الجهة المصدرة والتي تمثل الجهة المالكة للأرض الزراعية، وتحويل ملكية الأرض إلى الشركة ذات الغرض الخاص.
2. إصدار صكوك مزارعة وطرحها للاكتتاب، حيث يمثل كل صك حصة من محصول الأرض.
3. الاكتتاب: حيث تتمثل الجهة المكتتبه في المزارعون أي أصحاب العمل بأنفسهم أو بتوكيل غيرهم.
4. حصيلة الاكتتاب في الصكوك وتتمثل في تكاليف الزراعة والتي تحصل من قبل الشركة.
5. توظيف الأموال على أساس عقد مزارعة في المشروع المتفق عليه.

¹: زياد جلال النماغ، الصكوك الإسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 120.

6. تقسيم المحصول بين الجهة المصدرة والشركة ذات الغرض الخاص باعتبار هذه الأخيرة مسؤولة عن إدارة محفظة الصكوك ومخولة للقيام بالأعمال من قبل حملة الصكوك، مقابل حصة من الأرباح أو المحصول.

7. تقديم الأرباح إن وجدت لحملة الصكوك.

2.2.2.2. صكوك المغارسة:

قبل التطرق إلى تعريف صكوك المغارسة لابد من معرفة صيغة المغارسة ومدى مشروعيتها.

أولاً) صيغة المغارسة:

لغة: المغارسة مفاعلة من الغرس، جاء في القاموس المحيط: الشجر يغرسه أنثته في الأرض¹ أما اصطلاحاً: عرف ابن رشد (الحفيد) المغارسة كما يلي: هي عند مالك أن يعطي الرجل أرضه لرجل على أن يغرس فيه عدد من الثمار معلوماً فإذا استحق الشريكان للغرس جزء من الأرض متفق عليه، أي أن المغارسة تكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغرسة أرض بيضاء لحساب صاحبها حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجا أخذ العامل جزءاً من الأرض و الشجر كأجرة له على ذلك و عليه اعتبرت نوعاً من الإجارة² . .

ثانياً) مشروعية المغارسة:

إن دليل مشروعيتها هو نفس دليل مشروعية المزارعة والمساقاة بالسنة أما الإجماع فقد أجازها المالكية والظاهرية والإباحية، فقد إستدل الإمام ابن حزم على مشروعية المغارسة بدليل المزارعة حيث قدم الرسول صلى الله عليه وسلم خيبر اليهود على أن يعملوها بأنفسهم و أموالهم و لهم نصف مما يخرج منها من زرع أو ثمر و نصف مطلقاً³، كما أن صيغة تتضمن مجموعة من الشروط هي: أن يغرس العامل في الأرض أشجاراً ثابتة الأصول دون زرع أو بقول، أن تتفق أصناف الشجر أو تتقارب في مدة إطعامها وأن لا يكون أجلها إلى سنين كثيرة وأن لا تكون المغارسة في أرض موقوفة.

ثالثاً) تعريف صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة

¹: سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 121.

²: سليمان ناصر، صيغة مثلى لإعمار الأراضي البور في البلدان العربية والإسلامية، الملتقى الدولي: تحديات قطاع الزراعة في الدول العربية والإسلامية وسبل مواجهتها، الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر العاصمة، 27، و 28 فيفري 2011، ص 3.

³: سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 122.

الصكوك حصة في الأرض والغرس¹، بحيث المصدر للصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار والمكتتبون فيها هم المغارسون وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة الغرس، أما عن مشروعيتها فهي جائزة شرعا بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس².

3.2.2.2. صكوك المساقاة:

قبل التطرق لمفهوم صكوك المساقاة لابد من توضيح صيغتها و كذا تبيان مشروعيتها وشروطها.

أولاً) مفهوم المساقاة:

- لغة: مفاعلة من السقي، وهي لغة أن يستعمل رجلا في نخيل أو كرم ليقوم بإصلاحها على أن يكون له سهم مما تغله³.
 - اصطلاحاً: هي أن يدفع رجل شجرا إلى آخر ليقوم بسقيه و عمل ما يحتاج إليه بجزء معلوم له من ثمره⁴.
- والمساقاة بهذا المفهوم هي شكل من أشكال المشاركة بين الذي يمتلك الزرع والعامل العارف بشؤون الزراعة، حيث يقوم فيها العامل بتقديم كل ما يحتاجه الزرع من سقي وتآبير وتسميد، ومحافظة وعناية إلى مدة معلومة بينهما مقابل جزء من الغلة متفق عليه.
- أوهي شركة زراعية على استثمار الشجر، يكون فيها الشجر من جانب والعمل في الشجر من جانب آخر والثمرة الحاصلة مشتركة بينهما بنسبة يتفق عليها كالنصف أو الثلث ونحو ذلك، ويسمى العامل بالمساقى والطرف الآخر يسمى بصاحب الشجر⁵، كما للمساقاة شروط يجب توفرها هي⁶:

¹: صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات، 31ماي-3جون2009، ص20.

²: باسل يوسف محمد الشاعر، هيام محمد عبد القادر الزيدانيين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، ملحق 2016، ص3، ص1246.

³: أحمد الشرباهي، المعجم الإقتصادي الإسلامي، مرجع سابق، ص422.

⁴: ناصر الغريب، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل، دار أبو لؤلؤ، القاهرة، مصر، 1991، ص181.

⁵: قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، مرجع سابق، ص122.

⁶: عبد القادر شاشي، العقود الإسلامية الممكنة لتمويل الزراعة، مؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات التمويلية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البحرين، 8ماي2012، ص18.

- أهلية العاقدين ورضاهما، وأن يكون الشجر موضوع العقد معلوما فلا تصح المساقاة على المجهول، فيجب معرفة الشجر برؤية أو وصف، وأن يكون له ثمر يؤكل أو ورق يقصد أو زهر يقصد، فالمساقاة ليست على الثمر فقط، فقد لا تقصد الثمرة أو لا يقصد الورق وإنما يقصد الزهر كزهور العطور كالورد والياسمين والفل وغير ذلك، فإن الذي يقصد إنما هو الزهرة فقط لا يقصد ثمرة ولا يقصد ورقة، فإذا كان الثمر أو الورق أو الزهر يقصد فهذا تصح فيه المساقاة، وأيضا تحديد نصيب كل طرف في العقد وفق نسب معلومة من الناتج.

ب. **مشروعية المساقاة:** لقد أجمع جمهور الفقهاء ما عدا أبو حنيفة على مشروعية المساقاة وجوازها¹، وقد استدلوا من السنة الشريفة بما رواه أبو هريرة رضي الله عنه قال (قالت الأنصار للنبي صلى الله عليه وسلم: أقسم بيننا وبين إخواننا النخيل قال: لا، فقالوا: تكفونا المؤونة ونشركم في الثمرة قالوا سمعنا وأطعنا) وهذا الحديث يدل على الإقرار بالمساقاة على عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم والعمل بها حيث ساعد المهاجرين الأنصار في العمل وذلك مقابل إشراكهم في الثمر².

ج. **مفهوم صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي الأشجار المثمرة و الإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد³، بمعنى أن هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل السقاية والرعاية ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة⁴.

د. **مشروعية صكوك المساقاة:** لقد أجازت هيئة المؤسسات المالية صكوك المساقاة والمعيار الشرعي رقم (17)، كما قام بعملية تبيان وتوضيح طبيعة العلاقة بين طرفي العقد، فالمصدر لتلك الصكوك هو مالك الأرض أو مالك منافعها التي فيها الشجر، والمكاتبون فيها هم الساقون في عقد المساقاة وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر وقد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل) والمكاتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة

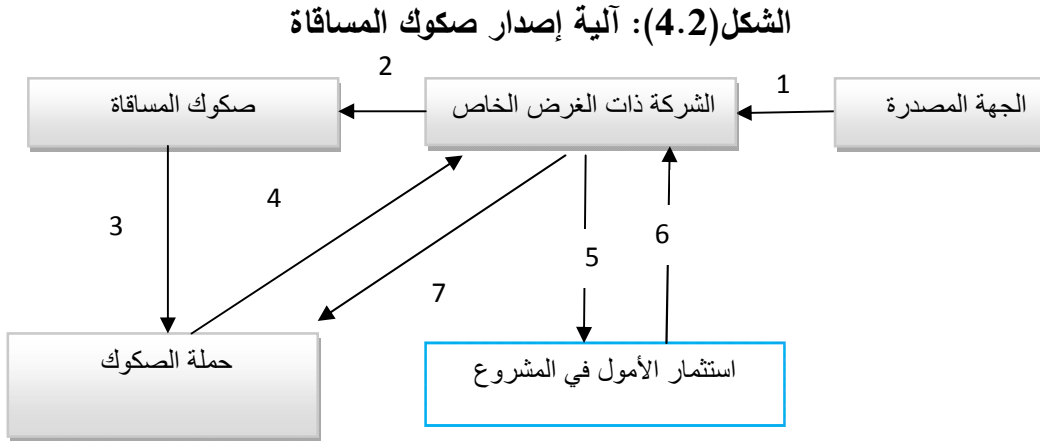
¹: المرجع نفسه، ص 121.

²: حافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، الجزء الخامس، دار المعرفة، لبنان، دون سنة نشر، ص 9، 10.

³: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 312.

⁴: خوني رباح، حساني رقية، واقع الهندسة الإسلامية وسبل النهوض بها في ظل النظام المالي العالمي الحالي، الملتقى الوطني: أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية الأزمات الاقتصادية، جامعة 20 أوت، سكيكدة، الجزائر، 9 و10 ماي 2011، ص 16.

الصكوك المتفق عليها مما تنتجه الأشجار¹ و يمكن تجسيد آلية عمل صكوك المساقاة من خلال الشكل التالي:



المصدر: من إعداد الباحثة، إعماداً على: عبد الله علي، محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية: 1998-2011، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2012، ص 81.

من خلال الشكل أعلاه تمر عملية إصدار صكوك المساقاة بعدة مراحل هي:

1. إيجاد أو تأسيس شركة ذات الغرض الخاص من قبل الجهة المصدرة المتمثلة في ملاك الشجر بغرض الحصول على الأموال على أساس عقد مساقاة.
2. تقييم الشركة ذات الغرض الخاص تكاليف العناية بالشجر، وتصدر صكوك بقيمة التكلفة الكلية حيث يمثل كل صك حصة من الثمر.
3. الاكتتاب في الصكوك، ويمثل المكتتبون المساقون.
4. توجه حصيلة الاكتتاب للشركة ذات الغرض وتمثل الحصيلة تكاليف العناية بالشجر.
5. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص أو أي جهة مخولة بسقاية الأشجار ورعايتها والانفاق عليها على أساس عقد المساقاة بتوظيف الحصيلة فيما وجدت من أجله.
6. تقسيم الغلة حسب الاتفاق بحيث توجه حصة للجهة المصدرة والحصة الأخرى تعود إلى حملة الصكوك من خلال تصرف الشركة ذات الغرض الخاص فيها أو الجهة المخولة بالمساقاة وذلك بالبيع مثلاً وإعطاء كل ذي حق منهم حقه.
7. تقديم الربح لحملة الصكوك إن تحققت.

3.2.2. الصكوك القائمة على البيوع:

¹: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 121.

سيتم التطرق إلى أهم أنواع الصكوك التي تستند على البيوع الشرعية ألا وهي: صكوك المربحة، السلم، الاستصناع.

1.3.2.2. صكوك المربحة:

قبل التطرق لصكوك المربحة لابد من استعراض صيغة المربحة ومشروعيتها:

أولاً) تعريف المربحة:

أ. لغة: المربحة بضم الميم وفتح الراء ممدودة مصدر من باب المفاعلة وهي عند الفقهاء أن يشترط البائع في بيع العرض أن يبيعه بما اشتراه به مع فصل أي زيادة شيء معلوم من الربح¹.
ب. اصطلاحاً: عقد المربحة هو البيع بالثمن مع زيادة معلومة على الثمن الأول²، أو هي صيغة شائعة الاستخدام في التمويل قصير الأجل تتضمن اتفاقاً لتمويل عمليات شراء السلع عن طريق بيع السلع بسعر التكلفة مع زيادة الربح³.

كما تعرف على أنها عقد مع المصرف يبيع من خلاله المصرف سلعة محددة للعميل على أن تكون كل من تكلفة الشراء والربح معلومين⁴.

ج. مشروعيتها: تستند المربحة مشروعيتها من كتاب الله وسنة نبيه الكريم صلى الله عليه وسلم وهي نوع من أنواع البيوع التي كانت شائعة في عهد النبي صلى الله عليه وسلم ولم يذكرها⁵، فمن القرآن الكريم قوله ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ (سورة البقرة، الآية 275)، ومن السنة قول الرسول صلى الله عليه وسلم: "فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"⁶.

أما الإجماع فقد أجمعت الأمة على جواز هذه البيوع بلا إنكار لوجود الحاجة الماسة إلى هذا النوع من البيع، والتي تطيب نفس البائع والمشتري على الثمن الأول والزيادة عليه وجب القول بجوازها لهذا كان مبناهما على الأمانة والإحتراز من الخيانة والشبهة⁷.

¹: محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، دار الشروق، بيروت، لبنان، 1993، ص524

²: سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، المكتب الإسلامي، لبنان، 2002، ص307

³: Zawya, Sukuk Preceptions and forecast study, Dubai, 2014, P133

⁴: Ibrahim Warde, Islamic Finance in the Global Economy, Reduood Books, Great Britain, 2000, p133.

⁵: عبد العظيم أبو زيد، بيع المربحة وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، دار الفكر، سوريا، 2004، ص51.

⁶: الإمام الحافظ أبو زكريا محي الدين بن شرف النووي، صحيح مسلم، حققه وأخرجه هشام الصبابي، حازم محمد، عماد عامر، دار الحديث، ط1، كتاب البيوع، مجلد5، القاهرة، مصر، 1994، ص476.

⁷: نزيه عبد المقصود، صناديق الإستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007،

ثانياً) مفهوم صكوك المراجعة: في هذا العنصر سيتم التطرق إلى تعريف صكوك المراجعة ومشروعيتها مع شروط صحتها، بالإضافة إلى توضيح أهميتها الاقتصادية وشرح آلية إصدار هذه الصكوك.

أ. تعريف صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مرابحة وتصبح بذلك لحملة الصكوك، ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة المراجعة والمكاتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها ويملك حملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها¹

ب. شروط صحة المراجعة: ومن بين شروط صحة المراجعة²:

- أن يكون العقد الأول صحيح، لأن المراجعة مترتبة على عقد سابق عليها فإذا لم يكن العقد الأول صحيحاً لم تترتب عليه آثاره الشرعية ومنها التصرف فيما ملك بهذا العقد بالبيع أو غيره.
- العلم بالثمن الأول الذي اشترى به البائع المبيع في العقد الأول.
- أن يكون رأس المال من غير المثليات ولكن يجب أن يخبر المراجيح بالعرض وقيمتها يوم الشراء .
- أن لا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من أموال الربا، حيث أن الزيادة في أموال الربا تكون ربا لا ربحاً، فإذا اختلف الجنس فلا بأس بالمراجعة.
- العلم بالربح، لأن الربح بعض الثمن والعلم بالثمن شرط صحة البيوع.
- أن يبين المراجيح للمشتري جميع ما يتعلق بالمبيع وثمانه.

ج. مشروعية صكوك المراجعة:

أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المراجعة والمعيار الشرعي رقم 17، حيث وضح العلاقة بين طرفي العقد كالاتي: المصدر للصكوك هو البائع للبضاعة والمكاتبون فيها هم المشترون و حصيلة الاكتتاب هي تكلفة الشراء و يملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها³.

د. أهمية صكوك المراجعة:

إن هذه الصكوك قادرة على توفير التمويل لتحقيق التنمية الأمر الذي يحد من الحاجة إلى التمويل بالفائدة الذي وقف في الوقت الراهن أمام تحقيق التنمية إذ أنه بإمكان هذا النوع من

¹: زاهرة ني عامر، التصكيك الإسلامي و دوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 98.

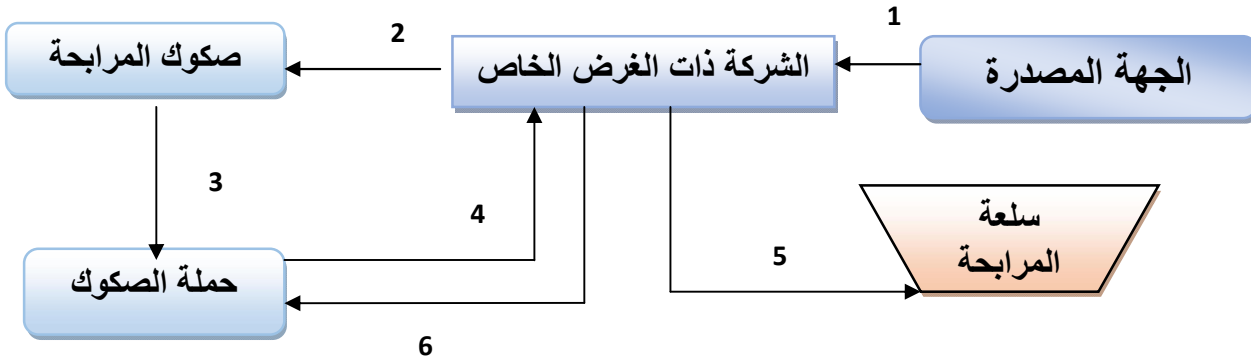
²: لنا محمد إبراهيم الخماش، البنوك الإسلامية بين التشريع الضريبي والزكاة، ماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية نابلس فلسطين، 2007، ص30.

³: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص116.

الصكوك تمويل متطلبات المجتمع والتنمية من خلال توفير الأدوات الإنتاجية اللازمة للزراعة والصناعة و من مواد خام ومستلزمات الإنتاج واستيعاب كافة الاحتياجات التنموية إذ أنها ليس لها حدود إلا ما تقف عنده إمكانيات الممول المالية سواء كانت السلعة الصغيرة أو الكبيرة يمكن تمويلها عن طريق إصدار صكوك المرابحة¹.

و. آلية إصدار صكوك المرابحة: يمكن توضيح آلية إصدار صكوك المرابحة كمايلي:

الشكل(5.2): آلية إصدار صكوك المرابحة



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: زياد جلال الدماخ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 117.

من خلال الشكل أعلاه تتضح خطوات إصدار صكوك المرابحة.

1. تأسيس شركة ذات الغرض الخاص تحول إليها ملكية عقد المرابحة وذلك بقصد الحصول على الأموال لتمويل مشروع المرابحة.
2. إصدار صكوك بقيمة عقد المرابحة الذي تم تحويل ملكيته من الجهة المصدرة إلى الشركة ذات الغرض الخاص، حيث تمثل الصكوك ملكية سلعة المرابحة
3. توجيه حصيلة الاكتتاب حيث تكون قيمة الصكوك المكتتب بها أقل من القيمة الاسمية، ويمثل حملة الصكوك المشترون لبضاعة المرابحة.
4. حصيلة الاكتتاب والتي تمثل ثمن شراء البضاعة.
5. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بالتحصيل الفعلي لبضاعة المرابحة أي توظيف الأموال في شراء البضاعة، ومن ثم التصرف فيها ببيعها للواعد بالشراء وتحصيل ثمن البيع.
6. إرجاع قيمة الصكوك مع الربح إذا تمت العملية.

2.3.2.2. صكوك السلم:

قبل التطرق إلى تعريف صكوك السلم وأهم الجوانب المتعلقة بها، لابد من معرفة صيغة السلم

¹: أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مرجع سابق، ص 135.

أولاً) مفهوم السلم:

أ.لغة: السلم بفتح السين مشددة وفتح اللام:التقديم والتسليم ويسمى بالسلف أيضا¹.

ب.اصطلاحاً: هو عقد يثبت به الملك في الثمن عاجلاً والثمن آجلاً أو هو بيع على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض بمجلس العقد².

فالسلم عقد على تسليم ثمن السلعة (رأس مال السلم) من المشتري (رب السلم أو المسلم) عند إبرام العقد على أن يتم تسليم السلعة (المسلم فيه) من قبل البائع (المسلم إليه) في أجل معلوم بحيث تكون وفق المواصفات المحددة.

ج. مشروعيتها: فقد ثبتت مشروعيتها بالكتاب والسنة والإجماع، من الكتاب قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ﴾ (سورة البقرة الآية 282)، أما في السنة فقد قال الرسول صلى الله عليه وسلم: " من أسلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم"³، وقال ابن المنذر أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على أن السلم جائز⁴، السلم بيع ثابت مشروع في الكتاب والسنة والإجماع ويشترط فيه شروط كثيرة لتحقيق مقتضاه أهمها⁵:

- تحديد المواصفات الخاصة بالمبيع مثل بيان جنس المبيع ونوعه وصفاته ومقداره وزمان إيفائه ومكان تسليمه .

- تعجيل الثمن (رأس المال السلعة).

- أن يكون المسلم فيه (المبيع) موصوفاً في الذمة غير متعلق بمصدر وفاء محصور بتوفير الأسباب القادرة على السداد.

ثانياً) مفهوم صكوك السلم:

من خلال هذا العنصر سيتم التعرف الى مفهوم صكوك السلم ومشروعيتها وكذا الآلية التي تعمل بها مع ذكر أهميتها الاقتصادية.

أ. تعريف صكوك السلم: هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تطرح بجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجلاً إلى حين استلام السلعة وبيعها وهذا

¹: محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، مرجع سابق، ص292.

²: حسن عبد العزيز جرادات، الصيغ الإسلامية للإستثمار في رأس المال العامل، دار الصفاء للنشر والتوزيع،الأردن، 2011، ص93.

³: أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، دار ابن كثير، الحديث رقم2240، دمشق، سوريا، 2002، ص534.

⁴: السيد سابق، فقه السنة، دار الفتح للإعلام العربي، ط21، الجزء3، القاهرة، مصر، 1990، ص120.

⁵: حسن عبد العزيز جرادات، الصيغ الإسلامية للإستثمار في رأس المال العامل، مرجع سابق، ص 94.

النوع من الصكوك لا يجوز تداوله لأنه لا يجوز بيع السلعة قبل القبض، ولأنها تمثل ديناً والديون لا يجوز تداولها¹.

وقد انبثق عن صكوك السلم ما يعرف بصكوك البترول حيث تدفع قيمة الصك الذي يمثل كمية محدودة من البترول عند شرائه ويستحق في أجل محدد وهي صكوك تمكن الحكومة بصفتها منتجة وقادرة على تسليم البترول من قبض رأس مال السلم (قيمة الصك) وتوظيفه في مشاريعه التنموية وعند استحقاق السلم تقوم الحكومة بقبض البترول المبيع وبيعه وكالة عن حاملي الصكوك ودفع القيمة لهم وبالتالي يربح حاملو الصكوك الفرق بين سعري الشراء والبيع².

ب. مشروعية صكوك السلم:

أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك السلم، والمعيار الشرعي رقم 17 يوضح العلاقة بين طرفي العقد، وبيان ذلك على النحو التالي: المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي³.

د. أهمية صكوك السلم: تتلخص أهمية هذه الصكوك في النقاط التالية:

- يمكن إصدار هذه صكوك من خلال الدخول في عقود البيوع الآجل خاصة بما يتعلق بالمنتجات الضرورية كالقمح، يمكن استخدامها في تمويل المشاريع البتروكيمياوية وذلك بإعطاء مبلغ تمويل كقيمة لمنتج تنتجه الشركة على أساس أن يكون التسليم بعد الفترة المحددة .
- يمكن الاستفادة من هذا النوع من الصكوك في تمويل المشاريع العقارية ووحدات سكنية وبعد استلام تلك الوحدات تتولى الجهات المصدرة للصكوك عرضها للبيع بالتقسيط.
- تعتبر صكوك السلم بديلاً إسلامياً لسندات الخزنة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة لسد الاحتياجات العاجلة لمتطلبات الإنفاق حيث يقوم بموجبها البنك المركزي بصفته مديراً لمحفظة صكوك

¹: زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سابق، ص 214.

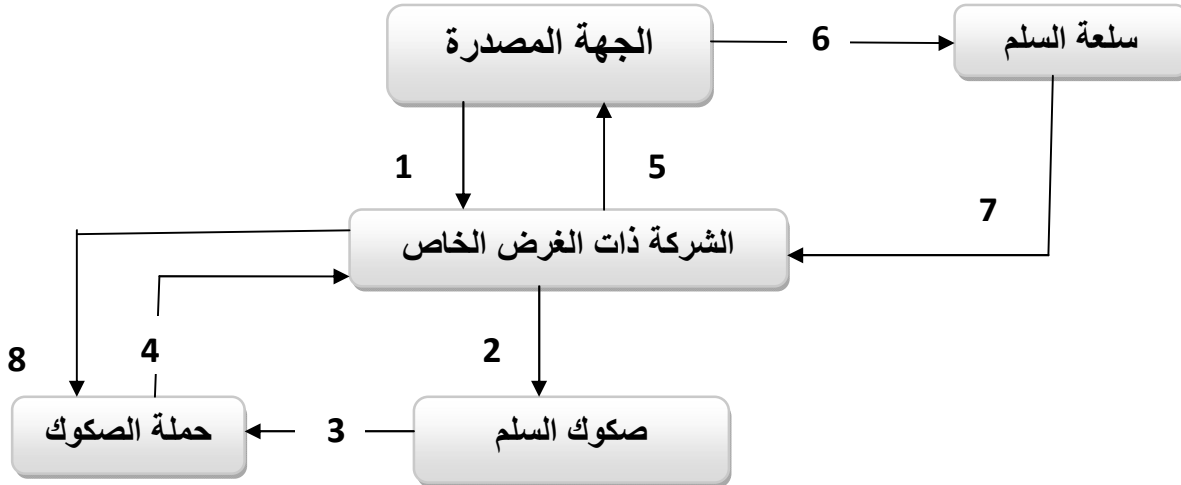
²: عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي: دراسة مقارنة تطبيقية، دار النفائس، الأردن 2006، ص123.

³: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص118.

السلم الإسلامية بشراء أصول (نפט، ألمنيوم، منتجات زراعية...) بكميات مضبوطة وخصائص معينة في وقت محدد في المستقبل¹.

و. آلية صكوك السلم: يمكن توضيح آلية صكوك السلم من خلال الشكل التالي:

الشكل (6.2): آلية صكوك السلم



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على: عبد الله علي، محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية: 1998-2011، مرجع سابق، ص 77.

من خلال الشكل أعلاه تتضح الآلية كمايلي:

1. تأسيس الجهة المصدرة شركة ذات الغرض الخاص تحول الأصول لها على أساس عقد السلم.
2. تقييم الشركة ذات الغرض الخاص سلعة السلم، وتصدر صكوك تمثل حصيلة الاكتتاب فيها ثمن شراء سلعة السلم.
3. الاكتتاب في صكوك السلم، حيث يمثل المكتتبون المشترون لسلعة السلم.
4. تحصيل قيمة الاكتتاب من قبل الشركة ذات الغرض الخاص.
5. تسليم حصيلة الاكتتاب للجهة المصدرة وذلك على أساس عقد السلم، حيث تسلم الثمن وتوفر السلعة المضبوطة بالوصف والكم والمقدار.
6. توظيف الأموال في شراء سلعة السلم التي تبيعها الجهة المصدرة لحملة الصكوك الذين تتوب عنهم الشركة ذات الغرض الخاص.

¹: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق،

7. استلام السلعة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها مديرا لصكوك السلم، وحسب الاتفاق تقوم هذه الشركة بالتصرف في سلعة السلم بالبيع.

8. تقييم قيمة السلعة مع الريح لحملة الصكوك.

3.3.2.2. صكوك الإستصناع:

قبل التطرق لصكوك الاستصناع لابد من تسليط الضوء على صيغة الاستصناع من خلال عرض المفهوم ومشروعية العمل بهذه الصيغة.

أولاً صيغة الاستصناع:

أ. لغة: بكسر الهمزة استفعال من الصناعة وهو لغة طلب العمل.

ب. اصطلاحاً: بيع ما يصنعه الصانع فيطلب من الصانع العمل والمادة الخام معا كأن يطلب المشتري من صانع الأحذية أن يصنع له حذاء معلوم المقاس مما لديه من مواد لازمة لصنعه مقابل ثمن محدد والمشتري هو المستصنع¹.

أو هو عقد يشتري به في الحال شيء مما يصنع صنعا يلزم البائع من تقديمه مصنوعاً بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة وبثمن محدد ويسمى المشتري مستصنعا والبائع صناعاً والشئ محل العقد مستصنعا فيه وال عوض يسمى ثمناً كما في البيع المطلق².

د. مشروعيتها: لقد إستدل المجيزون للإستصناع بالقرآن والسنة والإجماع بمايلي:

بالكتاب الكريم قوله تعالى: ﴿قَالُوا يَا ذَا الْقُرْنَيْنِ إِنَّ يَا جُوجَ وَمَأْجُوجَ مُفْسِدُونَ فِي الْأَرْضِ فَهَلْ نَجْعَلُ لَكَ خَرْجًا عَلَىٰ أَنْ تَجْعَلَ بَيْنَنَا وَبَيْنَهُمْ سَدًّا﴾ (سورة الكهف الآية 94)، أما في السنة النبوية عن أبي حازم قال: أتى رجال إلى سهل بن سعد يسألونه عن المنبر فقال: "بعث رسول الله صلى الله عليه وسلم إلى فلانة-إمرأة قد سماها سهل- أن مري غلامك النجار يعمل لي أعواداً أجلس عليهن إذا كلمت الناس، فأمرته أن يعملها من طرفاء الغابة، ثم جاء بها، فأرسلت إلى رسول الله بها، فأمر بها فوضعت فجلس عليه³.

وقد استدلوا على ذلك من سنة النبي صلى الله عليه وسلم بأنه استصنع خاتماً ومنبراً وعمل الرسول صلى الله عليه وسلم هذه الصيغة فيه إقرار بمشروعية عقد الاستصناع⁴.

¹: محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، مرجع سابق، ص ص 46، 47.

²: مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 1999، ص 20.

³: أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، كتاب البيوع، حديث رقم 2094، مرجع سابق، ص 504.

⁴: وائل محمد عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية، دار الثقافة، الأردن، 2009، ص 135.

أما الإجماع العملي فقد أجمع الناس من لدن الرسول صلى الله عليه وسلم على ذلك من غير تكبير وما رآه المسلمون حسنا فهو عند الله حسن¹.

ثانياً) مفهوم صكوك الاستصناع: من خلال هذا العنصر سيتم تعريف صكوك الاستصناع ومشروعيتها وكذا عرض أهميتها الاقتصادية.

أ. تعريف صكوك الاستصناع:

هي وثائق تطرح من أجل جمع مبلغ من المال لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من طرف مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها وحقوق حملة الصكوك تتمثل في ما دفعوه مقابل هذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وسعر البيع².

ب. مشروعية صكوك الاستصناع:

ذكر سابقاً جواز التعامل بصيغة الاستصناع، وعليه فقد أجازت هيئة المؤسسات المالية الإسلامية صكوك الاستصناع، ومستند جوازها أنها تمثل حصة من أعيان والمعيان الشرعي رقم 17 وضح صيغة العلاقة بين طرفي العقد كالآتي: المصدر لتلك الصكوك (الصانع البائع) والمكتتبون فيها حملة الصكوك (المشتررون) للعين المصنوعة و يستحقون ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد³.

د. أهمية صكوك الاستصناع:

تبرز أهمية صكوك الاستصناع من خلال ما يمكن أن تقدمه من تمويل للحكومة فهذه الأخيرة تستفيد من هذه الصكوك في بناء المستشفيات والمدارس والبنية التحتية أو تجديد للأسطول الجوي أو البحري وذلك بطلب من هيئة إدارة صكوك الاستصناع بصناعة هذه السلعة لصالح حملة الصكوك على أن يتم إعادة بيعها للحكومة التي تقوم بتسليم الثمن على أقساط أو دفعة واحدة⁴، ومن الأمثلة التطبيقية في صكوك الاستصناع: صكوك الذرى بالبحرين حيث تقوم بتمويل الاستصلاح والبنية التحتية الأساسية للمرحلة الأولى لإنشاء أكبر مدينة سكنية وترفيهية على الطراز العالمي بتكلفة بليون دولار أمريكي⁵.

¹: دنيا شوقي احمد دنيا، الجعالة والاستصناع تحليل فقهي واقتصادي، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 2003، ص28.

²: Muhmmad Ayub, Securitization Sukuk and Fud Management potential to be realized by Islamic Financial Institutions, p353, 22/07/2011 www.Kantakji.com/files/Markets/m151.pdf.

³: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص114.

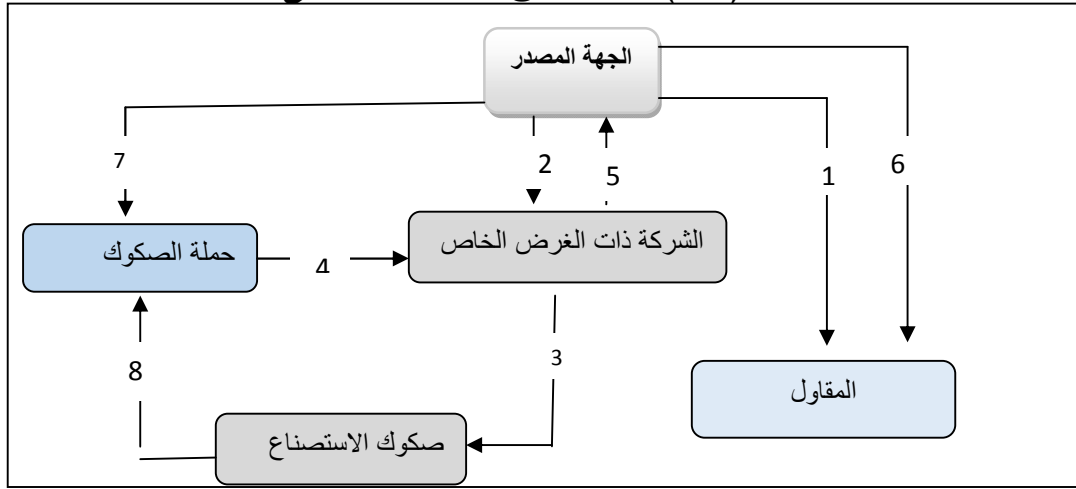
⁴: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق،

ص144

⁵: محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للأسماوية ودعوة للشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص258.

و. آلية إصدار صكوك الاستصناع: ويمكن توضيح هذه آلية من خلال الشكل التالي:

الشكل (7.2): آلية تطبيق صكوك الاستصناع



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير منشورة، تخصص نقود ومالية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008، ص198.

من خلال الشكل أعلاه تتضح خطوات آلية صكوك السلم كآلاتي ماييلي¹:

1. إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة والمقاول على شيء موصوف .
2. إن الجهة المصدرة تبيع المصنوع إلى الشركة ذات الغرض الخاص.
3. القيام بعملية تصكيك قيمة العقد بغرض الحصول على السيولة لتمويل المشروع.
4. الاكتتاب في الصكوك بحيث يمثل حملة الصكوك المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع.
5. تسليم تكلفة أو حصيلة الاكتتاب في الصكوك للجهة المصدرة باعتبارها البائع للمصنوع.
6. تقييم المال للمقاول.
7. استيفاء المصنوع من المقاول، بحيث لها حق التصرف فيه، وذلك بعد شرائه من الشركة ذات الغرض الخاص وذلك من خلال دفع الأقساط المتفق عليها من البداية إلى أن تستوفي الشركة ذات الغرض الخاص قيمة المصنوع مع الربح، وذلك على أساس عقد مرابحة، وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص بالقيام بأداء حقوق حملة الصكوك، وهذا مقابل جزء من الأرباح للشركة ذات الغرض الخاص
8. بيع المصنوع وتقديم الربح إن وجد لحملة الصكوك.

¹: المرجع نفسه، ص198.

4.2.2. الصكوك القائمة على الإجارة: تكتسب صكوك الإجارة أهمية كبيرة في الساحة المالية الإسلامية حيث توجد أنواع عديدة من الصكوك القائمة على صيغة الإجارة هي:

1.4.2.2. صكوك الإجارة:

قبل التطرق إلى مفهوم صكوك الإجارة لابد من تسليط الضوء على ماهية صيغة الإجارة ومشروعيتها.

أولاً صيغة الإجارة:

أ. لغة: الإجارة من أجر يأجر وهو ما أعطيت من أجر في عمل¹.

ب. اصطلاحاً الإجارة هي عقد لازم على منفعة مدة معلومة بثمن معلوم وتنقسم الإجارة باعتبارها المنفعة المعقود عليها إلى قسمين²:

- إجارة الأعيان: كاستئجار الدور والأراضي والسيارات ونحوها.

- إجارة الأعمال: كاستئجار أرباب الحرف والصنائع والعمال.

ثانياً) مشروعية الإجارة: الإجارة عقد مشروع وحكمه الجواز ودليل ذلك³ :

- في قوله تعالى: ﴿قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ، قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ أُنكِحَكَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَى أَنْ تَأْجُرَنِي ثَمَانِي حَجَّجٍ فَإِنْ أَتَمَمْتَ عَشْرًا فَمِنْ عِنْدِكَ﴾ (سورة القصص، الآية: 26، 27)، ومن السنة قوله صلى الله عليه وسلم: "أعطوا الأجير حقه قبل أن يجف عرقه"، والدليل أيضاً على جوازها أن الرسول صلى الله عليه وسلم بعث الناس يؤجرون ويستأجرون فلم ينكر عليهم فكان ذلك تقريراً منه والتقرير أحد وجوه السنة .

2.4.2.2. مفهوم صكوك الإجارة: من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى تعريف وخصائص

وأنواع صكوك الإجارة مع ذكر مشروعيتها وأهميتها الاقتصادية.

أولاً تعريف صكوك الإجارة وخصائصها: هي عبارة عن وثائق ذات قيمة متساوية تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً والغرض منه تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية، أي صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية⁴.

¹: ابن منظور، لسان العرب، مرجع سبق ذكره، ص77.

²: كردودي صبرينة، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي - دراسة تحليلية مقارنة، دار الخلدونية، القبة القديمة، الجزائر، 1998، ص187.

³: محمد عبد العزيز حسن زيد، الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر، مكتبة المعهد، القاهرة مصر، 1996، ص ص15، 16.

⁴: MONZER Kahf: the use of Assets Ijara Bonds For Bridging the Budget Gap, Islamic Economic Studies ,JRTI ,Islamic Develment Bank ,Jeddah ,vol :04,no:2,May,1997,p82.

وتتمتع هذه الصكوك بخصائص مهمة منها ثبات العائد وقابليتها للتداول وقلّة المخاطر وخضوعها لعوامل العرض والطلب في السوق المالية ومرونتها العالية، حيث يمكن إصدارها لآجال متعددة ولأعيان متنوعة¹.

ثانياً) مشروعية صكوك الإجارة:

لقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة ومستند ذلك أنها تمثل حصة من أعيان أو منافع أو خدمات والمعيار الشرعي رقم (17) قد أوضح طبيعة العلاقة بين طرفي عقد الإصدار.

ثالثاً) أنواع صكوك الإجارة: توجد أنواع عديدة لصكوك الإجارة هي²:

أ. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يقوم بإصدارها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها أو إصدارها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها و استقاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك وعليه تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك على الشيوع بغنمها و غرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهما إلى غاية تاريخ تصفية المشروع ولهذا النوع من الصكوك صورتان³:

- الصورة الأولى: أن يملك شخص طبيعي أو معنوي مصنعا أو عقارا مؤجرا أو موعدا باستئجاره يرغب في بيعه من خلال صكوك استثمارية فيقدر ثمنه من خلال أهل الخبرة و يجعل من قيمة الثمن صكوك متساوية القيمة يطرحها للاكتتاب.

- الصورة الثانية: أن لا يكون العقار أو المصنع المؤجر موجودا أصلا عند التعاقد وإنما يطرح المشروع للاكتتاب عن طريق صكوك الاستثمار ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب في شراء أو إنشاء عقار أو مصنع وتأجيريه.

ب. صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجرة) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة أجرتها أو استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك، وهذا النوع من السندات يختلف عن سندات الموجودات المؤجرة في أن الشخص المؤجر لا يملك الأصل المستأجر ولكنه قام

¹: كردودي صيرينة، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة، مرجع سابق، ص187.

²: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 292.

³: ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها: دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010، مرجع سابق، ص62.

باستتجاره بأجرة معينة والتزم بإعادة تأجيره لجهة ثالثة ومن ثم يكون ربحه هو الفرق بين القيمتين مخصوماً منه المصروفات، ثم يقوم بالبحث عن مشتريين آخرين يوزع عليهم رأس مال المشاركة (في شكل سندات متساوية القيمة) وبالتالي يكون السند المعين أداة مالية متزايدة القيمة، والمصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها¹.

ج. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة هي وثائق متساوية القيمة تصدر لغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

د. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم في الجامعة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب ومن ثمة تصبح الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

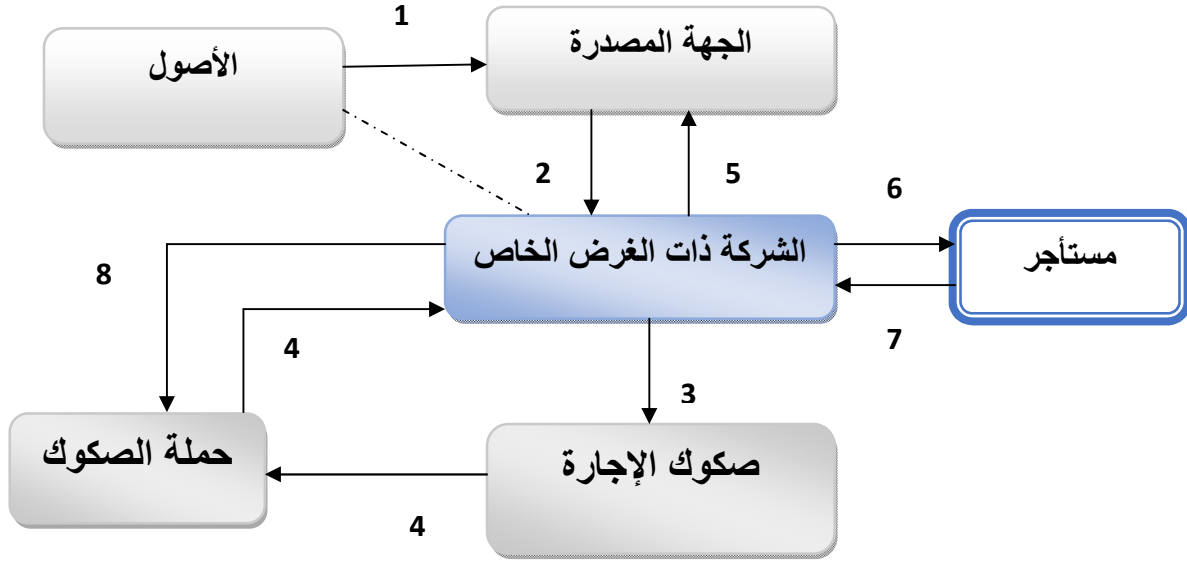
ثالثاً) الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة: تتلخص أهمية هذه الصكوك في النقاط التالية²:

- إن صكوك الإجارة تتميز بقابليتها لتداول في سوق رأس المال. وهي منخفضة المخاطر بالنسبة لغيرها من الأدوات التقليدية.
 - لا تمثل مديونية على الخزينة فلا حاجة لإطفائها، ويمكن استخدامها في تمويل المشروعات الكبرى.
 - تتميز صكوك الإجارة بتنوعها بين المتوسطة وطويلة الأجل، كما توفر للدولة ميزة تملك المشروع في نهاية العقد، كما يمكن استخدامها كأداة للبنك المركزي في عمليات السوق المفتوحة.
- رابعاً) آلية إصدار صكوك الإجارة: يمكن توضيح عملية إصدار صكوك الإجارة بالشكل التالي:

¹: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، ماجستير غير منشورة، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص ص103، 102.

²: محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية إنذاراً للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص 261.

الشكل (8.2): آلية إصدار صكوك الإجارة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: - خوني رابح، حساني رقية، واقع الهندسة المالية الإسلامية و سبل النهوض بها في ظل النظام المالي العالمي الحالي، مرجع سابق، ص 15.
- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، ص 113.

من خلال الشكل أعلاه تتضح خطوات آلية صكوك الإجارة كمايلي:

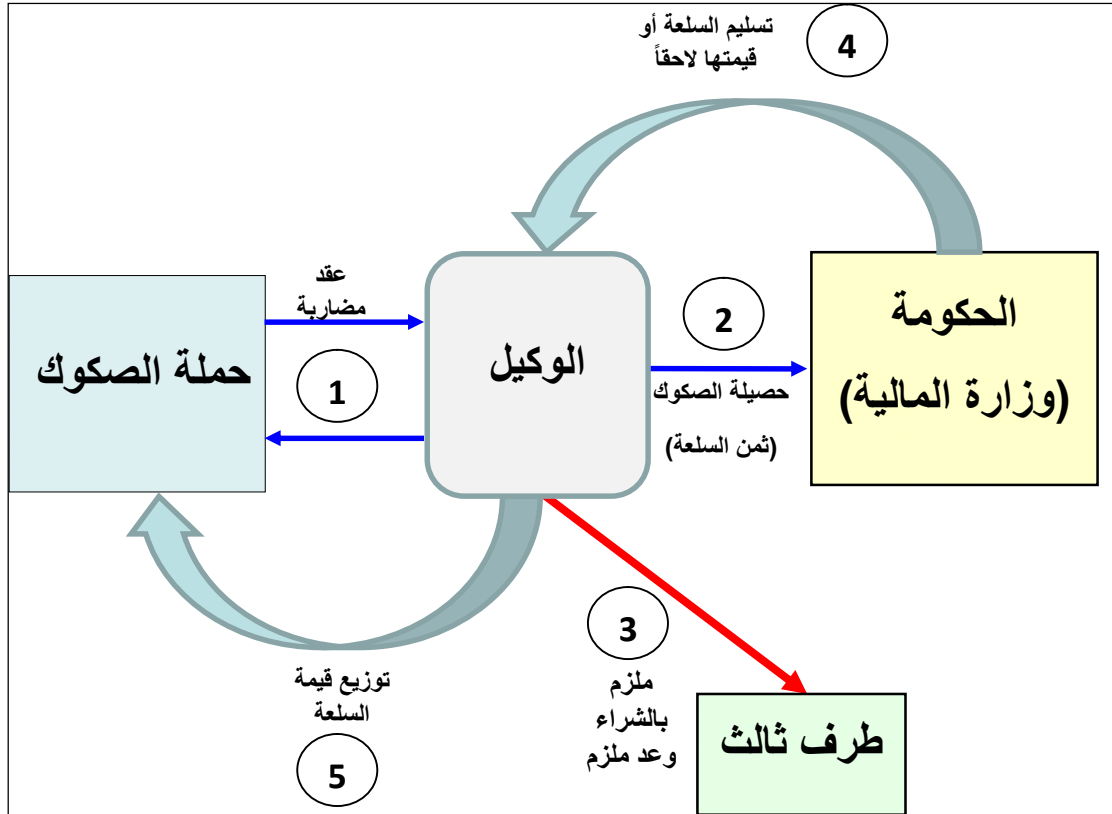
1. تعيين الجهة المصدرة التي ستقوم بعملية التأجير.
2. تنشأ الجهة المصدرة شركة ذات الغرض الخاص (أو تكون شركة موجودة ومستقلة أصلاً) من أجل القيام بعملية تحويل ملكية الأصول المؤجرة لها.
3. إصدار صكوك متساوية القيمة تمثل حصة مشاعة في ملكية منافع الأصول محل التمويل.
4. الاكتتاب في الصكوك بحيث تمثل الحصيلة ثمن شراء الأصول المؤجرة والتي تعود إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي قامت بعملية التصكيك.
5. تغطية ثمن شراء الأصول بحصيلة الاكتتاب.
6. تأجير الأصول المشتراة.
7. استلام الأقساط.
8. سداد أقساط الإجارة.

5.2.2. أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية: توجد أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية هي:

1.5.2.2. الصكوك الإسلامية الحكومية: يوجد العديد من الأنواع يمكن تلخيصها من خلال مايلي:

أولاً) صكوك السلم الحكومية: هي عبارة عن سندات قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها الحكومة (بائع السلعة أو الأصل نطف مثلاً) والمشتري بصيغة السلم (شركة وساطة أو بنك أو من تتفق معه الحكومة) وذلك بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم، ومشتري أو حاملي الصكوك حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشتريين و دفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقاً¹، ويمكن توضيح آلية إصدار صكوك السلم الحكومية:

الشكل(9.2): آلية إصدار صكوك السلم الحكومية



المصدر: وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية الجمهورية العربية السورية، عن موقع: www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc، ص19.

من خلال الشكل أعلاه تتضح آلية صكوك السلم الحكومية كالآتي:

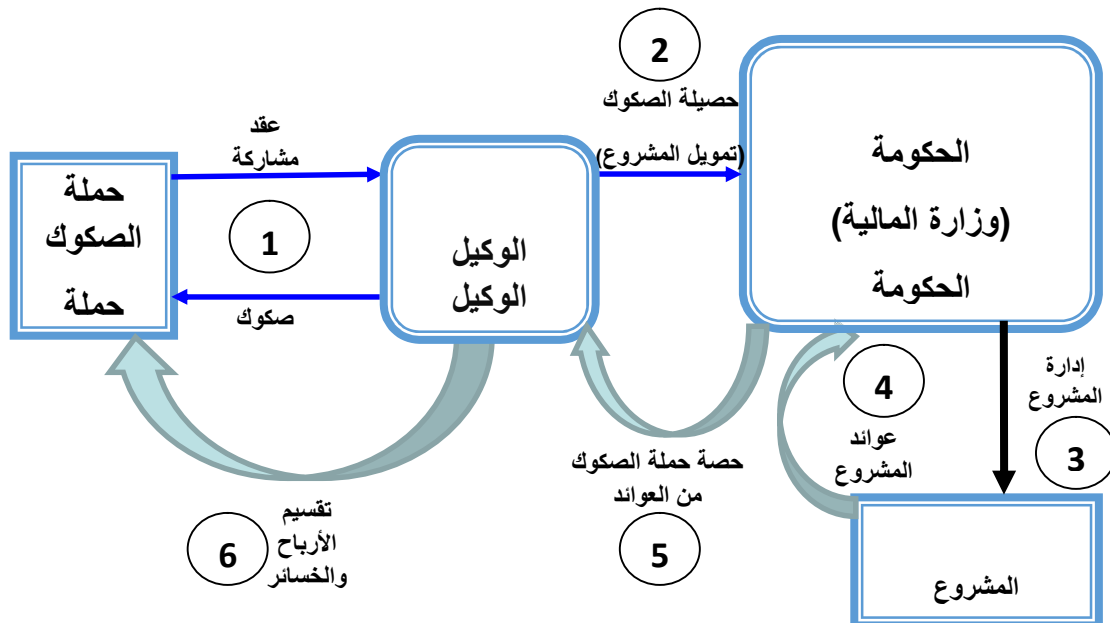
- يقوم الوكيل (مثلاً شركة مالية أو مصرف إسلامي) المكلف من وزارة المالية بإنشاء محفظة صكوك السلم وأخذ موافقة المصرف المركزي على نشرة الإصدار ودعوة المصارف والأفراد والشركات والمؤسسات المالية الراغبة بشراء صكوك السلم المصدرة واستلام قيمة تلك الصكوك للدخول في عقد مضاربة بين (أرباب المال أو مشتري الصكوك) و بين الوكيل (مدير المحفظة) تنفذها نيابة عنهم بغرض شراء عاجل يتم التعاقد عليه مع وزارة المالية ثم بيع السلعة عند حلول الأجل.

¹: محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للأسماوية ودعوة للشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص251.

- يقوم الوكيل بصفته مديراً لمحافظة صكوك السلم بتوقيع عقد السلم مع وزارة المالية كمثل للحكومة المالكة للسلعة (مثلاً النفط) والذي ينطوي على اتفاق بين الطرفين لشراء الأول نطقاً بمواصفات وكمية وسعر محدد يدفع عاجلاً وإقرار من الطرف الثاني (الحكومة) بقبض الثمن والتزامه بتسليم السلعة أو قيمتها حسب سعر البيع للنفط لاحقاً تسليم ثلاث شهور مثلاً بريح معلوم وذلك لأن أسعار النفط تسليم ثلاثة شهور هو سعر معروف مسبقاً ويمكن تبعاً لذلك التعاقد عليه.
- يتم تحديد أحد المصارف كطرف ثالث ليوقع مع الوكيل (مدير المحافظة) على الوعد الملزم بالشراء بالقيمة المحددة وفقاً للأسعار الدولية للسلعة تسليم ثلاث شهور كجهة ضامنة لشراء السلعة في حالة عدم تمكن الجهة المسوقة للحكومة من شراء تلك السلعة بذلك السعر.
- عند انتهاء أجل السلم يقوم الوكيل بتحصيل قيمة السلعة موضوع السلم وتوزيعها على المستثمرين في هذه السلعة.

ثانياً) صكوك المشاركة الحكومية: عبارة عن صكوك وشهادات مالية مسنودة بأصول حقيقية تمثل حصص الحكومة في بعض المؤسسات والشركات المملوكة كلياً أو جزئياً لها وبالتالي فإن المستثمرين في هذه الصكوك يعتبرون مشاركين للحكومة في المنافع أو الأرباح المتوقعة من هذه المؤسسات والشركات، ويمكن توضيح آلية عمل صكوك المشاركة الحكومية بالشكل التالي:

الشكل (10.2): آلية عمل صكوك المشاركة الحكومية.

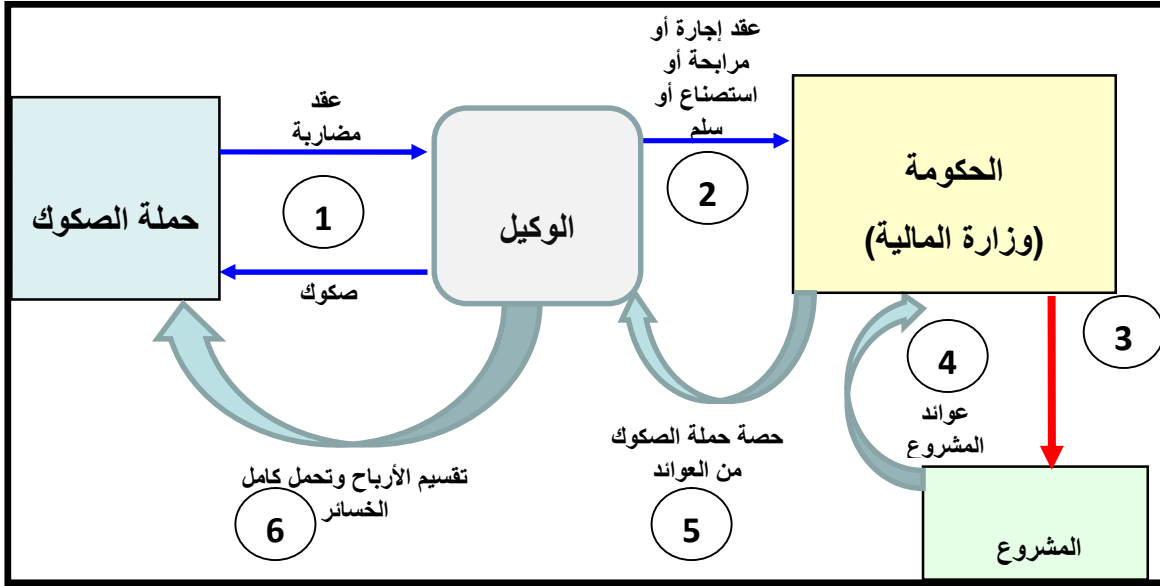


المصدر: وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية الجمهورية العربية السورية، عن

موقع: www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc، ص 21.

ثالثاً) **صكوك المضاربة الحكومية**: هي أداة مالية إسلامية تم تطويرها في الواقع العملي وتعني عقد بين طرفين (الحكومة أو من ينوبها كمضارب) والمستثمرين (رب المال) يقدم المستثمرين رأس المال للحكومة والتي بدورها تقوم بتوظيفه في مشروع متفق عليه على أن يتم تقسيم الأرباح المحققة وفقاً لنسب معينة أما الخسائر فيتحملها أصحاب المال إذا لم تقصر الحكومة أو تهمل¹، وتتم آلية إصدار صكوك المضاربة الحكومية وفق الشكل الموضح التالي:

الشكل (11.2): آلية إصدار صكوك المضاربة الحكومية.



المصدر: وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية الجمهورية العربية السورية، عن

موقع: www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc، ص 22.

من خلال الشكل أعلاه تقوم هذه الآلية على ثلاثة أطراف:

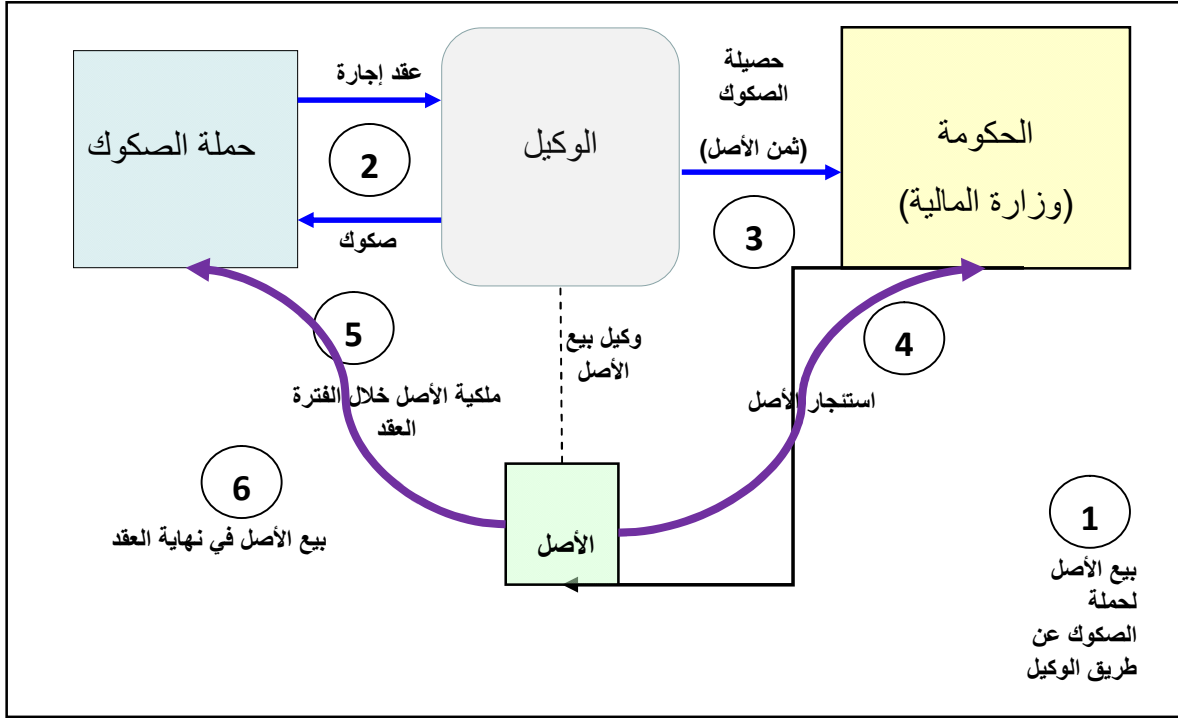
- المستثمرون (أرباب المال).
- شركة خدمات مالية تنشئها الدولة كذمة مالية مستقلة (المضارب) أو مؤسسة مالية (مصرف إسلامي قائم أو مصرف استثماري تعينه الدولة لإدارة الإصدار (المضارب).
- وزارة المالية (الجهة طالبة التمويل).
- تقوم العلاقة بين المستثمرين والشركة على أساس عقد المضاربة الشرعي وبين الشركة ووزارة المالية على عقود الإجارة والمرابحة والإستصناع والسلم بحسب المشروع الممول.

رابعاً) **صكوك الإجارة الحكومية**: هي صكوك ذات قيم متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة يتم إصدارها على صيغة عقد الإجارة وتمثل حصة في أصول حكومية مؤجرة متفق عليها مسبقاً بين الأطراف

¹ محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية إنذار للرأسمالية ودعوة للشيعة الإسلامية، مرجع سابق، ص 245.

المختلفة والمحددة في نشرة الإصدار¹، وتتمثل خصائص هذه الصكوك في: قابلية للتداول، وقليلة المخاطر، لا تمثل مديونية على الخزينة فلا حاجة لإطفائها، تستخدم في تمويل المشروعات الكبرى متوسطة وطويلة الأجل، ويمكن توضيح آلية عمل صكوك الإجارة الحكومية بالشكل التالي:

الشكل (12.2): آلية عمل صكوك الإجارة الحكومية



المصدر: وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية الجمهورية العربية السورية، عن موقع: www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc، ص 24.

من خلال الشكل أعلاه تتضح الآلية كالتالي²:

- تقوم الحكومة ببيع نسبة معينة من ملكيتها في بعض الأصول لمحفظه صكوك الإجارة المملوكة لشركة مالية.
- تقوم الشركة مالكة المحفظة بإصدار صكوك الإجارة بقيمة الأصول المشتراة من الدولة وتؤول ملكيتها للمستثمرين (حملة الصكوك).
- تقوم الحكومة ممثلة في (وزارة المالية) أو أي طرف ثالث باستئجار الأصل من المالكين الجدد (حملة الصكوك) بعائد تأجيري وبموجب عقد إجارة طويل أو متوسط الأجل.

¹: محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية انذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص 259.

²: وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية الجمهورية العربية السورية، عن وقع:

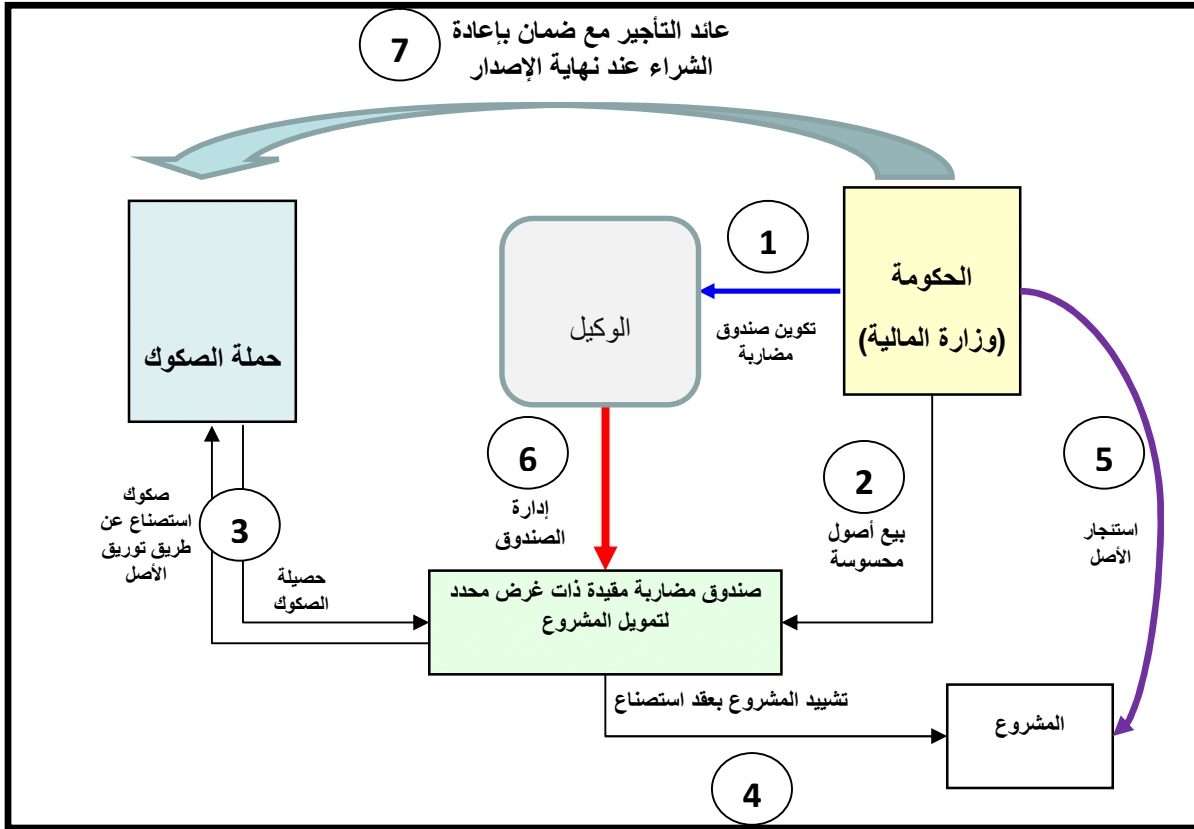
www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc

• عند نهاية فترة الإجارة يقوم المستثمرون ببيع الصكوك (التي تمثل الأصل) للدولة أو أي جهة أخرى لشرائها بسعر السوق.

• العائد على الصكوك يمثل عائد الإجارة زائداً الأرباح الرأسمالية (إن وجدت)

خامساً) صكوك الاستصناع الحكومية: اتفاق بين طرفين حيث يقوم الطرف الأول بالتعاقد مع الطرف الثاني لاستصناع منتجات أو بناء مشاريع عمرانية (الجسور، طرق، إنشاء محطات كهربائية، تحلية مياه وغيرها) بحيث يسدد الطرف الأول المبلغ المحدد في العقد فور إنتاج السلعة أو انجاز المشروع في تاريخ لاحق يتم الاتفاق عليه وعادة ما يقوم الطرف الثاني بالتعاقد من جانبه مع المصانع أو شركات المقاولات المختصة لتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة من قبل الطرف الأول¹، و توضح آلية إصدار صكوك الاستصناع الحكومية من خلال الشكل التالي:

الشكل(13.2): آلية إصدار صكوك الاستصناع الحكومية



المصدر: وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية، وزارة المالية الجمهورية العربية السورية، عن

موقع: www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc، ص25.

من خلال الشكل أعلاه تتضح آلية إصدار صكوك الاستصناع الحكومية في النقاط التالية:

¹ محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية المالية انذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص255.

- تقوم الدولة بتعيين شركة مالية أو مصرف إسلامي ليكون وكيلا عنها بتكوين صندوق مضاربة مقيدة ذات غرض محدد وذلك بهدف توفير الموارد اللازمة لتمويل إحدى المشاريع التنموية أو مشاريع البنية التحتية مثل الطرق والجسور والمطارات والمستشفيات والموانئ البحرية.
- تقوم الحكومة ببيع أصول محسوسة لصندوق المضاربة الخاصة المقيدة.
- يقوم الصندوق بإصدار صكوك الاستصناع عن طريق توريق الأصل ويتم بيعها للمستثمرين على أساس ملكية مؤقتة وتستلم قيمة هذه الصكوك بواسطة الصندوق.
- يتم الترتيب والاتفاق لتشييد المشروع المحدد عن طريق عقد الاستصناع من بعد تحديد كافة المتطلبات والمواصفات والإجراءات المتعلقة بذلك.
- تقوم الحكومة باستئجار الأصل بعائد تأجيري محدد وقد تشتري الأصل بعد تشييده و يكون الفرق هو العائد المحدد لحملة الصكوك.
- يقوم الصندوق بإدارة أصول وخصوم الصندوق.
- تلتزم الحكومة وتقدم ضماناً غير مشروط بإعادة شراء الأصول من المالكين والمستثمرين عند نهاية الإصدار ويكون الشراء بالقيمة الاسمية للصك + العائد كما تلتزم الحكومة باستمرارية استئجارها للصك طيلة فترة الإصدار المحددة للصك.
- قد يدفع العائد على الصكوك (عائد التأجير) كل ثلاث أشهر لمنح المستثمرين درجة معقولة من السيولة .

2.5.2.2. صكوك الوكالة بالاستثمار:

أولاً) مفهوم الوكالة: لغة: بكسر الواو وفتحها وفتح الكاف ممدودة اسم من التوكيل بمعنى التفويض ويقال وكل أمره إلى فلان أي فوضه إليه واكتفى، أما اصطلاحاً فهي تفويض التصريف إلى الغير، بمعنى أن يقيم الإنسان أحدا غيره مقام نفسه في تصرف شرعي معلوم مورث لحكم شرعي¹. والوكالة مقبولة شرعا وتصح بأجر أو بغير أجر لأن النبي صلى الله عليه وسلم كان يبعث عماله لقبض الصدقات ويجعل لهم عمولة².

ثانياً) مفهوم صكوك الوكالة بالاستثمار: هي عبارة عن وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار والمكتتبون هم الموكلون وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل لاستثماره ويملك

¹: محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، مرجع سابق، ص228.

²: أسامة الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مرجع سابق، ص63.

حملة الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها وخرمها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد والمصدر (الوكيل) يحصل إما على نسبة من الربح أو على مبلغ محدد سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق¹.

3.5.2.2. الصكوك الوقفية وصكوك الحقوق المعنوية:

أولاً الصكوك الوقفية: وقبل التطرق إلى تعريف الصكوك الوقفية لابد من معرفة الوقف.

أ. تعريف الوقف: في اللغة هو الحبس مطلقاً، سواء كان حسياً أو معنوياً يقال وقفت الدابة وقفاً (يتعدى ولا يتعدى) ووقفت الدار للمساكين وقفاً، قال الخزاعي وأصل الوقف المنع والحبس، فهو في الدابة منعها وحبسها من السير وفي الدار منعها وحبسها أن يتصرف فيها على غير الوجه الذي حبست له²، أما اصطلاحاً: حبس الأصل وتسييل الثمرة، أي حبس المال وصرف منافعه في سبيل الله³، والوقف هو حبس العين فلا يتصرف فيها بالبيع، أو الرهن، أو الهبة، ولا تنتقل بالميراث، والمنفعة أو الغلة التي تتحقق عنها تصرف لجهات الوقف على مقتضى شروط الواقفين، كما يعرف الوقف شرعاً على أنه حبس العين على ملك الواقف والتصدق بالمنفعة وهذا عند أبي حنيفة، أما عند صاحبيه فهو حبس العين عن التمليك مع التصديق بمنفعتها فتكون العين زائلة إلى حكم الله تعالى من وجه⁴.

ب. تعريف صكوك الوقف: هي عبارة عن وثائق أو شهادات خطية متساوية القيمة قابلة للتداول تُمثل المال الموقوف وتقوم على أساس عقد الوقف⁵، يمكن القول أن الصكوك الوقفية هي التي تصدرها مؤسسات الوقف وتستثمر حصيلة إصدارها في مشروعات وأنشطة وعمليات متوافقة مع الشريعة الإسلامية ويصرف عائدها في جهات البر حسب شروط الواقفين⁶.

ثانياً صكوك الحقوق المعنوية: قبل تعريف هذه الصكوك لابد من تعريف الحقوق المعنوية.

أ. تعريف الحقوق المعنوية: عرفت الحقوق المعنوية كمصطلح قانوني معاصر بأنها سلطة لشخص على شيء غير مادي هو ثمرة فكره أو خياله أو نشاطه، كحق المؤلف في مؤلفاته العلمية، وحق

¹: زاهرة علي محمد بن عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مرجع سابق، ص 95.

²: نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار البشير، جدة، السعودية، 2008، ص 483.

³: السيد سابق، فقه السنة، دار الفتح، المجلد 3، ط 21، القاهرة، مصر، 1999، ص 259.

⁴: الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجبل، 1981، ص 483.

⁵: محمد إبراهيم نقاسي، الصكوك الوقفية ودورها في التنمية الاقتصادية من خلال تمويل برامج التأهيل وأصحاب المهن والحرف، جامعة العلوم الإسلامية الماليزية، ماليزيا، (لا توجد معلومات أخرى)، ص 2.

⁶: محمد أحمد عبابنة، ورقة بحثية بعنوان: صكوك الوقف دورها ومجالات تطبيقاتها، المؤتمر الدولي: الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 12-13 تشرين الثاني 2013،

الفنان في مبدكراته الفنية، وحق المخترع في مخترعاته، وحق التاجر في الاسم التجاري والعلامة التجارية وثقة العملاء¹.

ب. **تعريف صكوك الحقوق المعنوية:** يمكن تعريف هذه الصكوك على أنها أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية حقوق معنوية تخول مالكيها منافع وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته²، إذ إن ملكية حامل الصك لحصة مشاعة من حقوق معنوية إنما الهدف منها الحصول على عوائد ناتجة عن هذا الحق، كما أن هذه الملكية لكونها في صك شرعي وليس سنداً ربوياً، فإن الملكية كما أنها تخول صاحبها الحصول على أرباح، فإنها تلقي على كاهله ما قد يترتب على هذه الملكية من مسؤوليات وواجبات³.

3.2. إجراءات التصكيك الإسلامي وضوابطه الشرعية، ضماناته وتطوراته الحديثة: من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى الإجراءات العامة لعملية التصكيك الإسلامي مع ذكر مختلف الضوابط الشرعية لهذه العملية.

1.3.2. إجراءات التصكيك الإسلامي: تمر عملية التصكيك الإسلامي في المؤسسات المالية بثلاث خطوات هي⁴:

- مرحلة إصدار الصكوك.

- مرحلة إدارة محفظة الصكوك.

- مرحلة إطفاء الصكوك.

أولاً) مرحلة إصدار الصكوك: وتتم هذه المرحلة وفق الخطوات التالية:

الخطوة الأولى: الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق رأس المال وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء تناسب رغبات المستثمرين، ثم تحولها إلى صكوك وتبيعها إلى المستثمرين

¹: أحمد حسن ميرة، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 334.

²: المرجع نفسه، ص 337.

³ المرجع نفسه، ص 339

⁴: Adam nathif, Abdulkader thomas, **Islamic Bonds: your guide to issuing, structuring and investing in sukuk**, london: euromoney Book, 2004, p56.

ثانياً) مرحلة إدارة محفظة الصكوك:

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم الشركة ذات القرض الخاص spv بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

ثالثاً) مرحلة إطفاء الصكوك:

وتكون بدفع قيمة الصكوك الإسلامية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.

2.3.2. الضوابط الشرعية والفنية للصكوك الإسلامية وأهم ضماناتها:

1.2.3.2. الضوابط الشرعية والفنية للصكوك الإسلامية:

من أهم الضوابط الشرعية والفنية التي تحكم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ما يلي¹:

- يحكم الصك عقود الاستثمار الإسلامية مثل: المشاركة، والمضاربة، السلم، الاستصناع، الإجارة ونحو ذلك من العقود غير المسماة (الحديثة) متى كانت تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية
- يضبط الصكوك أحكام المشاركة ومنها خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة أى تطبيق مبدأ الغنم بالغرم .
- يكون للجهة المصدرة للصكوك الاعتبارية المستقلة عن أشخاص المشتركين في الصكوك وهي المسؤولة عن إدارة الصكوك .
- يتولى إدارة الصكوك الجهة المصدرة لها وذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقاً لفقهاء المشاركون وأحياناً قد يتفق المشاركون في الصكوك مع الجهة المصدرة (التي تقوم بالإدارة) على أن تقوم الأخيرة بالإدارة نظير عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح ويكون ذلك مستقلاً عن عقد المشاركة، ولقد أجاز الفقهاء ذلك .
- يجب أن ينص صراحة في نشرة الاكتتاب طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الجهة المصدرة للصكوك، ولا يجوز إرجاء ذلك لما بعد انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك.
- يجوز أن يتدخل طرف ثالث لضمان رأس مال الصكوك أو ضمان حد أدنى للعائد ويقوم بذلك على سبيل التبرع والمروءة، مثل الحكومة ولقد أجاز الفقهاء ذلك.

¹: حسين حسين شحاتة، تساؤلات حول الصكوك الإسلامية والإجابة عليها، ص 5، عن موقع: www.Darelmashora.com

- إذا حدثت خسارة بدون تقصير أو إهمال أو تعدى من الجهة المصدرة للصكوك والتي تتولى الإدارة، فتكون على المشاركين وليس على الجهة والتي تكون قد خسرت جهودها أما إذا ثبت تقصير وإهمال من الجهة التي تقوم بإدارة المشروع ففي هذه الحالة تتحمل هي الخسارة وفقا لعقد المشاركة.
- يتم قياس العوائد (الأرباح) الدورية قبل نهاية أجل الصكوك وفقاً لمبدأ المحاسبة الفعلية أو المحاسبة الحكومية (التقديرية) في ضوء المعايير الشرعية التي تضبط ذلك .
- لا تثبت ملكية الأرباح الموزعة الدورية تحت الحساب إلا بعد سلامة رأس المال وفقاً لمبدأ: "الربح وقاية لرأس المال " أي " لا ربح إلا بعد سلامة رأس المال.
- صيانة أمن وأمان وسيادة الدولة التي تنشأ فيها المشروعات التي تمول بالصكوك وحقوق الأجيال القادمة وفقاً للقاعدة الشرعية " لا ضرر ولا ضرار "
- يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية أو بأي وسيلة بديلة مناسبة وفق الضوابط الشرعية، ويتم تقويم الصك عند التداول عن طريق المساومة والتراضي بين البائع والمشتري وذلك كله في ضوء اللوائح والشروط التي تنظم ذلك.
- يجوز للجهة المصدرة للصكوك أن تتعهد بإعادة شراء الصكوك من حاملها حسب القيمة السوقية لها أو بالسعر الذي تعرضه ويتم ذلك بالتراضي بين الطرفين ويتم استهلاك الصكوك إما مرة واحدة في نهاية أجل المشروع أو العملية أو على فترات دورية وهذا ما يطلق عليه إطفاء الصكوك، ويجب الإشارة إلى ذلك في نشرة الاكتتاب.

1.2.3.2. الضمانات لحملة الصكوك: من أهم ضمانات حملة الصكوك ما يلي¹:

- **ضمانات شرعية:** حيث للمشروع الاستثماري للصكوك هيئة رقابة شرعية تضمن الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية وأن المعاملات شرعية وأن الربح حلالاً طيباً.
- **ضمانات حكومية:** تحصيل مشروعات الصكوك من التأمين أو المصادرة أو الابتزاز ونحو ذلك وفقاً مما تقرها القوانين الحاكمة للصكوك.
- **ضمانات اقتصادية:** وتعني أن للمشروع دراسة جدوى اقتصادية وليس مشروعاً وهمياً أو شكلياً حيث يطمئن حامل الصك أن أمواله مستثمرة في مشروع فعلي .
- **ضمانات إدارية:** ويقصد بها أن القائمون على أمر المشروع من ذوي الخبرة والكفاءة والأمانة والمصداقية.

3.3.2. مقارنة للصكوك الإسلامية مع الأدوات المالية الأخرى:

¹: المرجع نفسه، ص 6.

هناك نقاط تشابه واختلاف عديدة بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية الأخرى وهنا سوف يتم مقارنة الصكوك الإسلامية مع كل من الأسهم والسندات التقليدية.

1.3.3.2. المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

الصكوك تشبه الأسهم من أوجه وتختلف عنها في أوجه، فالشبه فيها يرجع إلى أن كليهما يمثل ملكية أصول مدرة لعائد، أو المشاركة في رأسمال مشروع مريح أما الاختلاف فهو من نواحٍ منها أن هيكل إصدار الصكوك يجعل العائد عليها وثمنها في السوق أقل تقلباً ومن ثم يكون قابلاً للتوقع، ومنها أن الصكوك ليست دائمة دوام الشركة المصدرة لها كما هو حال الأسهم بل إن لها أجلاً يجري تصفيتهما فيه بالطرق المنصوص عليها في نشرة الإصدار، ومنها أن حامل السهم له عند التصفية نصيبه من أصول الشركة عند تصفيتهما (وتسديد ما عليها من ديون) قل أو كثر، أما الصكوك فإنها مصممة بحيث تمكن حاملتها من استرداد رأسمالهم أو قريباً منه عند انتهاء مدتها بصرف النظر عن قيمة أصول المصدر للصكوك أو قدرته على سداد ديونه للآخرين¹.

2.3.3.2. المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات:

في هذا العنصر ستم المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التي نوردتها كمايلي²:
يمثل الصك حصة في ملكية أصول مشروع معين، فحق الصك هو حق عيني يتعلق بأصول المشروع، في حين السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره.
- الصك له حصة شائعة من أرباح المشروع التي سوف تتحقق مستقبلاً، بينما السند مرتبط بالفائدة المثبتة عليه.
- الصك يتأثر بنتيجة نشاط المشروع، ويشارك في الأرباح والخسائر المتحققة بخلاف حامل السند الذي لا يتحمل نتيجة نشاط المشروع، لأنه سند دين.

مما سبق يمكن توضيح الفروق بين الصكوك الإسلامية و الأسهم والسندات في الجدول التالي:

جدول(1.2): مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات والأسهم .

البيان	السندات	الأسهم	الصكوك الإسلامية
تاريخ التطبيق	1600	1600	1990
طبيعة العلاقة	مديونية (قرض)	ملكية حصة شائعة	ملكية حصة شائعة من

¹: محمد علي القربين عيد، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الامارات العربية، 26-30 أبريل 2009، ص ص 2، 3.

²: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 77.

الأصول	من الأصول	التعاقدية	مصدر العائد
العائد من الاستثمار	العائج من الاستثمار	سعر الفائدة	مصدر العائد
قابليتها للتداول مع مراعاة حالة الموجودات، حيث يعد الصك دليلا على نقل الملكية في عمليتي الشراء والبيع (باستثناء صكوك البيوع لا تتداول)	قابلة للتداول	قابلة للتداول، وتداول السند لا يعني نقل الملكية بالحصة، بل بالمبلغ النقدي.	القابلية للتداول
مؤقتة	دائمة	مؤقتة	المدة الزمنية
يعتمد على لاستثمار	مرتفعة	منخفضة	درجة المخاطرة
خارج الميزانية	تظهر في الميزانية	تظهر في الميزانية	القيد المحاسبي

المصدر:- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 78،79.

- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2014، ص ص 38،39.

4.3.2. التطورات الحديثة للصكوك الإسلامية في العالم:

شهدت الصكوك الإسلامية تطورا كبيرا منذ ظهورها وخاصة بعد حدوث أزمة الرهن العقاري في 2008، حيث اتجهت أنظار العالم نحو هذه الصكوك وإلى الميزات التي يمكن أن تقدمها لاقتصاديات العالم، لذلك من خلال هذا الجزء سيتم التطرق إلى أهم التطورات التي شهدتها خلال السنوات الأخيرة.

أولا) حجم الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا: ويمكن إيضاح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول(2.2): حجم الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا

السنوات	قيمة الإصدارات بالمليون دولار أمريكي	الرقم القياسي
---------	--------------------------------------	---------------

24916.71	2006 سنة الاساس	100 %
41350.41	2007	165.96%
24546.66	2008	98.52%
37632.68	2009	151.04%
57821.95	2010	232.06%
91357.48	2011	366.65%
111849.26	سبتمبر 2012	448.90%
269400	نهاية 2013	1081.21%
286400	النصف الأول من 2014	1149.44%

المصدر: - ياسر المكحل، فتني مايا، ورقة بحث: دور الصكوك الإسلامية في التمويل: التجربة البريطانية، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2013، الأردن، 12 و13 تشرين الثاني، 2013، ص272.

-Bank Negara Malaysia, Global primary sukuk Market outperforms in 1H2014, p01, 24July2014; on the site, www.mifc.com.

يمثل الجدول أعلاه تطور حجم الصكوك عالميا تقريبا وذلك بمسح كل الاقتصاديات التي تتعامل بها وهذا لأهميتها الاقتصادية كمصدر للتمويل و أهميتها العملية كمصدر مستقر لامتناس الصدمات والأزمات المالية التي تعرفها الأسواق و تمثل في الجدول سنة 2006 سنة الأساس للدراسة.

عرفت سنة 2007 طفرة في قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية، وهذا راجع إلى ارتفاع أسعار النفط وازدياد النمو الاقتصادي السريع للدول العربية المصدرة للنفط عموما ودول مجلس التعاون الخليجي خصوصا، إذ سجلت رقما قياسيا سنة 2007 في حجم إصدارات الصكوك سنويا آنذاك، حيث وصل حجم الصكوك المصدرة في تلك السنة ما يزيد عن 41مليار دولار بنسبة نمو (65.96%)، أما في 2008 أثناء أزمة الرهن العقاري تعد نسبة الانحراف في سير صناعة الصكوك الإسلامية طفيفة جدا لم تتعدى (1.48%) و هذا لكونها في منأى من التقلبات التي عرفت الأسواق المالية التقليدية و هذا لعدم ارتباطها بتغيرات أسعار الفائدة و كذا تصكك الديون، حيث يعتبر هذا التراجع الأول للصكوك الإسلامية

ولكن سرعان ما استعادت الصكوك الإسلامية نموها في سنة 2009 بنمو قدره 51.04%، ولقد استمر النمو إلى حوالي 132.06%، خلال سنة 2010.

في 2011 بلغت نسبة النمو 266.65 % وهذا لزيادة الثقة و الأمان التي يوفرها هذا النوع من الأدوات المالية لأصحابها، كما أنه تواصل هذا النمو حتى في 2012 بمعدل 348.90% حتى سبتمبر من السنة نفسها، وفي النصف الأول من 2014 بلغ حجم الصكوك 286,4 مليار دولار بنسبة زيادة على سنة الأساس تقدر بـ 981.21%، ومن المتوقع أن ينمو حجم سوق الصكوك إلى 749 مليار دولار بحلول عام 2018، وأن تنمو الفجوة بين العرض والطلب في سوق الصكوك العالمية بحلول العام المقبل إلى 230 مليار دولار، لتتقلص الفجوة بعد ذلك تدريجياً لتصل إلى 187 مليار دولار بحلول عام 2018¹.

والملاحظة العامة أن هناك اتجاهاً عالمياً لمثل هذا النوع من الصكوك و هذا لما يوفره من أمان وثقة بالنسبة لحامله مقارنة مع الصكوك التقليدية التي لا تعرف الاستقرار و الثبات خاصة خلال الأزمات .

ثانياً) توزيع الصكوك الإسلامية حول العالم.

عرفت الصكوك الإسلامية انتشاراً واسعاً خاصة بعد الأزمة العالمية لـ 2007 حيث أصبحت حتى الدول الغربية تطمح إلى تطوير تعاملها بهذه الصكوك، ويمكن توضيح ترتيب الدول فيما يخص توزيع إصدار الصكوك الإسلامية كالتالي:

الجدول (3.2): التوزيع الجغرافي للصكوك الإسلامية في العالم للفترة 2014

الترتيب	بلد الاصدار	قيمة الإصدارات بالمليون دولار أمريكي
1	ماليزيا	22440
2	السعودية	4953
3	الإمارات	3350
4	تركيا	1601
5	باكستان	502

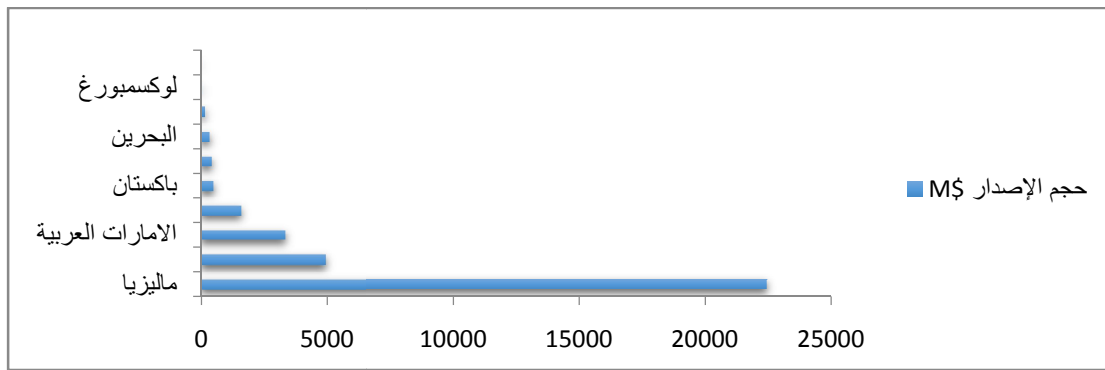
¹: تومسون رويترز: «50% من مديري المحافظ الاستثمارية يعتزمون تخصيص جزء من استثماراتهم لأدوات التمويل الإسلامي 749 دولار حجم إصدارات الصكوك المتوقع بحلول 2018، قناة الإمارات اليوم، 21 نوفمبر 2013، على موقع:

430	اندونيسيا	6
350	البحرين	7
161	سلطنة بروناي دار السلام	8
40	لوكسمبورغ	9
3	غامبيا	10

Source: zawya, sukuk Quarterly Bulletin,2014,p2.

ويمكن توضيح الجدول أكثر من خلال الشكل التالي:

الشكل(14.2): التوزيع الجغرافي للصكوك الإسلامية في العالم للفترة 2014.



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام ال excel بناء على المعطيات في الجدول أعلاه.

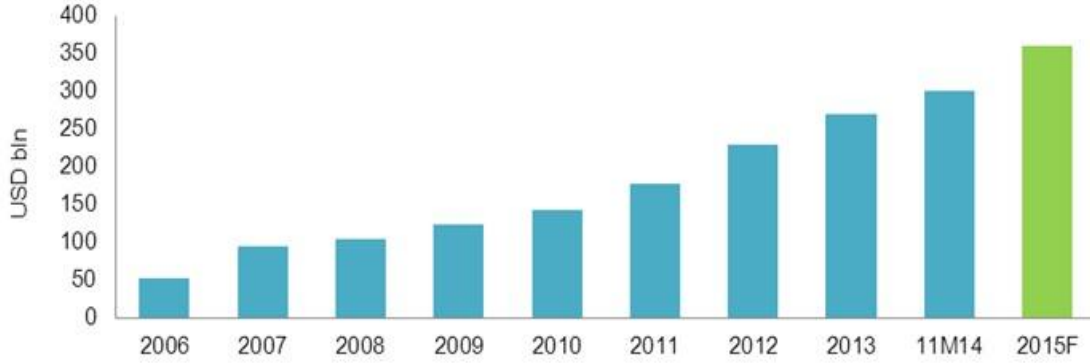
إنطلاقاً من الجدول والشكل أعلاه يتضح أن ماليزيا تتصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية فقد أصدرت صكوكا قيمتها حوالي 22440 مليون دولار، وهذا راجع للخبرة الماليزية وتطور قطاعها المالي، ثم تأتي السعودية في المرتبة الثانية وتنزل الامارات المتحدة إلى المرتبة الثالثة بعدما كانت تحتل المرتبة الثانية خلال الفترة 2005-2012 حيث بلغت قيمة إصداراتها في هذه الفترة حوالي 38 مليار دولار، وقد استطاعت الامارات المحافظة على ترتيبها في 2008 رغم أزمة الرهن العقاري، وفي 2009 و 2010 لعبت الامارات دور أقل أهمية بسبب النقص العالمي في السيولة إضافة إلى الدورة التصحيحية التي شهدتها السوق العقارية في إمارة دبي¹، بعدها تأتي تركيا في المرتبة الرابعة بقيمة 1601 مليون دولار ثم تليها باكستان بقيمة 502 مليون ثم تأتي اندونيسيا والبحرين وبرناي دار السلام أما لوكسمبورغ وغامبيا فتميزت بإصدارات ضئيلة قد تتطور في المستقبل.

ثالثاً) التطورات الحاصلة للصكوك العالمية من 2005 إلى 2015:

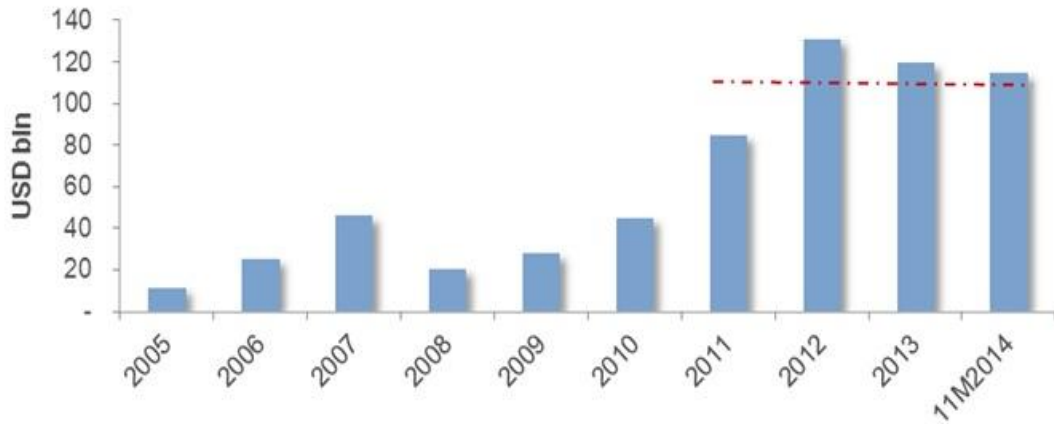
¹: ياسر الكحل، فتني مايا، دور الصكوك الإسلامية في التمويل: التجربة البريطانية، مرجع سابق، ص 275

أ. الصكوك العالمية القائمة واتجاهات إصداراتها: يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول الشكل التالي:

الشكل (15.2): الصكوك العالمية القائمة واتجاهات إصداراتها
الصكوك العالمية القائمة (2006 – 2015)



اتجاهات إصدارات سوق الصكوك الرئيسية العالمية (2005 – 11 شهرا 2014)



المصدر: حسين حسين شحاتة، تساؤلات حول الصكوك الإسلامية والإجابة عليها، مرجع سابق، ص 9.

من الشكل أعلاه يتضح أن إتجاه الصكوك الإسلامية حول العالم في ارتفاع مستمر، مما ينبئ بإنتشار كبير لهذه الأدوات المالية وسيطرتها على جميع الأدوات الأخرى خلال السنوات القادمة. والمتمعن مع الشكل يجد أن بداية من سنة 2005 إلى 2007 عرفت الصكوك الإسلامية تزايد مستمر، لكن في سنة 2008، انخفض حجم إصدار الصكوك الإسلامية بسبب أزمة الرهن العقاري حيث في هذه المرحلة حدث ارتفاع في كلفة الاقتراض و خسائر ضخمة تكبدها المستثمرون بعد انهيار أسعار الأصول المالية و العقارية، فقد سجلت إصدارات الصكوك الإسلامية سنة 2008 أول

تراجع في حجمها منذ عام 2001 و شهد سوق الصكوك الإسلامية نموًا متزايدًا في عدد الإصدارات و أحجامها إلى عام 2008، وخلال سنة 2008 أعلنت حكومات و شركات في نيتهم لطرح صكوك بقيمة 30 مليار دولار أي أكثر من 88% من الطروحات المعلنة حول العالم، ولو استطاع هؤلاء المصدرون تنفيذ خططهم لوصل حجم الإصدارات في 2008 إلى 45 مليار دولار بنمو يتخطى 40% لكن ظروف الأزمة حالت دون ذلك¹.

لكن سرعان ما تعافى سوق الصكوك الإسلامية، حيث شهد نموًا متزايدًا بداية من عام 2009 إلى 2015، ويرجع ذلك إلى انفتاح العالم بأسره من أجل الاستثمار في الصكوك الإسلامية التي تعتبر أكثر الاستثمارات أمانًا لعدم التعامل بالفائدة التي تعد من بين المسببات الرئيسية لأزمة الرهن العقاري 2008، 2007، حيث أن الصكوك الإسلامية استقطبت أنظار مختلف الدول الأجنبية.

ب. أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة عالميًا لعام 2014: توجد أنواع عديدة للصكوك الإسلامية المصدرة والمتداولة عالميًا، نذكر في هذا الإطار أهم هذه الأنواع.

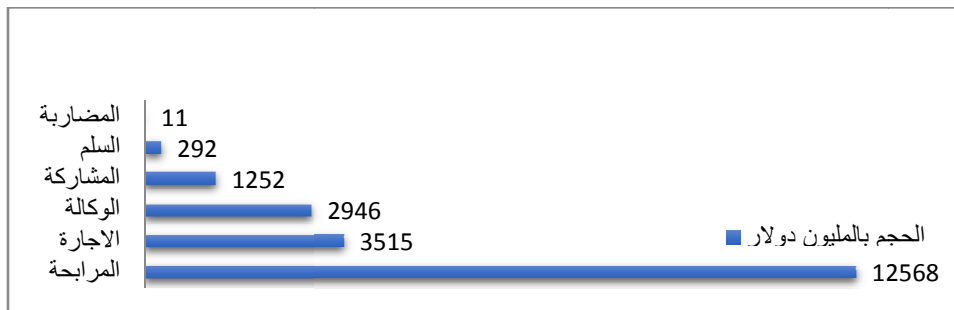
الجدول (4.2): أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة عالميًا 2014

أنواع الصكوك المصدرة عالميًا	حجمها بالمليون دولار
المربحة	12.568
الاجارة	3.515
الوكالة	2.946
المشاركة	1.252
السلم	292
المضاربة	11

Source: Source: zawya, sukuk Quarterly Bulletin, open cite, p2.

ويمكن الاستعانة بالشكل البياني التالي من أجل التوضيح أكثر.

الشكل (16.2): أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة عالميًا لعام 2014



المصدر: من إعداد الباحث باستخدام excel اعتمادًا على المعطيات في الجدول أعلاه.

¹: لحو بوخاري، وليد عايب، آلية الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، 23-24 فيفري 2011، ص 15-17.

من خلال الجدول والشكل أعلاه يتضح أن الصكوك المبنية على صيغة المرابحة تحتل الصدارة في حجم الإصدار في سوق الصكوك الإسلامية بقيمة إجمالية بلغت حوالي 12,568 مليون دولار أمريكي، ويرجع ذلك إلى سهولة عملية تصكيك الأصول وإصدار الصكوك¹، إذ شهدت صكوك المرابحة إصدارات ضخمة خلال 2011 و2012 جعلتها تنتقل من المرتبة الثالثة إلى المرتبة الأولى خلال الفترة 2002-2010، تليها في الترتيب صكوك الإجارة حيث احتلت هذه المرتبة كونها تتميز بسهولة استخدامها من الناحيتين الشرعية والمحاسبية، وإمكانية بيعها دون قيود عكس بعض الصيغ مثل الصكوك التي يطلق عليها الصكوك الشرعية كالمرابحة، التي في حال بيعها وتداولها فإنها ستقوم على بيع الديون وذلك يخالف الشريعة لأنه لا يعتمد على منتجات فعلية أو إضافة حقيقية للمجتمع، إضافة إلى أن ماليزيا تعرضت لانتقادات عديدة جراء توسعها في إصدار صكوك الاستصناع والمرابحة²، وهذا ما خالف توجهات وتوصيات المجامع الفقهية والهيئات الشرعية، حيث أجاز مجمع الفقه الإسلامي في القرار رقم (5) لدورته الرابعة المنعقدة في عام 1988 إمكانية تصكيك عقود المرابحة والاستصناع، ولكن على أدنى الحدود الممكنة وبصفة استثنائية، وذلك أخذاً في الاعتبار الظروف الواقعية التي يمر بها التمويل الإسلامي، وما قد تستلزمه عمليات التصكيك من إعادة هيكلة حزمة الأصول المالية المساندة للصكوك بمرونة³. ثم تأتي صكوك الوكالة في المرتبة الثالثة بحجم 2.946 مليون دولار، ثم صكوك المشاركة بحجم 1.252 وبعدها تأتي صكوك السلم والمضاربة بقيم ضئيلة مقارنة بأنواع الصكوك الأخرى، ويلاحظ أن صكوك الاستصناع لا توجد إصدارات لها سنة 2014 وقد يرجع ذلك لصعوبة تداولها ويرجع أيضاً لنوعية المشاريع التي تتطلب نوع معين من الصيغ التمويلية.

4.4.2 أهم المخاطر المتعلقة بالصكوك الإسلامية وسبل معالجتها:

تواجه الصكوك الإسلامية مخاطر متنوعة، يمكن تلخيصها مع إعطاء سبل التصدي لها من خلال

مايلي:

¹: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص 210

²: هبة محمد، انقسام حول الصكوك الأكثر رواجاً محلياً في الطروحات المرتقبة، 13 فبراير 2013، عن موقع: <http://www.almalnews.com/mobile/Pages/StoryDetails.aspx?ID=35487>

³: سليمان ناصر، ربيعة زيد، الصكوك الإسلامية: الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد 01، الأكاديمية العربية للعلوم المالية، السودان، جانفي 2013، ص 58.

1.4.2. المخاطر المتعلقة بالصكوك الإسلامية:

مخاطر الصكوك الإسلامية تتعد أنواع المخاطر التي تعترض مسار الصكوك الإسلامية وفقا لهيكلتها إذ نجد هناك اختلاف بين مخاطر صكوك المرابحة و صكوك الاستصناع مثلا وقبل الخوض في ذكر أنواع المخاطر التي تعترض صناعة الصكوك الإسلامية يجب إعطاء مفهوم المخاطرة.

1.1.4.2. مفهوم المخاطرة:

مفهوم المخاطرة من المنظور المالي هي إمكانية حدوث انحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عن ما هو متوقع أي توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثها أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل من قرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي¹.

ويمكن أن تتعرض الصكوك الإسلامية إلى مجموعة من المخاطر والتي يمكن تقسيمها إلى مخاطر عامة ومخاطر خاصة.

- **المخاطر العامة:** وهي المخاطر التي تتعلق بالنظام ككل لأن تأثيرها يشمل عوائد جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتتمثل هذه المخاطر أساسا في مخاطر السوق كمخاطر سوق الأصول الحقيقية ومخاطر سوق المال إضافة إلى المخاطر التشغيلية والناتجة أساسا عن عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية مثلا، إضافة إلى المخاطر القانونية وغيرها².

- **المخاطر الخاصة:** وهي المخاطر الخاصة بشركة معينة أو صناعة معينة أو حتى ورقة مالية مع وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل وتتمثل أهم هذه المخاطر في:

- **مخاطر مصدري الصكوك:** بما أن مصدر الصك قد يكون فرضا شركة أو حكومة فهو المتصرف الوحيد في المشروع الموجودات المتعلقة بالصكوك حيث أن حملة هذه الأخيرة لا يتدخلون في القرارات المتعلقة بمصدري الصكوك والمشروع لذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب ولتجنبها يجب على حملة الصكوك حسن اختيار مصدري الصكوك من ذوي الخبرة الاستثمارية³.

¹: معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الجزائري جامعة 08 ماي 03، 1945/04 ديسمبر 2012، ص 87-91.

²: أشرف محمد داوية، وليد العايب، آليات الهندسة المالية كأداة للدارة مخاطر الصكوك الإسلامية واث الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامي، الملتقى الدولي الاقتصاد الإسلامي بين الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، المركز الجامعي غرداية، 24، 23 فيفري 2011، ص 10

³: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، 127.

- **مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:** حيث تتأتى مخاطر الثقة بمشروعية الصكوك من تعدد الفتاوى وتنوعها وكثرة الأفراد الذين يقدمون آراء شخصية حول الخصائص الشرعية لكل إصدار من الصكوك وهو ما يؤدي إلى زعزعة الثقة ببعض هذه الصكوك مما يؤدي إلى عزوف بعض المستثمرين عن هذه الصكوك وعرض استثماراتهم فيها في الأسواق من أجل التخلص من الصكوك التي انخفضت ثقتهم بتوافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية¹.

- **مخاطر تصيك الأصول العينية:** و تكمن أساسا في 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 المستثمرين في تلك الصكوك.

2.1.4.2. مخاطر صيغ الصكوك الإسلامية: و تتمثل في²:

- **مخاطر صكوك المضاربة:** من بين مخاطرها نجد سوء الأمانة كفاءة الشريك المضارب سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة.

- **مخاطر صكوك المشاركة:** مثلا سوء إدارة المشروع سوء الظروف السوقية المنتجة إضافة إلى صعوبة التدقيق و المتابعة.

- **مخاطر صكوك الإجارة:** تتمثل أساسا في ارتفاع نسبة التضخم النقدي مع طول فترة السداد أو المشاكل العين المؤجرة أو منتجها.

- **مخاطر صكوك الاستصناع:** منها مخاطر التخزين النقل أو عدم سداد الأقساط أو اختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد التصنيع.

- **مخاطر صكوك البيوع:** مثلا مخاطر عدم التمكن من زيادة السعر نتيجة التأخير في دفع الأقساط لأنه مخالف شرعا أو هلاك السلعة قبل التسليم.

2.4.2. **سبل التقليل من مخاطر الصكوك الإسلامية:** ضمن هذا الإطار سيتم التطرق إلى أهم الأساليب للتقليل من مخاطر الصكوك الإسلامية وهي³:

- تكوين هيئة حملة الصكوك من مجموع حملة الصكوك المكتتب به في كل إصدار الغرض منها الحفاظ على حقوق مالكي الصكوك واتخاذ التدابير والإجراءات اللازمة لصيانة وحماية تلك الحقوق

¹: منذر فحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سابق، ص 253.

²: صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 20.

³: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 131-135.

وتكوين صندوق احتياطي لمواجهة مخاطر الاستثمار حيث أنه لا يوجد مانع شرعي من اشتراطه في نشرة الإصدار شريطة موافقة حملة الصكوك على اقتطاع جزء من أرباحهم كل سنة ليستخدم في سداد ما ينقص من رأس المال أو انخفاض الربح عن حد معين في سنة معينة .

- تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح حيث يقصد بالضمان هنا الإلزام على سبيل التبرع وذلك من خلال نشرة الإصدار وعلى موافقة طرف ثالث خارج عن طرفي العلاقة على ضمان رأس المال أو ضمان نسبة معينة من الأرباح وهذا الطرف الثالث قد يكون فردا أو شركة أو حتى دولة.

- معالجة مخاطر مخالفة الشريعة الإسلامية من خلال وجود هيئة الرقابة الشرعية التي تعتبر من المؤشرات الدالة عن الالتزام بالضوابط الشرعية التي مهامها إعادة صياغة العقود الشرعية التي تستند على أساسها الصكوك عند إصدارها وإجراءات العمل لتؤكد من مطابقتها لضوابط الشرعية .

- تأمين مخاطر الاستثمار لدى شركات التأمين الإسلامية من باب تكافل الغير في تحمل مخاطر الاستثمار مع مراعاة أن تعمل هذه الشركات وفق مبدأ التأمين التعاوني المجاز شرعا.

- إتباع سياسة التنويع¹، وذلك بتنويع الاستثمارات من خلال قرار المؤسسة أو المستثمر بالاستثمار في أكثر من مشروع استثماري من أجل تخفيض درجة المخاطرة و التنويع قد يشمل تنويع جهة الإصدار أو تنويع تواريخ الاستحقاق.

¹: لعلو بخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص12.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال هذا الفصل تم التطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالتصكيك الإسلامي، حيث جاء مفهوم الصكوك الإسلامية على أنها أوراق مالية تمثل شهادات متساوية القيمة، وحصّة شائعة في ملكية الموجودات باختلافها، أعيانا أو منافع أو خدمات، تدر دخلا دوريا، وتصدر وفق عقد شرعي استنادا إلى صيغ التمويل الإسلامي، ومما تم التوصل إليه هو أن للصكوك الإسلامية أنواع كثيرة ومتعددة، حيث معظم الأنواع تكون مبنية على صيغ التمويل الإسلامي مثل: المرابحة، المغارسة المشاركة، الإجارة... الخ، ومن خلال هذا الفصل تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعا واسعا، فنتمثل في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة المغارسة... الخ، كما أنها تعرف تطورا وانتشارا كبيرا حول العالم خاصة بعد الأزمة العالمية 2008.
- تساهم عملية التصكيك الإسلامي في تنشيط الاقتصاد وزيادة الاستثمارات المربحة، وهذا ما يبرز مدى أهميتها على المدى البعيد.
- تحكم عملية التصكيك الإسلامي ضوابط فنية وشرعية عديدة من أجل موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية.

- تواجه الصكوك الإسلامية مخاطر متنوعة منها ما يتعلق بالصيغ التمويلية، وتعد مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية من بين أهم المخاطر، كما تم عرض بعض سبل معالجة هذه المخاطر.

3. تمهيد:

يعتبر السوق المالي الماليزي من بين الأسواق المالية الناشئة التي لها مكانة معتبرة في آسيا، وهذا للتطور الملحوظ الذي حققه في الآونة الأخيرة، كما أنه يعد سوق جدير بالدراسة من قبل جميع الدول الإسلامية والعربية، وتجربة ناجحة يمكن أن تستفيد منها مختلف هذه الدول من أجل نهوض وتطور أسواقها المالية.

ويلعب سوق رأس مال دورا كبيرا ومهما في ماليزيا لما يوفره من تمويل من أجل تنشيط مختلف القطاعات الاقتصادية الماليزية وتحسين أدائها.

يتجزأ سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أجزاء رئيسية هي سوق الملكية، سوق السندات وسوق المشتقات المالية، ولكي تقوم هذه الأسواق بعملها على أكمل وجه تم تنظيم هذه الأسواق والتأكد من حماية المستثمرين والشركات المساهمة وكافة المؤسسات المعنية بأمور هذه الأسواق .

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الرقابية الرئيسية والرسمية لسوق رأس المال الماليزي ولها دور لا يستهان به لما تقدمه من تنظيم ورقابة بما يضمن السير الجيد لهذا السوق.

انطلاقا من ذلك ومن أجل استعراض كل ما تم ذكره سابقا، قسم هذا الفصل إلى أربعة أقسام هي:

- نظرة عامة على اقتصاد ماليزيا.
- سوق رأس المال الماليزي والجهات الرقابية فيه.
- ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم تطوراتها.
- دور الرقابة الشرعية في نجاح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وأهم التحديات التي تواجهه.

1.3. نظرة عامة على اقتصاد ماليزيا:

تعد التجربة الماليزية من بين أهم التجارب التنموية الجديرة بالبحث والدراسة خاصة للدول العربية النامية، وعليه سيتم إلقاء نظرة على دولة ماليزيا واقتصادها من خلال ما سيأتي:

1.1.3. نبذة مختصرة على دولة ماليزيا:

نظرا لخصوصيات ماليزيا الاجتماعية والاقتصادية والجغرافية تتميز هذه الدولة ببيئة خاصة تجعلها مميزة عن باقي الدول، لذا سيتم التطرق لهذه الجوانب من خلال ما سيأتي ذكره:

1.1.1.3. التعريف بدولة ماليزيا:

تقع ماليزيا في الجنوب الشرقي لقارة آسيا، عاصمتها كوالالمبو ونظام الحكم فيها ملكي دستوري اتحادي، تطل ماليزيا على بحر الصين الجنوبي من جهة الشمال، تبلغ مساحتها 329.758 كيلوا متر مربع، يحدها من الجنوب اندونيسيا و تايلاندا و بحر الصين الجنوبي من الشمال، ويتألف اتحاد ماليزيا من ثلاث أقسام أساسية هي¹:

- ماليزيا الغربية: تتألف من دولة الملايو و تشمل هذه الجهة العاصمة كوالالمبور .
- ماليزيا الشرقية: تضم ولايتي "صباح" "سرواك"، وهناك تضم ماليزيا أراضي تجاور جمهورية اندونيسيا .
- مجموعة من الجزر الصغيرة: تقع بالقرب من شبه جزيرة الملايو ومن جزيرة "بورنيو" وتبلغ مساحة هذه الجزر حوالي 3300 كيلومتر مربع²، ويتألف الشعب الماليزي من مجموعات متعددة أهمها الملايو الصينيون، الهند و أغلبية السكان يدينون بالديانة الإسلامية بحوالي 55% من مجموع السكان في حين توجد ديانات أخرى مثل: البوذيون، الهندوك، النصارى... الخ، بينما أهم اللغات المنتشرة في ماليزيا هي: اللغة الإنجليزية، المالاي، الصينية³، ولقد انضمت ماليزيا للأمم المتحدة في 17/09/1957، ويصل تعداد السكان فيها إلى أكثر من 28 مليون نسمة، لم تكن ماليزيا دولة موحدة حتى عام 1963، فلقد بسطت المملكة المتحدة البريطانية نفوذها في مستعمرات أواخر القرن الثامن عشر، وفي أواخر القرن العشرين، كما عرفت ماليزيا تطورا ملحوظا في الجانب الاقتصادي نتيجة إتباع خطة التنمية التي عرفت بالسياسة الاقتصادية الجديدة، ويمكن أن يتم تلخيص أهم المعطيات العامة و الاقتصادية لماليزيا في الجدول التالي:

¹: نادية فاضل، عباس فضلي، التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000-2010، مجلة الدراسات الدولية، العدد: 54، جامعة بغداد، العراق، 2012، ص 162.

²: محمود شاكر، التاريخ المعاصر: القارة الهندية، المكتب الإسلامي، ط2، لبنان، 1997، ص336.

³: محمد الجابري، موسوعة دول العالم، مجموعة النيل العربية، مصر، 2000، ص220.

الجدول رقم (1.3): أهم المعطيات العامة والاقتصادية لماليزيا.

الاسم الرسمي	ماليزيا
العاصمة	كوالالمبور
نظام الحكم	ملكية دستورية
الملك	السلطان ميزان زين العابدين
رئيس الوزراء	محمد نجيب بن تون عبد الرزاق
المساحة	329.758 كلم ²
تعداد السكان	31.0 مليون
دين الدولة	الإسلام، حيث يقدر عدد المسلمين 55% من السكان، وينص الدستور على أن ملك الدولة يجب أن يكون مسلما
التوزيع العرقي	50% ملاييون، 23% صينيون، 11.8% سكان أصليون، 6.7% هنود، فضلا عن عرقيات أخرى.
العملة	رينغت، رمزها RM / 1RM = 100sent
الصناعات الرئيسية	- [شبه جزيرة ماليزيا] المطاط، زيت النخيل، تصنيع وتجهيز الصناعات التحويلية، صناعات الالكترونيات، التعدين قطع الأشجار، تجهيز الأخشاب . - [الصباح] الزراعة، زيت النخيل، السياحة، إنتاج النفط، قطع الأشجار. - [سراواك] تكرير النفط، قطع الأشجار
الشركاء الرئيسيون	الولايات المتحدة الأمريكية، سنغافورة، اليابان، جمهورية الصين الشعبية بالإضافة إلى ألمانيا، كوريا الجنوبية.
أهم المعادن	القصدير 35% من الإنتاج العالمي

المصدر: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات

والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص 171.

- عن موقع: www.mida.gov.my/home/key-economic-indicators/posts بتاريخ: 3 جويلية

2017، وموقع: <http://www.aljazeera.net/encyclopedia/countries/2014/10/18>، بتاريخ: 2 جويلية 2017.

من خلال الجدول يتضح أن عدد المسلمين في ماليزيا يفوق النصف من تعداد السكان حيث يقدر بـ 55%، بينما أهم الصناعات الرئيسية: المطاط، زيت النخيل، تصنيع وتجهيز الصناعات التحويلية، صناعات الالكترونيات، التعدين قطع الأشجار، تجهيز الأخشاب السياحة، إنتاج النفط وتكريره، قطع الأشجار، أما شركائها الرئيسيون فهم الولايات المتحدة الأمريكية، سنغافورة، اليابان، هونغ كونغ بالإضافة إلى ألمانيا وكوريا الجنوبية، وبالنسبة للمعادن أيضا تساهم ماليزيا بمعدن القصدير حوالي 35% من الإنتاج العالمي.

2.1.1.3. المؤشرات الاقتصادية لماليزيا: يمثل الجدول التالي أهم المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا

لسنة 2014 والموضح كالآتي:

الجدول(2.3): أهم المعطيات الاقتصادية للاقتصاد الماليزي 2015

معطيات اقتصادية لعام 2015	
الناتج المحلي الاجمالي	1,063.5 مليار RM
نمو الناتج المحلي الاجمالي	5.5 - 4.5%
نصيب الفرد من الدخل	RM36,397
معدل التضخم	1.9 %
قوة العمل	14.1 مليون عامل
بطالة	3.1%
إجمالي الصادرات	779.95 مليار RM
إجمالي الاستيراد	685.65 مليار RM

المصدر: تقرير هيئة تنمية الصناعة في ماليزيا، 10/11/2014، عن موقع:

www.mida.gov.my/home/key-economic-indicators/posts/?lg=ARB

من الجدول أعلاه يتضح أن ماليزيا في عام 2015 حققت ناتج محلي مرتفع معتبر يقدر بـ **RM36,397** مليار RM، كما أنها سجلت فائض في ميزانها التجاري بقيمة 94,3 مليار دولار (الصادرات – الواردات)، أما معدل التضخم فيها فهو مقبول وليس مرتفع بشكل كبير يقدر بـ 1.9%، كما تقدر نسبة البطالة تمثل 3.1%، ويرجع هذا المستوى إلى الخطة الإستراتيجية التي تتبعها ماليزيا من أجل تحقيق التنمية الشاملة.

2.1.3. التجربة التنموية في ماليزيا:

تعد التجربة التنموية في ماليزيا من أبرز التجارب الناجحة في كل من آسيا وإفريقيا، وترتكز فلسفة التنمية الماليزية على أساس أن النمو الاقتصادي يقود إلى المساواة في الدخل، بمعنى استحداث طبقة وسطى تشمل جميع المواطنين، لذلك ركزت الحكومة الماليزية في سياستها التنموية منذ 1970 على هدفين رئيسيين هما: تقليل الفقر و إعادة هيكلة المجتمع، أي الوصول بالمجتمع إلى حالة التوازن الاقتصادي بين العناصر المختلفة فيه، حيث وضعت لذلك قوانين و إجراءات من أجل تحقيق ذلك¹.

¹: نبيه فرج أمين الحضري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي، دار الفكر الجماعي، مصر، 2009، ص126.

1.2.1.3. العوامل الاقتصادية و السياسية التي ساعدت على نجاح التجربة الماليزية:

توجد مجموعة من العوامل التي ساهمت في نجاح التجربة التنموية في ماليزيا من بينهما

مايلي¹:

أ. **المناخ السياسي:** حظيت ماليزيا بقيادات سياسية متميزة منذ الاستقلال إلى غاية الآن، حيث تميزت هذه القيادة بالثقافة والتعلم والقدرة على العمل لتحقيق المصالح العليا للدولة في ضوء استيعاب عميق لتعقيدات الوضع الداخلي و حساسيته و مجموعة الحسابات الإقليمية والدولية، فخلال خمسين عاما بداية من سنة 1957 إلى 2007 قاد ماليزيا خمسة رؤساء، فقط هذا ما يدل على الحالة المستقرة نسبيا في ماليزيا، كما أنها دولة لم تتعرض لاستيلاء العسكريين على السلطة².

ب. رفض الحكومة الماليزية تخفيض النفقات المخصصة لمشروعات البنية الأساسية، وهي سبيل الاقتصاد إلى نمو مستقر في السنوات المقبلة، لذلك ارتفع ترتيب ماليزيا لتصبح ضمن دول الاقتصاد الخمس الأولى في العالم في مجال قوة الاقتصاد المحلي .

ت. تحصلت ماليزيا على الدعم من قبل اليابان والدول الغربية، وهذا أعطى الأثر الإيجابي على التنمية في هذا البلد³.

ث. المصادر الطبيعية (غاز و بترول) قد ساهمت في انطلاق الاقتصاد الماليزي، لكن فيما بعد لم تلعب هذه الموارد دورا حاسما، فالتطور الحقيقي للبلاد هو إتباع الطريق الياباني.

ج. انتهجت ماليزيا إستراتيجية تعتمد على الذات بدرجة كبيرة من خلال الاعتماد على أفراد المجتمع الماليزي، كما اهتمت الحكومة بتحسين المؤشرات الاجتماعية لرأس المال البشري الإسلامي من خلال تحسين الأحوال المعيشية والتعليمية والصحية⁴، خاصة وأن الفئة المسلمة لم تكن تتمتع بحقوقها الاجتماعية وكانت فئة مهمشة فيما سبق.

¹: عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مجلة الوعي الإسلامي، العدد532، الكويت، 2010، ص 1- 3.

²: نادية فاضل، عباس فضلي، التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000-2010، مرجع سابق، ص 169.

³: Hasan zubair ,**Fifty years of Malaysian economic development: policies and achievements**,review of Islamic economic,vol:11munich personal repec archive paper,2007,p 10.

⁴: عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مرجع سابق، ص2.

ح. إخراج ماليزيا من وضع الدولة الزراعية وإنشاء مصانع و بنية أساسية وتحويل المجتمع الماليزي من العقلية الزراعية إلى الصناعية، والعمل في إطار خطة صناعية و كذا إرسال بعثات علمية إلى الخارج.

خ. الاعتراف بالتنوع العرقي والديني والإقرار بوجود اختلاف حقيقي في مستويات الدخل و التعليم بين فئات المجتمع و علاج هذا الاختلال بشكل هادئ وواقعي وتدرجي، مما وفر عامل الأمان والاستقرار في البلاد¹، كما أن عملية اتخاذ القرار من خلال المفاوضات بين الأحزاب السياسية القائمة على أسس عرقية جعلها سياسة توصف بأنها ديمقراطية².

د. إستناد سياسات الإصلاح في ماليزيا إلى مبادئ الاقتصاد الإسلامي لأن الإسلام هو السلاح الوحيد الذي تواجه به تحدياتها الداخلية و الخارجية³، حيث يعد المشروع التنموي الوطني الذي طرحه رئيس الوزراء الماليزي السابق مهاتير محمد منذ وصوله إلى السلطة في سنة 1982 مشروع تنموي على النمط الغربي يستخدم الإسلام لبناء الشرعية، حيث لعب دورا محوريا في التنمية⁴، كما توجد عوامل أخرى ساعدت على نجاح التجربة التنموية في ماليزيا هي⁵:

- أنها تعاملت مع الاستثمار الأجنبي المباشر بحذر حتى منتصف الثمانينات، ثم سمحت له بالدخول و لكن ضمن شروط بشكل أساسي في صالح الاقتصاد الوطني منها:

- أن لا تنافس السلع التي ينتجها المستثمر الأجنبي الصناعات الوطنية التي تشجع حاجات السوق المحلية.
- أن تصدر الشركة 50% على الأقل من جملة ما تنتجه.
- الشركات الأجنبية التي يصل رأس مالها المدفوع نحو 2 مليون دولار يسمح لها باستخدام 5 أجناب فقط لشغل بعض الوظائف في الشركة.

¹: نادية فاضل، عباس فضلي، التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000-2010، مرجع سابق، ص 171.

²: محمد صادق إسماعيل، التجربة الماليزية: مها تير محمد... والصحة الاقتصادية، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014، ص 52.

³: حاج إبراهيم عبد الرحمان، خير الناس ربيع، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي، الواقع و رهانات المستقبل، جامعة غرداية الجزائر، 23/24 فيفري 2011، ص 16.

⁴: نادية فاضل، عباس فاضل، التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000-2010، مرجع سابق، ص 171.

⁵: عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مرجع سابق، ص 2، 3.

- أيضا امتلاك ماليزيا لرؤية مستقبلية للتنمية والنشاط الاقتصادي من خلال خطط خماسية متتابعة و متكاملة منذ الاستقلال، واستعدادها المبكر للدخول في القرن الحالي من خلال التخطيط 2020 والعمل على تحقيق أهداف هذا التخطيط.
- وجود درجة عالية من التنوع في البنية الصناعية وتغطيتها لمعظم فروع النشاط الصناعي (الصناعات:الاستهلاكية، الوسيطة، الرأسمالية)، وقد كان هذا الأمر كحصلة لنجاح سياسات التنمية بماليزيا، فيمكن اعتباره سببا ونتيجة في الوقت عينه.

2.2.1.3. مسيرة وخطوات التنمية في ماليزيا:

- مرت التنمية الماليزية بعدة مراحل خلال مسيرتها يمكن تلخيصها من خلال ما يلي¹:
 - أولاً) من 1970 إلى 1990: في هذه الفترة و منذ استقلال ماليزيا إلى نهاية الستينات كان النظام الرأسمالي هو السائد، مروراً بقيام اتحاد ماليزيا في سنة 1963 و حدوث المشاكل والاضطرابات العرقية، في 1969 ثم ظهور قوانين السياسة الاقتصادية الجديدة في 1970 وانتهاءها بإنشاء البنك الإسلامي الماليزي 1983، ويطلق على هذه الفترة بفترة مفترق الطرق، حيث تميزت هذه المرحلة بمعطيات اقتصادية اجتماعية وسياسية هي:
 - ظهرت في هذه المرحلة نوع من المؤسسات التعاونية لتقديم خدمات إلى الفئات الفقيرة والمستضعفة التي همشت من قبل الاستعمار البريطاني، وقامت هذه المؤسسات أساساً لخدمة طبقة المسلمين المالوي الفقراء رغم النسبة الكبيرة لهذه الفئة إلا أنها تعيش أوضاع صعبة مقارنة بالأعراق الأخرى و لهذا عمدت الحكومة من أجل تحقيق العدالة الاجتماعية والتوازن العرقي.
 - من أجل تحقيق الأهداف السابقة طبقت ماليزيا خطة اقتصادية تبدأ من 1970 و تنتهي في 1990، وهي ما تعرف بالسياسة الاقتصادية الجديدة، حيث قامت هذه الأخيرة على إعادة الهيكلة الاقتصادية والاجتماعية للتوزيع العادل للثروات بين أفراد المجتمع الماليزي².
 - إن وجود خطة طويلة المدى لا يمنع أبدا تقسيمها إلى خطط أصغر من حيث المدى الزمني في نفس الإطار الأصلي للخطة الأساسية و لهذا كانت هناك الخطة الاقتصادية (1971-1985) التي اعترضتها الأزمة الاقتصادية التي بدأت في 1981 و تفاقمت وبرزت بجلاء على سطح الأحداث عام 1985، حيث واجهت الحكومة الماليزية هذه الأزمة الاقتصادية بعد تحديد أسبابها

¹: نبيه فرج أمين الحضري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص ص 125، 126.

²: حاج إبراهيم عبد الرحمن، خير الناس بريع، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير مرجع سابق، ص 7.

وأبعادها، ومن ثم قامت بعمل مجموعة من الإصلاحات والتعديلات في كافة القطاعات الاقتصادية التي تضمنتها الخطة الاقتصادية 1986-1990¹.

ثانياً) خطة الإصلاح 1990-2020: أتى عام 1990 ليحمل معه أهداف جديدة و رؤية مستقبلية للتنمية في ماليزيا، حيث شرعت الحكومة في تطبيق الخطة الجديدة بمجرد انتهائها من الخطة السابقة 1970-1990 فهذه الأخيرة كان هدفها الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، وحتى الدولي من خلال دخولها في منطقة الآسيان التي تهدف إلى تحقيق الحياد والأمن والسلام لشعوب المنطقة، فتمكنت ماليزيا من الوصول إلى أهداف الخطة القديمة مما مهد لها الطريق إلى الهدف الأساسي وهو أن تصنف ماليزيا كدولة صناعية متقدمة في نهاية هذه الخطة، وتسمى بالخطة الإستراتيجية 2020² مع مضاعفة متوسط دخل المواطن الماليزي إلى أربعة أضعاف لما هو عليه في 1991، حيث بلغ الدخل الخام 287.9 دولار عام 2011، كما أن الحكومة الماليزية تسعى لتحقيق ناتج إجمالي خام يصل إلى 920 مليار رينجيت ماليزي مع نهاية هذه الخطة وذلك يتطلب معدل نمو سنوي يقدر بأكثر من 7% لعمر هذه الخطة³، لذلك تسعى ماليزيا إلى تكثيف النشاط الصناعي على أراضيها بحيث تستهلك كل الموارد الخام التي تنتجها، ليس ذلك فحسب وإنما تستورد المزيد من الموارد الأولية لتدخل ضمن الدورة الصناعية لها، و في حالة حدوث ذلك ستوفر ملايين من فرص العمل الجديدة و تنشيط الاقتصاد أكثر⁴.

3.2.1.3. علاقة ماليزيا الاقتصادية مع العالم العربي:

توجد علاقة قديمة بين ماليزيا و الدول العربية، منذ أن وصل الإسلام إلى ماليزيا أما في العصر الحالي فقد زادت علاقتها مع العالم العربي نتيجة تدفق النفط بكميات كبيرة في المنطقة العربية واحتياج ماليزيا لاستيراد النفط قبل اكتشافه وإنتاجه فيها، وكذا التطور الصناعي الذي تعرفه الدولة الماليزية وقيامها بتصدير السلع الصناعية إلى المنطقة العربية، لكن العلاقات الاقتصادية بين ماليزيا و دول الخليج العربي تتخذ شكلا أكثر عمقا مقارنة بالدول العربية الأخرى و هذا راجع إلى القرب المكاني النسبي، أيضا نتيجة للانفتاح التجاري الموجود في منطقة الخليج العربي بسبب إنتاج النفط و تصديره بكميات هائلة للخارج، غير

¹ نبيه فرج أمين الحضري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص126. :

² حاج إبراهيم عبد الرحمن، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير، مرجع سابق، ص08.

³ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية مرجع سابق،

ص 159

⁴ نبيه فرج أمين الحضري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص128.

أن هيكل التجارة بين ماليزيا ودول الخليج العربي قد اختلف في الوقت الحالي عما كان عليه في بداية الثمانينات من القرن الماضي، حيث كانت دول مجلس التعاون الخليجي موردا هاما لماليزيا و كان نصيبها حوالي 4% من الواردات الماليزية، إلا أنه نتيجة لنمو صناعة تكرير النفط فقد انخفضت واردات ماليزيا من دول مجلس التعاون الخليجي¹.

إن دول مجلس التعاون الخليجي تسعى إلى توسيع و تنويع علاقاتها الاقتصادية الخارجية مع ماليزيا لما يربط الجانبين اللذين يجمعهما الإسلام، كما أن ماليزيا تحتل مركزا استراتيجيا لخدمة منطقة شرق آسيا نظرا لموقعهما في مركز المنطقة الآسيوية، بما يسهل عملية التوسع في الاستثمار والتجارة بين المنطقة و الشرق الأوسط و غرب آسيا و شمال إفريقيا و يقوي العلاقات بين الأسواق المالية الإسلامية الدولية بالإضافة إلى أن ماليزيا تتمتع بتوافر الموارد البشرية ذات الكفاءة والمهارة المؤهلة للتعامل بكفاءة مع النظام المصرفي الإسلامي، وقد وصل إجمالي المبادلات التجارية بين دول مجلس التعاون الخليجي ماليزيا بلغت 10.724 مليون دولار عام 2008، بزيادة نسبتها 33% بالمقارنة مع العام 2007 وتبلغ الصادرات الخليجية لماليزيا 5.050 مليون دولار، في حين تبلغ الواردات منها 5.674 مليون دولار في 2008 و يبلغ رصيد الميزان التجاري 624 مليون دولار لصالح ماليزيا².

3.1.3. الصيرفة الإسلامية في ماليزيا و مكانتها كمركز دولي للمالية الإسلامية:

تعد التجربة الماليزية في مجال الصيرفة الإسلامية هي الدولة الأولى التي اهتمت بهذا المجال فقد وفرت جميع الظروف من أجل إنجاح النظام المالي الإسلامي، وعليه سيتم استعراض تجربة الصيرفة الإسلامية في ماليزيا و كذا مكانتها كمركز دولي للمالية الإسلامية.

1.3.1.3. تجربة الصيرفة الإسلامية في ماليزيا:

عملت الحكومة الماليزية على دعم النظام المالي الإسلامي من جميع النواحي المالية و السياسية و القانونية، إذ تعتبر ماليزيا أول دولة تعترف بالنظام المالي الإسلامي على المستوى العالمي وغيرت في قوانينها وأنشأت مؤسسات حكومية تدعم هذا النظام من أجل تطوره وانتشاره، كما لا يمكن غض النظر عن الدور الذي لعبه المشايخ والفقهاء والعلماء في الدول الإسلامية الأخرى مساندة ودعمهم المستمر لتجربة الصيرفة الإسلامية في ماليزيا.

¹: المرجع نفسه، ص 127 .

²: زياد عنتر، الجزيرة، يوم 2009/11/24، على موقع: www.djazairias.com/eloummoc/eloummoc/7830 بتاريخ

2015/04/01.

بعد مرور سنوات عديدة من الخبرة في مجال الصيرفة الإسلامية وجد الماليزيون أن هذا النظام المالي لا يهتم به المسلمون فحسب بل حتى غير المسلمين يهتمون به، فنسبة العملاء غير المسلمين في عدد المصارف فاقت نسبة العملاء المسلمين¹، والجدير بالقول أن النواة الأولى للصيرفة الإسلامية في ماليزيا بدأت مع بداية فكرة الادخار غير الربوي في الستينات بإنشاء صندوق الحج **تابونغ حاجي** و الذي دخل في النشاط في 30 سبتمبر 1963².

أولاً) نظام الادخار الإسلامي:

بدأت التوجهات نحو الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا منذ تكوين الإتحاد عام 1963 في تشجيع ودعم الهيئات التعاونية الادخارية الخدمية الاستثمارية مثل هيئة التأمين التعاوني المحدودة الماليزية التي عملت على منح خدماتها للطبقات الفقيرة والمتوسطة في حين كانت فيه خدمات التأمين حكر على الطبقات الغنية في المجتمع³.

ولعل من أهم ما يميز التجربة الماليزية في التمويل الإسلامي، هو إنشاء صندوق الحج أو ما يعرف **بتابونغ حاجي** حيث جاءت فكرة إنشاء هذا الصندوق من منطلق الحاجة الماسة لإيجاد بديل دائم لجمع مدخرات الأفراد حتى يحين الوقت للقيام بالرحلة المقدسة نحو حج البيت، ومن بين أهم الأهداف المسطرة في تابونغ حاجي تحت البند الثامن لصندوق تسيير أمور الحج لعام 1969 يمكن ذكر ما يلي⁴:

- السماح للمسلمين بإمكانية الادخار بشكل متزايد لمواجهة أعباء سفرهم للحج.
 - للمسلمين الحق بملك مساهمات فعلية في النشاطات الاستثمارية عن الطريق مدخراتهم.
 - إيجاد قناة تعمل على حماية مدخرات الحجاج المستقبليين واستعمالها بأمان في فترة الحج بتوفير مختلف التسهيلات والخدمات.
- ثانياً) النظام المصرفي الماليزي:**

يتكون النظام المصرفي في ماليزيا من البنك المركزي والبنوك التجارية والاستثمارية والبنوك الإسلامية أما بالنسبة للمؤسسات المالية فيشمل مؤسسات التنمية وشركات تأمين، صناديق الادخار

¹: سيف الدين حسن العوض، هل نجحت ماليزيا و أصبحت رائدة في مجال الصيرفة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد 29، أكتوبر 2014، ص ص15، 16.

²: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص160.

³: نبيه فرح أمين الحصر، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص43.

⁴: Mohamed bin ,**Islām and economic growth in Malaysia**, Master, thesis, Naval Rostgraduath school, California ,2003, P58.

والمعاشات القائمين على التكافل والتي تقوم بدور مكمل للمؤسسات المصرفية من أجل النهوض بالاقتصاد الماليزي.

أ. **بنك ماليزيا المركزي**: يعد البنك المركزي قمة الهيكل المالي والمصرفي لأي دولة، ففي ماليزيا يوجد بنك نيبارا المركزي (BNM) (Bank Negara Malaysia) حيث تتمثل أهم أهدافه حسب التعريف الوارد في قانون بنك ماليزيا المركزي العام 1958 في¹:

- إصدار العملة وحفظ الاحتياطات التي تضمن قيم العملة.
- أداء دور صاحب البنك والمستشار المالي للحكومة.
- تعزيز الاستقرار المالي والهيكل المالي السليم.
- تعزيز التشغيل الموثوق والكفاءة للأنظمة الوطنية للمدفوعات والتسويات وضمان توجيه سياسة أنظمة المدفوعات والتسويات وضمان توجيه سياسة أنظمة المدفوعات والتسويات لصالح ماليزيا.
- التأثير على الوضع الائتماني لصالح ماليزيا.

ولتحقيق هذه الأهداف تم تحويله طبقا لعدة قوانين للتنظيم والإشراف على المؤسسات المالية والوسطاء الماليين الآخرين من غير البنوك كما يدير لوائح التحكم في تبادل النقد الأجنبي ويقوم بوظيفة المقرض الأخير للبنوك.

ب. ظهور البنوك الإسلامية في ماليزيا:

بعد نجاح نموذج الادخار الإسلامي برزت العديد من الندوات والمؤتمرات أهمها كانت ندوة **للبروفيسور انجوك عزيز بعنوان تطوير الاقتصاد وفق آلية الحجاج** وبعدها بدا الاهتمام الحكومي بعمل بنوك إسلامية مستقلة ترجم ذلك في سنة 1981 بتأسيس هيئة عامة تتكون من عشرين خبير مصرفي لدراسة إمكانية عمل مصارف إسلامية في ماليزيا ورفع النتائج للحكومة وكانت النتائج إيجابية أي أنه يجب عمل قانون مستقل لعمل المصارف الإسلامية تلاه في عام 1983 إقامة أول بنك إسلامي مستقل تحت اسم بنك إسلام وبعده الأداء المشجع رسمت الحكومة الماليزية هدفها في أن تكون من أهم المراكز العالمية للصيرفة الإسلامية فقامت الحكومة في عام 1993 بالسماح للبنوك التقليدية بفتح نوافذ إسلامية وفق اشتراطات معينة وفي سنة 1999 تم تأسيس ثاني بنك إسلامي تحت اسم بنك معاملات وبعده هذه الفترة تم السماح بإعطاء رخص للبنوك الإسلامية الأجنبية بالعمل في ماليزيا فبدأ الراجحي السعودي وبنك التمويل الكويتي وغيرها من البنوك في فتح فروع والعمل في ماليزيا².

¹ : حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير في علوم التسيير قصص محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2010، ص155، 154.

² سليمان عبد الله ناصر، تجربة ماليزيا ومقارنتها بالتجربة اليمنية، مؤتمر المصارف الإسلامية في اليمن، 2010/03/22، عن موقع www.Kantakji.com

الجدول (3.3): أكبر المصارف الإسلامية في ماليزيا لسنة 2013.

العائد على % الملكية**	العائد على % الأصول*	الأصول مليار دولار	البنك	
13.60	0.03	33.79	Amislamic Bank Berhad	1
19.50	0.97	29.90	Bank Kerjaama Rakyat Malaysia Berhad	2
16.43	2.19	25.96	may bank islamic Berhad	3
21.08	1.38	18.75	Cimb Bank Berhad	4
17.48	1.29	15.65	(Saadiq) Standard Chartered Saadiq Berhad	5

المصدر: لشهب الصادق، بوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 1، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2015، ص 90.

2.3.1.3 عوامل نجاح الصيرفة الإسلامية الماليزية وأهم التحديات التي تواجهها.

هناك عوامل عديدة أدت إلى نجاح التجربة الماليزية في مجال البنوك، كما توجد بعض التحديات التي تواجه هذه التجربة .

أولاً عوامل نجاح الصيرفة الإسلامية في ماليزيا:

تبنت الدولة الماليزية الصيرفة الإسلامية حيث تم تأسيس مصرف إسلامي مركزي ماليزي، كما وضع البنك المركزي الماليزي القطاع المالي الإسلامي ضمن أهم الأولويات في مخطط القطاع المالي للفترة 2011-2020، ويمكن تلخيص أهم عوامل النجاح في النقاط التالية¹:

- وضوح الرؤية وإستراتيجية العمل، حيث كلما اتضحت الرؤية وعرف الهدف سهل تحقيقه.
- الاهتمام برأس المال البشري حيث أولت الحكومة الماليزية أهمية كبيرة بالجانب البشري من خلال التكوين العلمي وإخراج كفاءات عالية الجودة إذ يعد المورد البشري مساهم فعال في رسم مستقبل الحضارة في ماليزيا.

*: العائد على الأصول Return On Assets: يوضح كيفية استخدام إجمالي الأصول بتوليد علاقة أرباح للشركة وذلك بقسمة صافي ربح الشركة على متوسط إجمالي الأصول، ومتوسط الأصول تحسب برصيد الأصول بداية المدة مجموع مع رصيد الأصول نهاية المدة مقسومة على 2 لاستخراج المتوسط للأصول أو المتوسط لإجمالي الأصول.

** : العائد على حقوق الملكية Return On Equity يوضح العائد من الأرباح بالنسبة لحقوق الملكية أي نسبة توليد أرباح الاستثمار من المالك في الشركة وتحسب بقسمة صافي الأرباح على حقوق الملكية وطبعاً حقوق الملكية سوف تكون بالمتوسط أي حقوق الملكية أول الفترة + حقوق الملكية آخر الفترة مقسوماً على 2، فعند كتابة حقوق الملكية أو متوسط إجمالي حقوق الملكية.

¹: سعيد بوهرارة، تجربة المالية الإسلامية الماليزية، الأكاديمية العلمية للبحوث الشرعية ISRA، لا توجد معلومات أخرى، ص 11-16.

- على صعيد البحث العلمي في المالية الإسلامية أسس البنك المركزي الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية سنة 2008 لرفد الصناعة المالية ببحوث تأصيلية وتطبيقية تستجيب للتحديات المحلية والدولية وعلى مستوى النوعية بالمالية الإسلامية والتعريف بجهد ماليزيا في هذا المضمار أسست الحكومة الماليزية المركز الإسلامي سنة 2006 والهدف من ذلك الإسهام في جعل ماليزيا مركزا عالميا رئيسيا للتمويل الإسلامي.
- تأسيس جمعية المؤسسات المصرفية الإسلامية سنة 1996 لتتسق جهود المصارف الإسلامية وتبحث أهم التطورات والتحديات التي تواجهها هذه المصارف.
- قوة الهيكل التنظيمي والبنية التحتية.
- تنوع المنتجات المصرفية: لقد تم تشكيل المنتجات المصرفية باستخدام مبدأ المعاملات مثل المرابحة، الاستصناع، الإجارة، المضاربة المشاركة... الخ، إذ أن البنوك الإسلامية في ماليزيا تقدم اليوم أكثر من 50 منتج وخدمة، التي تطورت طيلة أربعة فترات أساسية¹:
 - المرحلة الأولى 1983: حيث كانت المنتجات الأولية هي: وديعة حساب التوفير، وديعة الحساب الجاري، المضاربة حساب الاستثمار والبيع بالتعجيل لتمويل الإسكان.
 - المرحلة الثانية 1993: تم إضافة منتجات جديدة مثل: المرابحة، تمويل رأس المال العامل بين البنوك الإسلامية، سوق المال وتوريق الأصول.
 - المرحلة الثالثة 1999 تم إدخال منتجات جديدة كبطاقات الائتمان الإسلامية والتمويل الإسلامي والإجارة الثابتة التمويل.
 - المرحلة الرابعة الحالية: وفيها تم بداية العمل بالمشاركة والمشاركة المتناقصة، التمويل عن طريق المضاربة والمشتقات والمنتجات.
- ثانيا) التحديات التي تواجه تجربة البنوك الإسلامية في ماليزيا:**

هناك عدة اعتراضات كثيرة يمكن أن يذكر منها ما يلي²:

 - مسألة الموافقة الشرعية على إنشاء النوافذ الإسلامية حيث أن البعض يقر أنه لا يجوز إنشاء نوافذ إسلامية من بنوك إسلامية هي أصلا غير إسلامية حيث أن البنوك التقليدية تعتبرها أسلوب تسويقي لجذب المسلمين في ماليزيا.
 - مسألة الموافقة الشرعية لوضع معايير يقال بها أنه يجوز الاستثمار في مشروع ما حيث أن الماليزيين يقولون بأنه إذا تم الاستثمار في مشروع نشاطه حلال بنسبة 80 % على سبيل المثال

¹: لشهب الصادق، بوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 95.

²: سليمان عبد الله الناصر، تجربة ماليزيا ومقارنتها بالتجربة اليمنية، مرجع سابق، دون صفحة.

فإنه يكون حلالا شريطة أن يتم خصم 20% من الأرباح والتبرع بها والبعض الآخر يقول أنه يجوز بأي حال من الأحوال الاستثمار في أي مشروع إلا إذا كانت 100% نشاطه ورأس ماله حلال متوافق مع الشريعة الإسلامية.

- بيع الدين وبيع العينة والمتاجرة بالصكوك وخلق مشتقات هذه كلها مسائل فقهية مختلف عليها أصدر فيها الكثير من العلماء تصاريح قوية بالتحفظ عليها.
- أما من بين أهم الاعتراضات التشغيلية فتعلق بالسماح للبنوك الأجنبية لهذه السرعة للعمل في ماليزيا ولم تكن البنوك المحلية مستعدة بأكملها للمنافسة.

ثالثا) ماليزيا تسعى لتكون مركز الصناعة الصيرفة الإسلامية:

يمكن القول من ناحية البنية التحتية للصيرفة الإسلامية أنها موجودة في ماليزيا ومكتملة فلدی ماليزيا الآن بنوك إسلامية متطورة وشركات التأمين الإسلامية وسوق مالية إسلامية كما لديها أيضا مراكز البحث العلمي والجامعات والكليات المتخصصة في مجال الصيرفة الإسلامية والنظام المالي الإسلامي وهذه كلها مقومات لكي تكون ماليزيا مركز الصناعة النظام المالي الإسلامي في العالم ككل وهذا لا يمنع ماليزيا أن تتعاون مع جهات أخرى في العالم الإسلامي لتطوير هذا النظام المالي الإسلامي، أما عن عدد المصارف الإسلامية في الوقت الحالي بماليزيا قد بلغ 17 بنك إسلاميا ماليزيا محليا وأربعة مصارف إسلامية دولية، كما أن هناك عدد من البنوك الماليزية والعالمية داخل ماليزيا لديها النظام المزدوج أي النظام التقليدي والإسلامي .

أما عن حصة المالية الإسلامية في السوق الماليزي في البنوك تقريبا 23% وتأمل الدولة في المستقبل القريب أن تصل إلى 30% إن شاء الله أما بالنسبة للأسواق المالية فهي أكثر من 60% ولكن التكافل والتأمين الإسلامي ما يزالان قليلان وهما في حدود 8% و 9% فقط، وهذا يحتاج إلى بذل مجهود أكبر من قبل العاملين في مجال التأمين الإسلامي، ويمكن القول أن نسبة النمو تتراوح بين 15% و 25% سنويا، وهذا مؤشر جيد¹.

2.3. سوق رأس المال الماليزي والجهات الرقابية فيه:

يعتبر سوق رأس المال أهم الأجهزة في السوق المالي الماليزي، وعليه سيتم التطرق من خلال هذا الجزء إلى أهم الجوانب المتعلقة بالمفهوم والنشأة والوظائف... الخ.

¹: سيف الدين حسن العوض عبد الله، ماليزيا تسعى لتكون مركز عالميا لصناعة الصيرفة الإسلامية، مرجع سابق، ص16.

1.2.3. سوق رأس المال الماليزي ونشأته:

يكتسب سوق رأس المال في ماليزيا أهمية كبيرة، باعتباره أداة منشطة للاقتصاد ككل، لذلك سيتم التطرق إلى مفهومه بكل جوانبه مع إعطاء نبذة عن نشأته من خلال ما سيأتي:

1.1.2.3. مفهوم سوق رأس المال الماليزي:

يمكن القول أنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل¹ والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات طويلة الأجل ولا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم العام إلا أن هذا السوق يتكون من قسمين هما سوق رأس المال إسلامي وسوق رأس مال تقليدي وتطور سوق رأس المال الماليزي تطورا ملحوظا خاصة بعد سنة 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خططا رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ فيفري 2001 ومن أهداف هذه الخطط²:

- جعل سوق رأس المال الماليزي مركزا لتمويل وتطوير الشركات المحلية.
- إيجاد بيئة استثمارية مثلى للمستثمرين وخلق موقع تنافسي لمؤسسات السوق.
- تطوير خدمات الوساطة وتقوية أنظمة الرقابة.
- اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

وتتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق، فتشمل سندات الحكومة الماليزية والشركات الخاصة، الصكوك الإسلامية، أسهم شركات المساهمة، شهادات صناديق الاستثمار، عقود المستقبلات والسلع والخدمات المالية، عقود الخيارات.. الخ.

لم يختص سوق رأس المال الماليزي بالسوق المنظم (البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات) فحسب، بل يركز على السوق غير المنظم لا سيما سوق السندات ويعد سوق رأس المال الماليزي أحد أهم مصادر التمويل للمشاريع التنموية الماليزية في الوقت الحالي، وسد احتياجات الاستثمار، و هو مكان المنافسة للشركات المتطورة في ماليزيا.

2.1.2.3. نشأة سوق رأس المال الماليزي:

تعتبر بداية صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا نهاية القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي عام 1930 أسست جمعية

¹: زياد رمضان، مران شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص82.

²: بو عبد الله علي، بوقصبة الشريف، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد:42، نوفمبر 2015، ص13.

سماسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، لكن يرجع ظهور سوق رأس المال في ماليزيا بالبعد الحقيقي إلى أوائل الستينات وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجيا وأسس سوق رأس المال الماليزي رسميا في 1973¹ ويعد هذا السوق قطاعا جيدا مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية، إلا أن بداية نمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية ومن ذلك الوقت أصبح القطاع العام قطاعا أساسيا لتطوير الاقتصاد القومي.²

إن عملية تطوير سوق رأس المال الماليزي قد تمت من خلال عملية تدريجية، ويعتبر هذا السوق قطاعا جديدا مقابل قطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية في أوائل الستينات والسبعينات، إلا أن هذا السوق قد تطور تطورا ملحوظا في فترة الثمانينات والتسعينات وكانت بداية نمو سوق رأس المال في أوائل الثمانينات بهدف رئيسي لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية الماليزية في حين أصبح القطاع العام قطاعا أساسيا لتطوير الاقتصاد القومي.

بعد ظهور مبدأ الخصخصة فإنه قد غير تركيز الحكومة الماليزية على القطاع العام فحسب، وإنما يعد القطاع الخاص داعما لسوق رأس المال في ماليزيا في نمو الاقتصاد القومي ولكن التعاون بين القطاعين العام والخاص مهم للتأكد من أن سوق رأس المال الماليزي يستطيع إيجاد المنافسة مع سوق رأس المال الأجنبي بكفاءة وفعالية.

وتطور سوق رأس المال الماليزي تطورا معتبرا بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة كوالالمبور للأسهم (Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE التي تأسست في سنة 1994، وسوق المشتقات، سوق السندات، إلى جانب تقديم بعض المنتجات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة Call Warrants وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة Warrants فأصبح هذا السوق مصدرا رئيسيا للموارد المالية لتمويل التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام والخاص حيث قدر حجم السوق ب 62 مليار دولار أمريكي لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية وقد بلغت رسملة سوق الأسهم الماليزية 91.6 مليار دولار أمريكية سنة 1993 وبذلك تكون قد تضاعفت % 58 مقارنة بسنة 1991 ووفقا

¹: Ranjit Ajit Singh , Zainal Aznam Yusof, **Development Of The Capital Market In Malaysian**, AT10Research Conference, 7-8 March 2000, p8

²: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير: إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007، ص84.

للبنك الدولي، ارتفعت القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة لسوق الأسهم الماليزي من % 110.4 في 1990 إلى % 127 سنة¹ 2000، ومن أجل تدعيم هذا السوق قد التزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي التي افتتحها وزير المالية الماليزية في 22 فيفري 2002م ب ستة أهداف جوهرية أهمها أن تكون ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، وفي 14 أبريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى اسم "بورصة ماليزيا برهاد"² إن هذا السوق يوفر الاقتراض المتنوع وتمويل المشاريع التنموية المتوسطة وطويلة الأجل لتسهيل تطور القطاعات الصناعية والمالية والاقتصادية وغيرها في ماليزيا ومن ذلك تحقيق الفائدة للمجتمع والاقتصاد الماليزي معا.

2.2.3. وظائف سوق رأس المال الماليزي:

لقد أصبح سوق رأس المال الماليزي ركنا أساسيا من أركان النظام المالي والاقتصادي، فهو يعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمارات والمشاريع التنموية، ومن أجل تحقيق ذلك يقوم هذا السوق بوظائف عديدة يمكن تلخيصها في³:

- سوق رأس المال الماليزي أحد جوانب القطاع المالي الماليزي، وهو الوسيط الذي يتم من خلاله تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية التي تعاني من عجز على وجه الخصوص، مثل قطاعات الصناعة والزراعة والسياحة والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، على أن يتم دفع العائد الذي يرضى به أصحاب رؤوس الأموال مما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد المحلي⁴.

- بفضل هذا السوق تمكنت المؤسسات المالية الماليزية من تجميع رؤوس الأموال مع بعضها البعض للوصول إلى تمويل المشاريع التنموية الاجتماعية والاقتصادية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.

¹: Aisyah Abdul Rahman, Noor Zahirah Mohd Sidek and Fauziah Hanim Tafri, **Macroeconomic determinants of Malaysian stock market**, African Journal of Business Management Vol (3), March, 2009, p96.

²: موقع بورصة كوالالمبور: www.Klse.com.my/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market

³: سحاسورياني، جعفر صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2008، ص ص 15، 16.

⁴: Alhabshi, Datuk Syed Othman, **Development of Capital Market Under Islamic Principles**, Conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islamic System, Concorde Hotel, Kuala Lumpur, Malaysia, January 25-26, 1994. p6.

- توفير التشجيع اللازم لتطوير الشركات الخاصة في ماليزيا بتوفير خدمة الوسيط (Intermediary Service) لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال من أجل استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية.

- يساعد السوق عمليات التطور الاقتصادي الماليزي بتجميع الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل من كل مشاركي السوق لتمويل المشاريع التنموية العامة واستثمارات الشركات الخاصة.

- يعد سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، خاصة في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها اليومية للأوراق المالية والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا¹.

- يساعد سوق رأس المال الماليزي في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

- تتطلب أسواق رأس المال وجود أسواق ثانوية يتم فيها تداول الأوراق المالية المتنوعة من أجل تنشيط الاستثمار في هذه الأسواق و توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل وهذا الذي ما يزيد من سرعة تداولها².

3.2.3. أقسام سوق رأس المال الماليزي:

ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام هي: سوق الملكية، Equity Market

وسوق السندات Bonds Market وسوق المشتقات Derivatives Market، تلخص فيمايلي:

1.3.2.3 سوق الملكية:

سوق الملكية عبارة عن تلك السوق التي تتوفر فيها المنتجات والخدمات المتعلقة بالملكية، مثل الأسهم وصناديق الاستثمار وخدمات السمسرة³، يمثل سوق الملكية جزء مهم في سوق رأس المال الماليزي، حيث أيوفر للمستثمرين فرصة كبيرة في تنمية وزيادة رؤوس أموالهم، كما تمكن هذه السوق بأن يصبح المستثمر مالكا لجزء من أصول الشركة المقيدة بالبورصة مما يسمح له بالحصول على جزء من أرباحها في نهاية العام، أو بتحمل لخسارة إن حصلت، بالإضافة إلى ذلك فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدول تداول البورصة الماليزية، التي تأسست في عام 1973 باسم "بورصة كوالا لمبور للأوراق المالية المحدودة "

¹: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص174.

²: جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 35.

³: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص175.

ويحكم هذه البورصة عدة قوانين شرعت من أجل توفير الظروف الملائمة لسير عملها منها قانون الشركات الصادر في 1965 وتعديلاته عام 1986، قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتعديلاته سنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية والخدمات لسنة 2007 وتعديلاته سنة 2011¹.

2.3.2.3. سوق السندات:

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن السوق غير المنظمة التي يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا والسندات المتداولة في هذه السوق تشير إلى قروض طويلة الأجل بمدة استحقاق أكثر من سنة واحدة وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل.

وتعتبر السندات شهادات مديونية قابلة للتداول في سوق السندات حيث تكفل الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة لحاملها فائدة ثابتة، وتدفع له رأس ماله في نهاية تاريخ الاستحقاق والسندات مختلفة عن الأسهم حيث تمثل ديناً عن الحكومة الماليزية أو الشركات، ويعتبر مالكيها دائناً للحكومة الماليزية أو الشركات في ماليزيا، بينما الأسهم عبارة عن حصة من رأس مال الشركات، ويعتبر مالكيها شريكاً².

عرفت سوق السندات في ماليزيا تطوراً ملحوظاً من حيث حجم السوق ونوعية الأدوات المستعملة حيث تركز هذه السوق على العمل من أجل تنويع القاعدة المالية بشكل جيد تلبية للاحتياجات المتغيرة للاقتصاد الماليزي، واتخذت الحكومة إجراءات لتطوير هذه السوق، ويعكس ذلك نجاح هذه الجهود في النمو الكبير لسوق السندات حيث بلغ نمو هذه السوق في نهاية ديسمبر 2010 ما يفوق 763 مليار رينجيت ماليزي أي 97% من الناتج الداخلي الخام³.

في ماليزيا أصبح نظام التحويل الإلكتروني للأموال والأوراق المالية النظام الذي تسجل فيه كافة الأمور المتعلقة بتعاملات السندات التقليدية أو الإسلامية لاسيما تسوية السندات والتداول بها، ويقوم هذا النظام على رقابة البنك المركزي الماليزي الكاملة، والبنك المركزي الماليزي مسؤولاً عن السوق الثانوية (Secondary Market) المتعلقة بأمور التداول بالسندات في ماليزيا، أما هيئة الأوراق

¹: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص164.

²: سحاسور ريان جعفر صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص 21.

³: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص166.

المالية الماليزية جهة مسؤولة كاملة عن السوق الأولية Primary Market وهي جهة رقابية رئيسية لسوق السندات من حيث إصدار القوانين والتشريعات والتعليمات فيما يتعلق بهذا السوق، والتعاون بين الجهتين أدى إلى تطوير سوق السندات في ماليزيا بكفاءة عالية وفاعلية¹.

3.3.2.3. سوق المشتقات:

سوق المشتقات في ماليزيا هي السوق التي يتم فيها تداول أدوات المشتقات وتشتق قيمة هذه الأدوات من قيم الأصول الاستثمارية كالأسهم أو السلع في البورصة الماليزية المحدودة وعلى سبيل المثال، قيمة عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام تشتق من قيمة زيت النخيل الخام في البورصة الماليزية المحدودة.

بدأت سوق المشتقات من ماليزيا بتأسيس بورصة كوالا لمبور للسلع في سنة 1980 وأول عقود المستقبلات المتداولة في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام²، يمكن توضيح الهيكل التنظيمي لسوق المشتقات الماليزية من خلال الشكل التالي:

الشكل (1.3): الهيكل التنظيمي لسوق المشتقات الماليزية



source: Securities Commission of Malaysia, www.sc.com.my

يتضح من الشكل أعلاه أن المنظم في سوق المشتقات الماليزية هي وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية، وتعد هذه الأخيرة مؤسسة رقابية وحيدة لسوق رأس المال الماليزي ترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية.

¹: سحاسور ريانى جعفر صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص 22.

²: نور ليامت سعيد جعفر، سوق المشتقات الماليزية، مذكرة ماجستير تخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 34.

4.3.2.3. مركز لابوان للتعاملات المالية الدولية:

تم إنشاء مركز لابوان للتعاملات المالية الخارجية في 1990، وفي 23 نوفمبر 2000 تم البدء بالتعامل في سوق لابوان الدولي للأوراق المالية، وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي ويخضع لإشراف البورصة الماليزية التي تعمل على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها هذا المركز كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من قيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة¹.

ويقدم مركز لابوان الدولي للمال والأعمال حلولاً مالية شاملة للمنتجات والخدمات التقليدية والقائمة على الشريعة على حد سواء والتي تشمل الأعمال المصرفية، والتأمين ومنتجاته، والتكافل وإعادة التكافل، وإدارة الصناديق، وزيادة قيمة رأس المال².

4.2.3. الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي.

أصبح سوق رأس المال الماليزي القطاع الذي يشارك فيه العديد من المستثمرين، وحجم الأموال المتداولة فيه كبير جداً، وهذا السوق بحاجة إلى رقابة وإشراف من الجهات المحددة للتأكد من أن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفاعلية، وبذلك اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية الهامة، ويتم خضوع سوق رأس المال في ماليزيا سواء كان السوق الإسلامي أو التقليدي للجهات الرقابية المحددة حيث يخضع للجنة العليا لهذا السوق (هيئة الأوراق المالية الماليزية) والجهات الفرعية ذات الصلة به، ووجود هذه الجهات لضمان التزام مشاركي السوق بالقوانين والتشريعات المنضبطة منها وحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال في ماليزيا³، ومن الجهات الرقابية الهامة على سوق رأس المال الماليزي ما يلي:

1.4.2.3. الجهة العليا لسوق رأس المال في ماليزيا:

هيئة الأوراق المالية الماليزية SC* هي جهة رقابية وحيدة لسوق رأس المال الماليزي والتي ترتبط بوزارة المالية الماليزية مباشرة و تم تأسيس هذه الهيئة في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993. (Securities Commission Act 1993) SC ومن بين وظائفها

¹: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص 168.

²: هيئة تنمية الصناعة الماليزية، بتاريخ: 12-10-2016، الموقع الرسمي: <http://www.mida.gov.my/home/banking,-finance-&-exchange-administration/posts/?lg=ARB>

³: نصبة مسعود، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجاً، دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، قسم العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص 247، 248.

*SC: securities Commission of Malaysia.

الرئيسية هي الرقابة على أنشطة سوق رأس المال الماليزي وتدعيمها ومن وظائف الرقابة لهيئة الأوراق المالية الماليزية ما يلي¹:

- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية .
- تسمح هيئة الأوراق المالية الماليزية بإصدار سندات الشركات، أما السندات الحكومية خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي بصورة كاملة.
- القيام بالرقابة والإشراف على كافة الأمور فيما يتعلق بالأوراق المالية وعقود المستقبلات والخيارات وغيرها .

- القيام بعملية الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا².

- الرقابة على كل ما يتعلق بنظام صناديق الاستثمار .

- مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة والإيداع المركزي.

هذه الهيئة مسؤولة مسؤولية كاملة عن توفير المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين³، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات والتشريعات والأنظمة المتعددة⁴.

2.4.2.3. الجهات الفرعية لرقابة سوق رأس المال في ماليزيا:

تعمل الجهات الفرعية لجانا مساعدة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها والمسائل المختلفة والمتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا، وقد كانت معروفة بالشركات التابعة وأهم هذه الشركات هي:

أولا) البورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة: *Bursa Malaysia Securities Bhd

هي مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن رقابة البورصة، وكذلك تطبيق القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة والمسماة نظام تأسيس الشركة وأعضائها في شؤون الأوراق المالية، وتمنع البورصة الماليزية للأوراق المالية العمليات المحظورة المفضية إلى عدم استقرار السوق، وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على كافة الأنشطة داخل البورصة وخارجها، وتتولى وزارة المالية الماليزية مسؤولية الإشراف على كافة الأنشطة في البورصة الماليزية

¹: سحاسور رياتي جعفر صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص 29، 30.

²: نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجاً، مرجع سابق، ص 248.

³: قمر الدين هشام، مقدمة هيئة الأوراق المالية الماليزية، ندوة سوق رأس المال الإسلامي، المعهد الديني السلطان زيد العابدين، ماليزيا، 9 نوفمبر 2000، ص 11.

⁴: سحاسور رياتي جعفر صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص 29.

بصورة غير مباشرة، أما هيئة الأوراق المالية الماليزية فهي مسؤولة مباشرة عن الرقابة على كافة أنشطتها اليومية، وبناءً على ذلك فإن هذه البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية، وهذا لضمان التزام أنشطة الأسهم المتداولة فيها بالقوانين والتشريعات ذات الصلة بها، ومن جهة أخرى تقوم البورصة الماليزية بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية الكترونياً منذ 29 ماي 1997 وهي ملتزمة بمصادقة وزير المالية، وقانون صناعة الأوراق المالية 1983 كل ذلك خدمت أهدافها الرئيسية في توفير رؤوس الأموال عبر تداول أسهم الشركات وفقاً لأحدث الطرق الفنية¹.

ثانياً) بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة:

هي بيت المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية الكترونياً وتوفر خدمات المقاصة لأعضاء البورصة وفقاً لقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983، ومن وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة من جهة، ومسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى .

ثالثاً) بورصة ماليزيا للإيداع المحدودة: Bursa Malaysia Depository Bhd

هي الجهة التي ينفذ من خلالها نظام التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع في التعامل بالأسهم، وهذا النظام يستخدم لتسوية أسعار الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار الشهادة، لأن تسوية هذه الأسعار يتم من خلال الأجهزة الإلكترونية، ويسجل هذا التعامل في حسابات المستثمرين من خلال نظام الإيداع المركزي ويشبه هذا الحساب بنظام الدفتر المسجل كما في نظام الإقراض والاقتراض في حساب التوفير وهذه البورصة مسؤولة عن الإدارة لكافة الحسابات، ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة من خلال تشكيل القوانين والتنظيمات².

رابعاً) البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة: Bursa Malaysia Derivatives Bhd

¹: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 94.

²: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص 177.

هي بورصة يتم فيها تداول منتجات المشتقات (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات والعقود الآجلة)، تم إنشاؤها في 17 أبريل 1993¹، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بذاتها وكانت هيئة الأوراق المالية الماليزية تحكم قانون صناعة المستقبلية لسنة 1993، وأما هذه البورصة فتحكم قواعد الأعمال Business Rules كمنظمة رقابية ذاتية وهي مسؤولة مسؤولية كاملة فيما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة².

خامسا) بورصة المقاصة للمشتقات المالية المحدودة Bursa Malaysia Derivatives Clearing :Bhd

هي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلية والخيارات، وأما أهم القوانين التي يخضع لها سوق رأس المال في ماليزيا سواء أكان السوق الإسلامي أو التقليدي بهدف الرقابة والتطور لأفضل هي ما يلي: قانون الشركات لعام 1965م، قانون الصناعة للأوراق المالية لسنة 1983، قانون الصناعة للأوراق المالية الإيداع المركزي لعام 1991م، قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993م، قانون صناعة السوق المستقبلية لعام 1993م. وعليه يمكن القول أن وجود الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي يمكن أن تساعد أسواق الملكية للأسهم والسندات والمشتقات لتحقيق ثقة المتعاملين في هذه الأسواق من خلال تطبيق القوانين الصادرة عنها³.

3.3. ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم تطوراتها:

نظرا لأهمية سوق رأس المال الماليزي سيتم من خلال هذا المبحث، التطرق إلى أهم الجوانب المتعلقة به من تعريف ونشأة وأهمية وأهداف.

1.3.3. نشأة وتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

ترجع بداية تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مع بداية فترة السبعينات عندما أصدرت شركة Shell MDS Sdn Bhd لأول مرة صكوك إسلامية⁴ وتبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس

¹: Bursa malaysia, bursa Malaysia derivatives , on line, available at: <http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/about-bursa-malaysia-derivatives/about-us/regulatory-structure/> 10/07/2016.

²: نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجا، مرجع سابق، ص 251.

³: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 96.

⁴: Mohamed Akram Laldin , Shariah Approved Securities Screening Process in Malaysian ,working paper Submitted in the annual Scientific conference on the fifteenth of stock markets and stock exchanges ,”Prospects and challenges ,colleges”,college of Sharia and Law ,university of United Arab Emirates ,Dubai ,United Arab Emirates,6-8March 2007.p4.

المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه ومع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لاسيما المستثمرين المسلمين والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية الى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا بصورة معمقة ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي Islamic Capital Market Department ICMD في عام 1994، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية Islamic Instrument « IISG » Study Group في أواخر عام 1994 تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية Shariah Advisory Council Sac وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل¹.

كما يمكن تلخيص أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من خلال الجدول الآتي:

الجدول (4.3): أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في

ماليزيا

السنة	المعالم
1990	إصدار ولأول مرة سندات خاصة اسلامية من طرف Shell .MDS Sdn Bhd
1993	تأسيس أول صندوق أسهم استثماري إسلامي Arab Malaysian Tadung Ittikl من طرف Arab Malaysian Unit trust Bhd
1994	تأسيس أول شركة سمسة إسلامية لتجارة الأسهم من طرف BIMB Securities Sdn Bhd
1995	هيئة الأوراق المالية تؤسس وحدة سوق رأس المال الإسلامي
1996	تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC)
1997	أصدرت Khazanah Nasional Bhd سندات Khazanah Murabah بكيون يساوي الصفر. السندات قائمة على أساس المرابحة وبيع الدين. قامت هيئة الأوراق المالية بمعية المجلس الاستشاري الشرعي وذلك بوضع قائمة رئيسية لأسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة القائمة يتم تحديثها مرتين في السنة في كل من شهري أبريل وأكتوبر
1999	بورصة ماليزيا أطلقت ثاني مؤشر أسهم إسلامي (مؤشر كوالا لامبور الإسلامي المؤشر يضم كافة أسهم الشركات الشرعية المدرجة في القائمة الرئيسية في بورصة ماليزيا
2000	فرضت SC مصدري السندات الإسلامية شرط اشتراك المستشارين (هيئة الأوراق المالية) المستقلين الشرعيين على النحو المنصوص عليه في المبادئ التوجيهية بشأن طرح سندات الدين الخاصة. أطلق الصندوق الاستثماري (RHB Management Bhd) أول صندوق سندات استثمارية إسلامي

¹: لزغي حمو، أزعار يجي، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، العدد 34، دون بلد، مارس 2015، ص 20.

	-أطلقت هيئة الأوراق المالية الماليزية قسم مخصص لسوق المال الإسلامي ع لى موقعها الإلكتروني
2001	تم إطلاق المخطط الرئيسي لسوق المال (Master plan 1) باعتبار ماليزيا مركز سوق رأس مال دولي إسلامي
2002	قامت (Kumpulan Guthrie) بطرح صكوك إجازة قدرت ب 150 مليون دولار أمريكي، أول إصدار سندات لشركات عالمية، أدرجت الصكوك على مستوى بورصة لا بوان الخارجية
2003	سمحت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لعام 2003 بخصم الضرائب لمدة 5 سنوات على النفقات التي تتكبدها في إصدار السندات الإسلامية، استنادا إلى مبادئ الشريعة الإسلامية في الاجارة، المضاربة والمشاركة
2004	سمحت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لعام 2004 بخصم الضرائب لمدة 5 سنوات على النفقات التي تتكبدها في إصدار السندات الإسلامية، على أساس مبدأ الشريعة الإسلامية في الإستصناع
2005	اصدر البنك العالمي سندات إسلامية قدرت ب 760 مليون رنجت ماليزي . إصدار أول استثماري إسلامي عقاري
2008	وضعت الحكومة الماليزية في ميزانيتها العامة حوافز عديد لتسهيل إنشاء صناديق استثمار إسلامية من جهات أجنبية .
2010	إطلاق المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال (Maser plan 2) للفترة الممتدة من 2010 إلى 2020 م، بعد أن تم تحقيق 95% من الأهداف المسطرة في Maser plan 1
2011	في 21 فيفري، تم إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا بلومبرغ (إيه أي بي أي أم) السيادي الشرعي، بالتعاون بين بورصة ماليزيا بلومبرغ ورابطة المؤسسات الإسلامية المصرفية لماليزيا، يعتبر المؤشر معيارا مرجعيا لاستثمارات السندات الإسلامية السيادية في ماليزيا، كما يعتبر مقياسا أيضا لأداء الأوراق المالية الحكومية المقومة بالرينجيت الماليزي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

المصدر: نورة بومدين، الأسواق الإسلامية: معالم الواقع وأفاق المستقبل، مرجع سابق، ص116.

2.3.3. سوق رأس المال الماليزي الإسلامي وأهميته:

يتميز سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عن سوق رأس المال التقليدي بعدة نقاط جوهرية كما

أن هذا السوق الإسلامي لديه أهمية كبيرة في ماليزيا يمكن توضيح ذلك من خلال ما يلي:

1.2.3.3. مفهوم وخصائص سوق رأس المال الماليزي الإسلامي:

في هذا الإطار سيتم التطرق إلى تعريف سوق رأس المال الماليزي واستخلاص أهم الخصائص المميزة لهذا السوق.

أولا) تعريف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا، أي أنه سوق تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتخضع أنشطة السوق لرقابة

وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء في مجال المعاملات الشرعية¹، وهو ما ينطبق على سوق رأس المال في ماليزيا.

ثانياً) خصائص سوق رأس المال الماليزي:

ومن بين أهم المميزات والخصائص التي يتمتع بها سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما

يلي:

- الخضوع للرقابة الشرعية: يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستثمارية الشرعية، من أجل التأكد على التزام أنشطته بأحكام الشريعة وضوابطها التزاما كاملا، غير أن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال السوق، لأنها تحصل على المعلومات المتعلقة بهذا السوق من جهة الإدارة للهيئة بشكل عام، وتعتبر جهة الإدارة جهة مسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة هذا السوق².

- تكون عمليات السوق خالية من أي محظور شرعي: وهي خاصية أساسية مميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن نظيرة التقليدي، ومن بين أهم المعالم هو إسقاط الفائدة في التعاملات المالية أخذاً أو عطاءً، إلى جانب ذلك تحريم الغرر والميسر وغيرهما، وعلى المستثمرين المسلمين أن يتأكدوا من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعا، بل تقوم في دائرة الحلال إذ أن بعض هذه الشركات تنطوي على عناصر محرمة شرعا كالمصارف الربوية وشركات الخمور ونحوها، وأن تكون الجهات المصدرة تصدر الصكوك الإسلامية وفقا لأسس الشريعة وضوابطها المقررة من اللجنة الشرعية³.

- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية⁴: من أجل التعامل بالأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات تتمثل فيما يلي⁵:

- ✓ القيام بعملية فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة.
- ✓ مراجعة نشاطات الشركة للسماح بمعرف ما إذا كانت النشاطات التي تقوم بها موافقة لأحكام الشريعة أم لا.

¹: الزغي حمو، أزعار بجي، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مرجع سابق، ص20.

²: بن الصيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص179.

³: Guidelines on the offering of Islamic Securities, took effect from 26 July, 2004, p1.

⁴: بن الصيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص80.

⁵: Mouhamed Akram Laaldin, Shariah approved Securities Screening process in Mallayia, the 15th annual Scientific meeting the capital market Bursa -U-A-E University 15/07/2006, p11.

- ✓ جدول نتائج المجلس الاستثماري الشرعي.
- ✓ جمع النتائج ووضع قائمة الإصدارات المصادق عليها شرعا.
- ✓ الخضوع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة: وتصدر من الجهات المعنية لهذا السوق لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية وغيرهما، ومن القوانين الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية. « Guidelines in the offering of Islamic Securities. » والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها، أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية، كما أن السوق الأولوية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقا لنظام التحويل الإلكتروني للأموال والأوراق المالية، كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق¹.

2.2.3.3. أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تتعدد أهمية هذا السوق والتي نوجزها في النقاط التالية:

-توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:

تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وكما رأينا تشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة انه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول².

-الرقابة على المعاملات في السوق:

أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفا لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية³.

¹: نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجا، مرجع سابق، ص 261.

²: عبد الله علي، بوقصبة الشريف، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، عن موقع: <http://giem.kantakji.com/article/details/ID/560#.WVtfpoSGPIU> ، بتاريخ:

2017 /07/03.

³: الزغي حمو، أزارع يجي، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مرجع سابق، ص 20،21.

- تمويل الاقتصاد الماليزي وتطويره: يلاحظ من خلال الجدول المبين أسفله سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل القطاع العام والخاص في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات الدراسة 71٪، ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 50٪ من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والناجح المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعلها سوقا ماليا إسلاميا دوليا بجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية¹.

الجدول (5.3): تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2005-2015)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم (%)	85	86.1	86	87	88	88	89	89	71	74.3	73.86
رسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي السوق	63.28	64.56	63.7	64.2	63.8	59.3	63	64	60.5	61.30	64.09

Source: Securities commissions, annual report (2008, 2010, 2012, 2013, 2014, 2015).

3.3.3. أهداف ووظائف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

توجد أهداف عديدة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ومن أجل تحقيقها تقوم بمجموعة من الوظائف، ومن خلال هذا العنصر سيتم الطرق إلى أهم هذه الأهداف والوظائف لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

1.3.3.3. أهداف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

¹: عبد الله علي، بوقصبة الشريف، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مرجع سابق، دون صفحة.

بعد كل هذه التطورات الايجابية خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا حيث يخضع لرقابة اللجنة الاستثمارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن تطوير سوق رأس المال، وذلك من خلال¹:

- توفير الدراسات والبحوث كافة، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها.
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي المحلي والدولي من خلال الندوات، الدورات والمحاضرات وغيرها من الأساليب التي تعطي الصورة الكاملة لهذا السوق (طبيعته وأنشطته).

2.3.3.3. وظائف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا: يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بوظائف عديدة يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- **تلبية حاجة المستثمرين المسلمين والجهات المصدرة:** حيث يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، كما يتيح الفرصة للجهات المصدرة بإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة، حيث يتم إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها بناء على القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية².
- **عمل الجهة الرقابية العليا:** تتمثل أساسا في هيئة الأوراق المالية الماليزية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي، بالتعاون مع مشاركي السوق وبذلك طرحت الهيئة هدف في الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزية لكون ماليزيا مركز دوليا لسوق رأس المال الإسلامي ولتحقيق هذا الهدف قامت الهيئة بالترويج للأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلي إلى المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، ويمكن لهذا أن يؤدي إلى جذب الاستثمارات الأجنبية للسوق المالية الإسلامية³.

- **تدعيم الاقتصاد الماليزي ونموه:** يساهم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في تدعيم التنمية الاقتصاد الوطني الماليزي لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وهذا من خلال

¹: الزغي حمو، أزعار يجي، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مرجع سابق، ص 20.

²: سحاسورياني صفر الدين حففر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص ص 41، 42.

³: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق،

تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية¹.

إن رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية تتمثل في الحصول على العوائد والأرباح المشروعة في الإسلام، وليس على عنصر الفائدة المحرمة شرعا، وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا والنمو الاقتصادي الماليزي وارتقائه نحو الأفضل والدليل على ذلك هو تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي مقارنة بالسوق الربوي².

3.3.3.3. المتعاملون في سوق رأس المال الماليزي والنظام القانوني لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

من أجل السير الجيد لعمل سوق رأس المال الماليزي لابد من وجود متعاملين فيه لأجل القيام بمهامهم الضرورية، ولابد من وضع نظام قانوني لإصدار الأوراق المالية الإسلامية، لذا من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى أهم هذه الجوانب.

أولاً المتعاملون في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: هناك عدة متعاملين يدخلون في سوق رأس المال الماليزي هم:

أ. البنك المركزي الماليزي: بنك ماليزيا المركزي هو قمة الهيكل المالي والمصرفي في البلاد، له أهداف رئيسية، ومن المهام التي تساهم في نمو الصيرفة الإسلامية في ماليزيا³:

- تعزيز المرافق المالية الإسلامية: حيث قام البنك المركزي بتحرير النظام المصرفي الإسلامي، وهذا ما يؤدي إلى دخول المصارف الإسلامية الأجنبية، مما يدعم تنوع المنتجات وتحفيز الابتكارات المالية ويدعم تنمية النظام الإسلامي ويربط ماليزيا مع باقي الأسواق المالية الإسلامية.

- تعزيز الإطار الشرعي والقانوني: من خلال صدور الضوابط الخاصة باللجان الشرعية مما زاد من عدد المستشارين الشرعيين الذين يعينون كأعضاء اللجان الشرعية بصورة ملموسة وبهذا يزيد عدد الخبراء الشرعيين المؤهلين في هذه الدولة.

¹: Alhabashi Datuh ,Dr: Syed Othman, **Devlopement of capital Market under ,Islamic Principles** ,conference on Managing and I plementing Interest-Free Banking?Islamic Financial System concorde Hotel ,Kuala Lumpur,January25-26,1994, P 6.

²: نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجاً، مرجع سابق، ص262.

³: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال: التجربة الماليزية أنموذجاً، مذكرة مقدمة لنيل الماجستير، علوم اقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية الاقتصاد والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2015، ص ص 239، 238.

- تعزيز الإطار التنظيمي والاحتراسي: من مظاهره إصدار الدليل الأول لضوابط الشريعة الإسلامية في شهر مارس 2004، ويهدف من ورائها إلى تعزيز فعالية مجلس الإدارة الذي سيكون مسؤول عن الإدارة الكلية للمصرف، و كذا إصدار الهيكل المنقح حسب الفوائد لصناعة الصيرفة الإسلامية .

- تعزيز الإطار التشغيلي وتنمية رأس المال الفكري: وذلك من خلال تأسيس المؤسسات الدراسية مثل المركز الدولي للتعليم المالي والمؤسسات البحثية مثل الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية.

ب. المؤسسات المالية: يوجد في ماليزيا العديد من المؤسسات المالية للتنمية التي تم إنشاؤها لتحقيق أهداف محددة في تنمية القطاعات الاقتصادية الإستراتيجية وتعزيزها بما في ذلك قطاعات التصنيع والصادرات والمشاريع الصغيرة والمتوسطة إلى جانب قطاعات الزراعة والبنية التحتية والملاحة البحرية تقوم هذه المؤسسات المالية للتنمية بدور مكمل للمؤسسات البنكية عن طريق توفير مجموعة من الخدمات المالية وغير المالية لدعم تنمية القطاعات الإستراتيجية¹، وتعمل البنوك بما فيها الإسلامية من خلال شبكة من أكثر من 2200 فرعا في أنحاء العالم وتتواجد ستة مجموعات بنكية ماليزية في 18 دولة من خلال فروع ومكاتب تمثيلية ومؤسسات تابعة ومشروعات مشتركة كما أن هناك أيضا 21 بنكا أجنبيا يقيم مكاتب تمثيلية في ماليزيا².

ج. متعاملون آخرون: يتعامل في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي كذلك متعاملون آخرون ومنهم الحكومة وصناديق الاستثمار والأفراد، وما زاد من الإقبال على التعامل في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي هو إطلاق ماليزيا مبادرات مركز ماليزيا المالي الدولي، والتي تعتبر جهدا تعاونيا نظمه المشرعون الماليون وشرعوا الأسواق في ماليزيا إلى جانب كبار مسؤولي الوكالات الحكومية ذات الصلة ومشاركين من قطاعات سوق البنوك والتكافل، وقد قامت ماليزيا بإصدار تراخيص يتم تقديمها لجلب المزيد من المشاركين إلى مركز ماليزيا الإسلامي الدولي والتي منها³:

➤ إصدار تراخيص أعمال بنكية إسلامية دولية جديدة طبقا لقانون البنوك الإسلامية لعام 1983 للمؤسسات المالية المؤهلة الأجنبية والماليزية لتمارس كل أعمال البنوك الإسلامية مع المقيمين وغير المقيمين بالعملات الدولية سواء كمؤسسة تابعة أو فرع سينمتع الكيان بإعفاء كامل من ضريبة الدخل لمدة عشر سنوات طبقا لقانون ضريبة الدخل لعام 1967.

¹: نظام البنوك في ماليزيا على الرابط. <http://www.mida.gor.my/arabic/2/index.php.p> page: banking-system.

تاريخ الاطلاع. 2014/05/20.

²: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال: التجربة الماليزية أنموذجا، مرجع سابق، ص240،

³: المرجع نفسه، ص ص240، 241.

➤ توفير تمويل مبدئي من صناديق ادخار الموظفين لإقامة شركات أجنبية من أجل إدارة صناديق إسلامية.

➤ يتم السماح بملكية الأجانب للأسهم بنسبة تصل 100% في البنوك الإسلامية الدولية والقائمين الدوليين على تكافل وشركات إدارة الصناديق الإسلامية .

ثانياً) النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا: تعمل ماليزيا على تبني نموذجين التقليدي والإسلامي في نظامها المالي وكذلك هو الحال بالنسبة لعملية إصدار الأوراق المالية بناء على هذا أصدرت هيئة الأوراق المالية بماليزيا إرشادات تنظيمية مختلفة لتنظيم إصدارات الأوراق المالية التقليدية، وكذلك إرشادات أخرى إضافية خاصة بالأوراق المالية الإسلامية، هذا وإن النظاميين أعلاه يشتركان في بعض المزايا ويختلفان في البعض الآخر كما جاء في ملحق التعليمات والإرشادات لإصدار الأوراق المالية الإسلامية الهدف الرئيسي من هذه الإرشادات هو توضيح جميع المعلومات للمستثمرين لأن هيئة الأوراق المالية بماليزيا تتبنى مبدأ للإظهار العام في جميع تقديرات الأوراق المالية الإسلامية، ومن جهة أخرى الأوراق المالية الإسلامية يتم تداولها في السوق الثانوي والذي يشرف عليها البنك المركزي الماليزي وعليه نجد أن هناك جهة تشرف على إصدار الأوراق المالية الإسلامية وهناك جهة أخرى تشرف على تسجيل الأوراق المالية الإسلامية وتداولها في السوق الثانوي¹ .

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الوحيدة التي تنظم وترخص إصدارات الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية، أما البنك المركزي الماليزي فهو الجهة المنظمة للقطاع المصرفي (التقليدي والإسلامي) وقطاع التأمين والتكافل ولا فرق في المتطلبات والإجراءات العامة الخاصة بإصدار الأوراق المالية التقليدية والإسلامية، غير أن هناك بعض المتطلبات الإضافية التي أقرتها هيئة الأوراق المالية الماليزية لإصدار الأوراق المالية الإسلامية.

في سنة 1994 تم إنشاء هيئة الأوراق المالية ما يعرف بقسم سوق رأس المال الإسلامي التابع لها كجهة تساعد في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، ومن بين صلاحيات هذا القسم إجراء البحوث الكفيلة بتطوير منتجات سوق رأس المال الإسلامي (أسهم، سندات، مشتقات)، بحيث تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويتكون قسم من أعضاء يشترط فيهم توفر المعرفة الكافية في أصول المعاملات المالية الإسلامية، تعرض لإجراء القسم فيما بعد على المجلس الاستشاري الشرعي. يعمل المجلس الاستشاري الشرعي على المراقبة باستمرار لجميع أنشطة الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا لتحديد وضعيتها من منظور الشريعة الإسلامية وتحديد المنتجات الاستثمارية المسموح بها في ضوء الطبيعة الديناميكية للأسواق المالية في سياق سوق الأسهم الإسلامية، ويمكن للشركات أن تطلب أيضا من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية لفحص ولتحديد ما إذا كانت إصداراتها من

¹: النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، ص ص 1،2.

الأوراق المالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية أم لا قبل الاكتتاب العام¹. بالإضافة إلى ذلك جميع التقديمات لإصدار الأوراق المالية الإسلامية ينبغي أن يقر بها مستشار شرعي مستقل كما ورد في قانون إرشادات عروض الأوراق المالية الإسلامية تحت بند (6/0) إن المتتبع للتطور التاريخي لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا يلاحظ أن الصفة الأولى في سوق رأس المال الإسلامي في أوائل سنة 1990 أبرمت على أساس القواعد والأنظمة التي لم تكن مصممة خصيصاً لأوراق مالية إسلامية وكان يحكم عملية إصدار الأوراق المالية الإسلامية المبادئ التوجيهية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في ماليزيا بشأن طرح سندات الدين الخاصة بتنظيم هذه المبادئ التوجيهية لإصدار الأوراق المالية على حد سواء التقليدي والأوراق المالية الإسلامية الجزء الأكبر من المبادئ التوجيهية تطبق على كلا النوعين من الأوراق المالية²، غير أن هناك مبادئ توجيهية إضافية تطبق على وجه التحديد على عملية إصدار الأوراق المالية الإسلامية، تتعلق هذه المبادئ الإضافية بضرورة تعيين مستشار شرعي لفحص الأوراق المالية الإسلامية المراد إصدارها³.

4.3. دور الرقابة الشرعية في نجاح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وأهم التحديات التي تواجهه:

تلعب الرقابة الشرعية دوراً مهماً في نجاح وتطور سوق رأس المال الماليزي، وبالرغم من كل هذه الإجراءات الرقابية والتنظيمية إلا أنه هناك مجموعة من التحديات التي تواجه هذا السوق.

1.4.3. مفهوم الرقابة الشرعية في ماليزيا وتطورها:

من خلال هذا العنصر سيتم تسليط الضوء على الجانب المفاهيمي للرقابة الشرعية الماليزية مع سرد التطورات التي مرت بها.

1.1.4.3. مفهوم الرقابة الشرعية في ماليزيا:

تعد الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع بروز قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية لأن بعض الأنشطة في هذا السوق تحتاج إلى الاجتهاد لذلك كانت الحاجة داعية لإيجاد هذه الرقابة.

بالنسبة للتجربة الماليزية تمارس الرقابة الشرعية من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي وهي الأساس الذي يعتمد عليه العديد من مشاركي السوق لاسيما المستثمرين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما تعد إحدى السمات

¹: المرجع نفسه، ص2.

²: سحا سورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص61.

³: نورة بومدين، الأسواق الإسلامية: معالم الواقع وأفاق المستقبل، مرجع سابق، ص127.

الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا¹.

2.2.4.3. نشأة الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

إن هيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دورا بارزا في توفير التسهيلات المحددة لتطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ومن خطواتها الجوهرية قامت بمايلي² :

أولا) تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي:

تم تأسيس هذا القسم عام 1994 وهو يمثل جهة الإدارة لهذه الهيئة في عمل الدراسة فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الإسلامي والندوات المالية المتداولة فيه، وهو يضم الإطارات المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية ولاسيما المتخصصين في فقه المعاملات المالية الحديثة ومن بين الوظائف الأساسية التي يقوم بها هذا القسم:

- الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية.

- يعتبر مسؤولا مسؤولية كاملة عن إصدار القوانين الجديدة المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.

- القيام بتعديل القوانين السابقة التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليكون ممكنا تنفيذها في هذا السوق.

- دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي و تقديم الدراسة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية.

ثانيا) اللجنة الاستشارية الشرعية:

عرفت دراسة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نشاطا مكثفا بعد تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي وقد اتخذت الهيئة العديد من الخطوات لتحقيق أهدافها المتعلقة بتطوير هذا السوق منها إعداد سلسلة اللقاءات الفقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية ومجلس الإفتاء وجمعية علماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرها، وقد نجم عن هذه الاجتماعات واللقاءات وبدعم من وزارة المالية الماليزية نشأت اللجنة الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر 1994 وعرفت باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية بالرغم من أن اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية تعتبر لجنة غير رسمية إلا أنها حققت بعد مرور عام واحد فقط من تأسيسها لذلك اعتبرت هيئة الأوراق المالية الماليزية أن هذه اللجنة تلعب دورا هاما في هذا السوق، وفي هذه الحالة يحتاج الأمر إلى السعي بخطوات فعالة وكفاءة كبيرة نحو توسيع دورها لكي تصبح لجنة رسمية ومنظمة لذا حلت اللجنة الاستشارية الشرعية محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات

¹: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص120.

²: المرجع نفسه، ص121-123.

المالية الإسلامية في 16ماي 1996 لبدأ مسؤوليتها الرسمية¹، ومنذ ذلك الوقت أصبحت اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لجنة رقابة شرعية وطنية رئيسية فيما يتعلق بأنشطة سوق رأس المال الماليزي وهي تقوم بالوظائف التالية²:

- القيام بعملية الرقابة: تمتلك هذه اللجنة السلطة المطلقة في مراقبة أنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا والتأكد من أن معاملاتها تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية وأدواتها وفقا للشريعة الإسلامية.

- مركز الاستشارة والمراجعة: تعد هذه اللجنة مركز الاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بصورة شاملة وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذا السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة به إن طلب منها ذلك مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية، وهذه اللجنة أيضا مسؤولة عن وضع توجيهات أساسية فيما يتعلق بتعاملات الأوراق المالية غير المشروعة والسماح بممارسة مبادئ الشريعة وضوابطها في إصدار الصكوك الإسلامية.

- الجهة الوحيدة في إصدار القرارات: وهذا فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية لتوجيه جمهور المسلمين وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من مخالفة الآراء الشرعية للفقهاء الماليزيين.

- الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية: وترد هذه اللجنة طوال العام على الأسئلة المطروحة والاستفسارات الفقهية التي لها علاقة بسوق رأس المال الإسلامي، لاسيما معاملات هذا السوق والأحكام المتعلقة به من منظور شرعي.

➤ **توعية العاملين والمتعاملين:** تقوم هذه اللجنة بالتوعية والتعريف بالنظام المالي الإسلامي في ماليزيا، لاسيما المتعاملين والعاملين فيه، وذلك من خلال عقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات فيها وتعطي الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمنتجات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية بجانب إمكانية ممارسة أسس الشريعة في المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، ويكون ذلك من خلال توضيح عملية إصدار الأدوات المالية الشرعية وتداولها، وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار

¹: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص ص 183، 184.

²: سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص 66.

فيها، وهذه وظائف اللجنة الاستشارية الشرعية بصورتها العامة أما من جهة الأدوات فاعتمدت اللجنة اتجاهين أساسيين هما¹:

✓ **دراسة وتحليل الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة:** اتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة في سوق رأس المال التقليدي والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة وعلى سبيل المثال الأسهم العادية وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة والجديدة وعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، لذلك كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقا لأحكام الشريعة.

✓ **تفعيل الأدوات المالية الشرعية:** عن طريق تشكيل الأدوات المالية الإسلامية التي لا يتعامل بها في سوق رأس المال، وللجنة الاستشارية الشرعية دورا فعالا في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية (قسم سوق رأس المال الإسلامي).

2.4.3. عوامل ساعدت على تطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

توجد عوامل عديدة ساعدت على تطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي أهمها دور هيئة الأوراق المالية وكذا وجود عوامل أخرى ساعدت في ذلك، وعليه يمكن تلخيص هذه العوامل من خلال مايلي:

1.2.4.3. دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال:

تلعب هيئة الأوراق المالية دور كبير في تطوير سوق رأس المال في ماليزيا يمكن ذكر الأدوار التي أوكلت لها فيما يلي²:

- تنمية وتطوير سوق رأس المال ليواكب التطورات الحاصلة عالميا .
- الإشراف على المبادلات المالية وغرفة التصفية ومركز الودائع حتى تضمن التعامل السلس وتوفير الثقة للمستثمرين.

- منح التصاريح والإشراف على جميع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.
- تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية والأدوات المالية الأخرى والالتزام الكامل للحكومة الماليزية في تنشيط وتدعيم وتعزيز هذا السوق، حيث أن الأثر الايجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا ساهم في التزام المصدريين والمستثمرين بتعليمات السوق .

¹: المرجع نفسه، ص184.

²: سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص67

2.2.4.3. عوامل أخرى ساعدت في نجاح سوق رأس المال الماليزي:

يمكن تلخيص أهم العوامل التي ساهمت في نجاح سوق رأس المال الماليزي وهي¹:

- توفر الإطار القانوني الذي يضبط هذه الصناعة، حيث أن تطوير التشريعات والقوانين الخاصة بأدوات أسواق المال الإسلامية كالتصكيك والتحوط والمشتقات.
- وجود سوق النقد بين المصارف الإسلامية يتميز بسهولة عالية مما يساهم في استمرار نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية.
- تنوع المؤسسات المالية الإسلامية داخل النظام المالي الماليزي بين المحلية والدولية بفضل عمل الحكومة الماليزية على تيسير بيئة الأعمال من خلال توفير قنوات التوزيع الفعالة لانتشار المؤسسات الإسلامية المحلية، والأجنبية .
- الحوافز والإعفاءات الضريبية المتعلقة بالاستثمار في سوق رأس المال.
- اهتمام الحكومة الماليزية بتنمية رأس المال البشري باعتباره عنصرا حيويا لضمان التوسع في إنشاء سوق رأس المال الإسلامي.

3.4.3. أهم التحديات التي تواجه سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وآفاقه المستقبلية:

في هذا الإطار سيتم إعطاء أهم التحديات والآفاق المستقبلية لسوق رأس المال الإسلامي لذا يمكن تلخيصها كما يلي:

1.3.4.3. تحديات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

في إطار مناخ التحدي للرأسمالية العالمية تزايدت الدعوة لإحياء الشريعة والقيم والنظم الإسلامية بآليات مناسبة حتى تتم مواجهة الرأسمالية وتحدياتها، وهكذا ظهر الاهتمام بإقامة الاقتصاد الإسلامي فكرا وتطبيقا منذ أوائل القرن العشرين في غمرة أحداث وتطورات عديدة داخل الأقطار الإسلامية وخارجها²، وعلى الرغم من أن لماليزيا نظام مالي إسلامي متكامل يعمل بالتوازي مع النظام المالي التقليدي، إلا أنه يواجه تحديات عديدة تعرقل تطور سوق رأس المال الإسلامي والتي تتمثل في³:

- عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالمحللين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.

¹: نورة بومدين، الأسواق الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، مرجع سابق، ص137.

²: عبد الرحمن يسري احمد، تقويم مسيرة الاقتصاد الإسلامي 1976-2003، المؤتمر الثالث العالمي للاقتصاد الإسلامي، جامعة ام القرى، ماي 2005، ص7.

³: الزغي حمو، أزعار بجي، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مرجع سابق، ص18.

- محاكاة أسواق رأس المال التقليدية: إذ تقوم أسواق رأس المال بعرض جميع لوائحها وتعليماتها وعقودها وإجراءاتها على هيئة الرقابة الشرعية لإجازتها وضمن خلوها من أي مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية وعلى الرغم من وضوح وثبات الأحكام الرئيسية الحاكمة لمجال العمل المالي الإسلامي، فإن مجال الاجتهاد في مسائل التطبيقات العملية مازال واسعاً الأمر الذي قد تختلف معه هيئات الرقابة الشرعية بين أسواق رأس المال مما يصعب معه تطوير معايير موحدة مقبولة للجميع، وهذا ما يحد في كثير من الأحيان من تدويل بعض المنتجات المالية الإسلامية، ومن جهة ثانية قد تظهر معه بعض الشكوك في الدور الفعلي لهيئات الرقابة الشرعية مما يضعف من مصداقيتها¹.

- الحاجة الماسة لابتكار المزيد من الأدوات المالية الإسلامية لمواكبة تطور الأسواق المالية العالمية. - الاختلافات الفقهية تعتبر كعائق للاستثمار في أسواق رأس المال الإسلامية. - عدم كفاية تنمية رأس المال البشري في الصناعة المالية الإسلامية، مع ضعف الوعي المعرفي بالمبادئ الإسلامية وانخفاض مستوى الثقة بالأدوات المالية الإسلامية بشكل عام².

- الحصول على الاعتراف الدولي، فرغم نمو سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نمو مطرداً، إلا أن السوق المالية الإسلامية لا تزال تمثل ما نسبته أقل من الواحد من المائة من إجمالي النظام العالمي، وكذا العمل على توسيع درجة انفتاح السوق، والتي تقيم من خلال عدد الشركات الأجنبية المسعرة فيها من ناحية والتحرير النسبي لحركات رؤوس الأموال من ناحية أخرى³.

2.3.4.3. أفاق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا 2020:

بالرغم من التحديات الكثيرة التي تعيق تطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي فإن له آفاق واعدة خلال السنوات القليلة القادمة، ولمواصلة نموه خلال العقد المقبل، لابد من عمل الحكومة الماليزية في المقام الأول على زيادة التدويل والاندماج في النظام المالي العالمي، وتوفير الفرص الكفيلة لتعزيز مكانتها كمركز لأنشطة سوق رأس المال الإسلامية عالمياً، ومن أجل تحقيق ذلك قامت الحكومة الماليزية بإطلاق المخطط الرئيسي لسوق رأس المال في أبريل سنة 2010، ويهدف المخطط أساساً إلى الوصول بحجم السوق المالية إلى 5.8 تريليون لصالح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وهذا بحلول عام 2020 مع معدل نمو متوسط قدره 10.6% سنوياً على مدى الفترة الممتدة من

¹: نورة بومدين، الأسواق الإسلامية: معالم الواقع وأفاق المستقبل، مرجع سابق، ص 140

²: سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية: الواقع والتحديات، آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، العدد الأول، الأردن، 2013، ص 53.

³: وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية الدولية، قضايا نقدية ومالية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص 108.

2011 إلى 2020¹، ومن المتوقع أن يتحقق هذا النمو أساساً من خلال توسيع قاعدة سوق رأس المال الإسلامية دولياً، والذي من شأنه أن يولد أيضاً كفاءات الحجم وعمق أكثر في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ويمكن تلخيص آفاق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عام 2020 كما هو مسطر له في برنامج (CMP2) في الجدول التالي:

الجدول (6.3) : آفاق نمو رأس المال الإسلامي بحلول عام 2020:

معدل نمو سنوي مركب (%) (CAR 2020-2010)	2020 (بليون RM)	معدل نمو سنوي مركب (% CAR) 2010-2000	2010 (بليون RM)	2000 (بليون RM)	Market Segments شرائح السوق
7.4	1.551.1	11.5	756.1	254.1	القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
13.6	1.331.5	22.2	294.0	39;6	الصكوك
10.6	2.882.6	13.6	1.050.1	293.7	الإجمالي
20.7	158.0	30.3	24.0	1.7	القيمة الصافية لصناديق الاستثمار الإسلامية

Source: Malaysia Islamic capital Market ,2nd Garter 2011, Vol No2, Securities Commision Malaysian ,p47 .

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ أن القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في تزايد مستمر، حيث قدر معدل النمو السنوي المركب للفترة 2000 و2010 بـ 11,5% في حين يتوقع خلال 2020 زيادة في حجم كل من القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وحجم الصكوك وكذلك القيمة الصافية لصناديق الاستثمار الإسلامية، أما بالنسبة لمعدل النمو المركب لكل من شرائح السوق خلال الفترة 2000 و2020 أقل من معدلات النمو المركبة لشرائح السوق خلال الفترة 2000 و2010.

وعليه وضعت الحكومة الماليزية استراتيجيات النمو المصاغة ضمن مخطط (CMP2) وتمثلت في²:

- تشجيع تكوين رأس المال.
- توسيع نطاق وكفاءة السوق، مع تعميق السيولة ومخاطر السوق.

¹: محمود العدل، ماليزيا أكبر سوق للصكوك الإسلامية ، على موقع: www.aljazeera.net، بتاريخ 2015/10/10

²: نورة بومدين، الأسواق الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، مرجع سابق، ص142.

- تسهيل تدويل سوق رأس المال وبناء القدرات البشرية وتعزيز البيئة التحتية للمعلومات.
- أما استراتيجيات الحكومة فهي كالآتي:
- تعزيز تنظيم منتجات إدارة المخاطر.
- توسيع نطاق المساءلة.

خلاصة الفصل الثالث:

يعد سوق رأس المال الماليزي من بين أهم الأسواق المالية الناشئة، حيث عرف هذا السوق تطورا ملحوظا بفضل التعامل بالأدوات المالية الإسلامية ألا وهي الصكوك الإسلامية ولقد تم التطرق إلى مختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذا السوق حيث تم إستعراض المفهوم والخصائص والوظائف، والإشارة إلى الرقابة الشرعية فيه واستعراض آفاق سوق رأس المال الماليزي، ومن النتائج التي تم التوصل إليها في هذا الفصل مايلي:

- سوق رأس المال الماليزي هو سوق مزدوج أي فيه سوقين سوق رأس مال إسلامي وسوق رأس مال تقليدي.
- تلعب هيئة الرقابة الشرعية دورا فعالا في تنشيط وتنظيم سوق رأس المال الماليزي.
- يواجه سوق رأس المال الماليزي عدة تحديات من حيث البحث عن الابتكارات المالية الإسلامية والابتعاد عن المحاكات للأسواق التقليدية والخلافات الشرعية التي تخص بعض أنواع الصكوك مثل صكوك المرابحة وصكوك الاستصناع.

الفصل الرابع:

4. تمهيد:

بدأ نشاط التوريق في ماليزيا عام 1986، عندما أنشأت الحكومة هيئة التمويل العقاري، أي المؤسسة الوطنية للرهن العقاري cagamas، حيث تشكلت وفقا لنموذج فاني ماي (واسمها الرسمي هو مجموعة الفدرالية الوطنية للرهن العقاري Federal National Mortgage Association وهي واحدة من أكبر مؤسسات الرهن العقاري العاملة في السوق الثانوية للرهن في الولايات المتحدة الأمريكية، تأسست عام 1932) وفريدي ماك فيؤل الولايات المتحدة الأمريكية (هي مؤسسة رهن المنازل العقارية الفدرالية The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)، وهي واحدة من أكبر شركات الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، تأسست عام 1970) و إلى حد بعيد يمكن القول أن cagamas هي مصدر التوريق في ماليزيا وتوصف على أنها وسيلة أغراض خاصة بين مقرضي الرهن العقاري والمستثمرين على المدى الطويل، كما يطلق على الأوراق المالية الصادرة عن Cagamas اسم سندات cagamas في السوق المالي الماليزي.

عملت الحكومة الماليزية جاهدة على تطوير التوريق المصرفي في ماليزيا إلا أن سوق التوريق لم يرتقي إلى المستوى المطلوب بالمقارنة إلى الأسواق الآسيوية والأوروبية والأمريكية، ومع حدوث أزمة الرهن العقاري ازدادت أهمية التصكيك الإسلامي خاصة في ماليزيا كبديل للأوراق المالية التقليدية وأدوات التوريق، حيث تعد هذه الأدوات من أهم مسببات هذه الأزمة .

من خلال ما تم ذكره، سيتم التطرق إلى دور كل من التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال الماليزي، والخروج بالكيفية المثلى لجعل الصكوك الإسلامية بديلا للتوريق المصرفي في ماليزيا، ومن أجل معالجة هذا الموضوع تم تقسيم الفصل الرابع إلى أربعة أقسام رئيسية هي:

- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي.
- واقع التوريق المصرفي ودوره في تفعيل سوق رأس المال الماليزي.
- أثر التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي في تفعيل سوق رأس المال الماليزي.
- أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية في ماليزيا واقتراح صكوك تكون بديلة للتوريق في الجزائر.

1.4. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي:

توجد أدوات مالية متنوعة يتم تداولها في سوق رأس المال الماليزي، فهناك أدوات ملكية، أدوات الدين، صكوك إسلامية... الخ، وعليه من خلال هذا الجزء سيتم التطرق أيضا إلى المشتقات المالية والمؤشرات الموجودة في سوق رأس المال الماليزي.

1.1.4. أدوات الملكية:

تتمثل في مختلف أنواع الأسهم سواء الأسهم التقليدية غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية أو الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة الماليزية، حيث تعد هذه الأسهم من بين الأدوات المالية مقبولة التطبيق بشكل كبير في ماليزيا¹، وهي ذات تنافسية كبيرة وأيضاً ما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة وصناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي صنفت من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها مقبولة شرعاً، وذلك يمكن المستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية في القطاعات الاقتصادية المتعددة².

1.1.1.4. الأسهم:

توجد أنواع عديدة للأسهم المتداولة في ماليزيا يمكن تلخيصها كمايلي:

أولاً) **الأسهم العادية:** ظهرت الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في البورصة الماليزية عام 1997³، وهي أدوات تخلو أنشطتها من العناصر المحرمة شرعاً، كما أنه تم طرحها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية ضمن قائمة سوق الأوراق المالية في ماليزيا⁴، وتمثل 85% كأسهم إسلامية مقارنة بالأسهم المطروحة في السوق، وهذا يعني أنها تحوز أكثر من ثلثي القيمة السوقية في السوق الماليزي⁵.

¹: بن الصيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص190.

²: wan razazila wan, abdallah and others, **the evolution of the Islamic capital market in malaysia**, Lincoln university, new Zealand, available at: http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/pastevents2/pastconferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf, p:8,in 05-04-2014

³: Werner Ende, Udo Steinbach, **Islamic in the world today: a handbook of politics, religion, culture, and society**, Cornell University Press, 2010, p 187

⁴: Akhtar zaite, abdul aziz, **capital market Islamic framework: Malaysian Experience**, conference of securities markets of bourse; prospects & challenges, U.A.E University,p 15-17 may 2007, p: 19.

⁵: Bursa Malaysia , " **Islamic capital market**", available at: www.klse.com.my/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market/ in:10-06-2013.

يمكن التوضيح أكثر من خلال تبيان تطور الأسهم المتوافقة وغير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية بين الفترة 2001-2014.

الجدول (1.4): تطور الأسهم المتوافقة وغير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية بين 2001-2014.

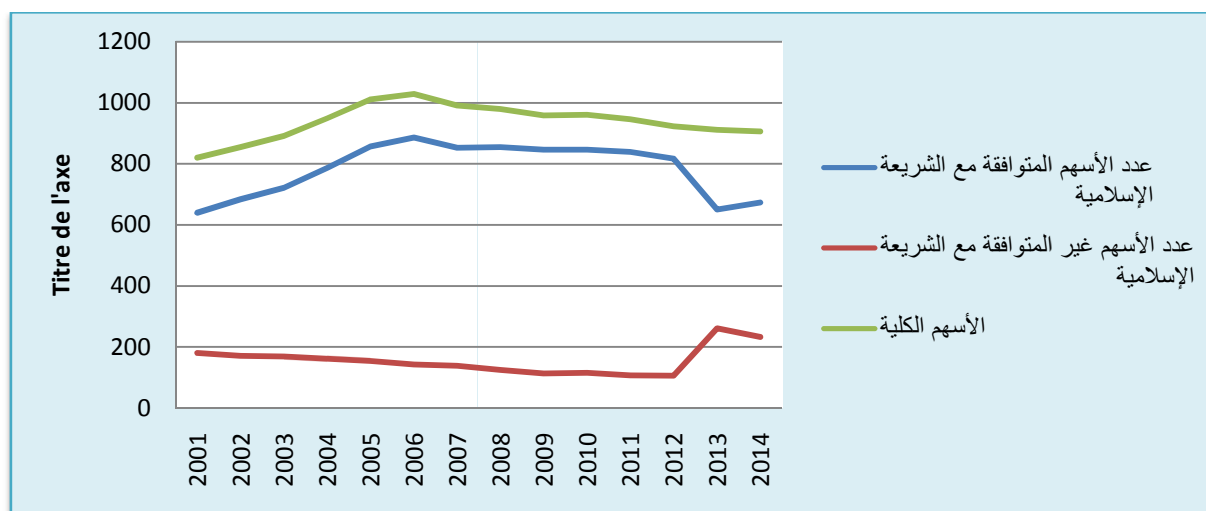
السنوات الأسهم	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	640	684	722	787	857	886	853	855	846	846	839	817	650	673
عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	180	171	169	162	154	143	138	125	113	115	107	106	261	233
عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا	820	855	891	949	1011	1029	991	980	959	961	946	923	911	906
نسبة الأسهم الإسلامية	78%	80%	81%	83%	85%	86,1%	86%	87%	88%	88%	89%	89%	71,4%	74,3 %

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على:

Securities commission malaysia Annual Reports: (2007,p: 6-51), (2008, p: 6-56), (2009, p: 6-52), (2010,p: 6-56), (2011, p: 6-55), (2012, p: 6-63), (2014, p: 146)

ويمكن التوضيح أكثر من خلال الشكل التالي:

الشكل (1.4): تطور الأسهم المتوافقة وغير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية بين 2001-2014.



المصدر: مخرجات Excel بناء على المعطيات الموجودة في الجدول أعلاه.

تبعاً لما ورد في الجدول والمنحنى البياني يمكن ملاحظة أهم التطورات التي مرت بها الأسهم المتداولة في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة المدروسة (2001-2014) حيث تميزت بما يلي:

- المرحلة الأولى (2001-2006) تميزت هذه الفترة بما يلي:

- حدثت زيادة مستمرة في عدد هذه الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حيث بلغ عدد هذه الأسهم في 2006م 886 سهم وهي قمة الذروة المسجلة خلال فترة (2001-2014).

- تناقص عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من 180 سهماً في 2001 إلى 143 سهماً في 2006.

- شهد عدد الأسهم الكلية تزايد مستمر في سوق رأس المال الماليزي حيث كان عدد الأسهم في 2001م 820 سهماً وتزايد عددها إلى أن وصل إلى 1029 سهم في 2006.

وعليه يمكن القول أن الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لها تأثير حقيقي على عدد الأسهم الإجمالية في سوق رأس المال الماليزي، حيث لوحظ أن نسبة الأسهم خلال هذه الفترة تزايدت بحيث انتقلت النسبة من 78% في 2001م إلى 86.1 سنة 2006.

ويفسر ارتفاع عدد الأسهم الإسلامية وتأثيره على العدد الإجمالي للأسهم في سوق رأس المال الماليزي إلى تزايد مستوى الوعي بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مقبولة شرعاً، مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الثقة لدى المستثمرين المسلمين¹، كما أنه يبرز اهتمام الدولة ككل بتشجيع الاقتصاد الإسلامي.

- المرحلة الثانية من (2007-2014): عرفت هذه المرحلة ما يلي:

- انخفاض عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لكن ليس انخفاض شديد ما بين السنوات، حيث سجل عدد هذا النوع من الأسهم في 2013م 650 سهماً بعدما كان سنة 2006م، 886 سهماً ثم عرف سوق رأس المال الماليزي ارتفاع بسيط في عدد الأسهم في 2014 يقدر ب: 673 سهم متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- حدوث انخفاض كذلك في عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية م 138 سنة 2007 إلى 106 سنة 2012.

- لكن خلال السنة 2013 حدثت زيادة في عدد الأسهم التقليدية حيث قدرت ب 261 سهم في 2013 ثم حدث انخفاض في 2014 ليصل عدد الأسهم إلى 233 سهم، كما حدث انخفاض في عدد الأسهم الكلية في سوق رأس المال الماليزي من 991 سهم في سنة 2007 إلى 906 سهم في سنة

¹: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 134.

2014، وقد يرجع ذلك لآثار الأزمة المالية ل 2008 على سوق الأسهم الماليزي، خاصة التأثير على الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تؤثر بدورها على سوق الأسهم ككل. أما بالنسبة لنسب الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ف لوحظ أن هناك زيادة من 86% في 2007 إلى 89% في 2012، ثم لوحظ انخفاض في النسبة خلال 2013 بنسبة 71.4% ثم حدث ارتفاع في النسبة سنة 2014 ب 74.3% وعليه يمكن تفسير هذه الملاحظات كما يلي:

- تميزت سنة 2007 باضطرابات اقتصادية عالمية، المتمثلة في أزمة الرهن العقاري وهذا الذي أدى إلى تأثر معظم أسواق المال في العالم، مما أدى إلى التأثير أيضا على سوق رأس المال الماليزي من خلال تراجع عدد الأسهم.

- شهدت نسبة الأسهم الإسلامية نوعا من التذبذب البسيط أي أنه لم يكن هناك تأثيرا كبيرا للأزمة عليها، وهذا لما حظيت به الأسهم الإسلامية من تشجيع من طرف هيئة الأوراق المالية وكذا تزايد الوعي لدى المتعاملين في هذه الأسهم.

- أما زيادة عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال 2013 و 2014 قد يكون نتيجة لدخول الشركات الأجنبية إلى سوق رأس المال الماليزي بعد حدوث تطور ملحوظ في مختلف الجوانب¹.

ثانيا) شهادات الشراء من الأسهم الموجودة: « Call Warrants »

هي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المستثمرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن شهادة تعطي لصاحبها الحق، وليس الالتزام في شراء عدد معين من الأسهم العادية الموجودة في سوق رأس المال الماليزي أو عدم شرائه في فترة زمنية معينة ويسعر معين²، ومن بين الخصائص التي تميز هذه الشهادات ما يلي³:

• **الموجودات الأصلية: Underlying Asser:** ترتبط هذه الشهادات بالموجودات المحددة مثل الأسهم الصادرة عن الشركة حيث تسمى هذه الأسهم بالموجودات الأصلية وتعطي هذه الشهادات لحاملها الحق في شراء كمية من الأسهم العادية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في فترة معينة⁴.

¹: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجريبية الماليزية أنموذجا، ماجستير تخصص الأسواق المالية والبورصات، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014، ص 205.

²: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 135.

³: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجريبية الماليزية أنموذجا، مرجع سابق، ص 205.

⁴: Securitis Commision Malaysi, Annual Report, 2009, p3.

• **سعر التنفيذ Exercice Price:** هو ذلك السعر الذي على أساسه تنفذ هذه الشهادات، وعادة ما يكون هذا السعر هو سعر السوق للموجودات الأصلية على غرار الأسهم في تاريخ التعاقد، فهو سعر شراء السهم في حالة خيار الشراء لحامله، كما قد يكون سعر البيع في حالة خيار البيع لحامله بحيث يمكنه -حامل السهم- قرار اختيار تنفيذ هذه الشهادات وتحديد سعر التنفيذ في وقت إصدارها.

• **فترة التنفيذ:** لهذه الشهادات سعر محدد ومعلوم حيث بمجرد انتهاء هذه الفترة تصبح لا قيمة لها ولا يمكن استردادها.

• يكون انتقال الملكية تاما إذا جرت هذه الشهادات من البائع إلى المشتري فلا حاجة إلى قبض عيني "الأسهم" في هذا الشأن.

• شراء هذه الشهادات ليس شراء حق الخيار الذي منح بمقتضى عقد البيع، وإنما العقد منح المشتري حق شراء مجموعة من أسهم الشركة الموجودة في فترة معينة، وله الاختيار في شراء الأسهم أو عدمها وليس الالتزام به¹.

لا بد من معرفة أن هذه الشهادات موجودة في وقت العقد لأنها تستند إلى الأسهم العادية والقائمة والمتداولة في سوق رأس المال الماليزي، وكل ما يتعلق بالمال (في هذه الحالة هو أسهم) فله قيمة مالية ولكن إذا كانت الشهادات لا تستند إلى الأسهم، فهي لا تعتبر مالا بل تعد حقا مجردا ولا يجوز التعامل بها من منظور شرعي، ومن الشروط الأخرى لجواز التعامل بهذه الشهادات من منظور شرعي ما يلي²:

- لا بد على البائع والمشتري الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في عملية البيع حسب شروطه وأركانه.

- أن تكون الأسهم الأصلية لهذه الشهادات وفقا لأحكام الشريعة، والتي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

- أن يكون سعرها محددًا مسبقًا ومعلومًا للابتعاد عن عنصر الغرر.

¹: نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص136.

²: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أمونجا، مرجع سابق،

ثالثاً) شهادات الشراء من الأسهم الجديدة: (TSR). Transferable Subscrption Rights

هي الأسهم التي لحاملها الحق وليس التزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركات المدرجة في السوق المالية بثمن معين في فترة محددة سابقاً، ولها مدة استحقاق (حوالي عشر سنوات) حيث إذا كان حامل الحق لم ينفذ هذه الشهادات خلال فترة الاستحقاق فليس له الحق في الاكتتاب¹.

2.1.1.4. صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا:

تعد صناديق الاستثمار من بين الآليات الحديثة في أسواق رأس المال التي توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في هذه الأسواق، وعليه فهي وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية، كما أن صناديق الاستثمار أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال، وذلك وفقاً لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر من أجل تحقيق المزايا التي لا يمكن تحقيقها منفردين مما يعود بالفائدة على المصرف أو على الشركة التي تؤسس صناديق الاستثمار وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل².

أما صناديق الاستثمار الإسلامية فهي أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية³.

كما يمكن للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة تثبت اشتراكهم وتسمح لهم بالحصول على الأرباح و تسمى هذه الوثائق شهادات، وحدات، أسهم أو يمكن إعطاء أي اسم آخر، مع مراعاة صحتها الشرعية وفق شرطين أساسيين:

¹: سعيدة حرفوش، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق ماليزيا، رسالة ماجستير، جامعة المدينة، الجزائر، 2008-2009، ص156.

²: عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص45.

³: حسين حسين شحاته، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 09.

• يتم الحصول على عائد متغير، بمعنى فهم الأعضاء الداخليين في الصندوق بأن العائد على مساهمتهم يرتبط مع الأرباح الفعلية المحققة أو الخسائر التي يتكبدها الصندوق، فإذا كان الصندوق يحقق أرباحاً متزايدة، فإن العائد على مساهمتهم سيرتفع حسب كل حصة، أما إذا كان الصندوق يعاني من الخسارة سيكون عليهم تشاركها أيضاً، إلا إذا كان سبب الخسارة ناتج عن إهمال أو سوء إدارة، فنتحمل إدارة الصندوق تعويضهم.

• يجب أن تستثمر المبالغ المجمع في الأعمال التجارية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية و أيضاً الشروط المنطق عليها معهم يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية¹، وتجدر الإشارة إلى أنه في ماليزيا تم إنشاء أول صندوق للاستثمار الإسلامي في عام 1992، وتمحورت أهدافه الأساسية في استثمار الأسهم الشرعية، التي عرفت تطوراً ملحوظاً في السنوات الأخيرة القليلة، مما ساهم في تزايد هذه الصناديق ونموها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، كما أصدرت هيئة الأوراق المالية في العام 1997 ضوابط توجه وتحكم عمل هذه الصناديق الاستثمارية الإسلامية²، ويمكن ملاحظة نمو صناديق الاستثمار الإسلامية من الفترة 2001 إلى غاية 2014 من خلال صافي قيمة الموجودات ويظهر جلياً في الجدول التالي:

الجدول رقم(2.4): صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة

2014-2001

السنوات	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
صافي قيمة الموجودات في RM بالمليار	46.66	42.82	35.36	27.86	17.8	19.2	17.2	16.9	9.17	8.49	6.97	4.75	3.21	2.42

SOURCE: Securities Commission Annual Reports: (2005,p2-20),(2006, p 6-43), (2007, p 6-47),(2008,p6-52),(2009,p 6-49),(2010,p 6-52),(2011,p 6-51),(2012,p 6-60),:(2013,p131), (2014,p146)

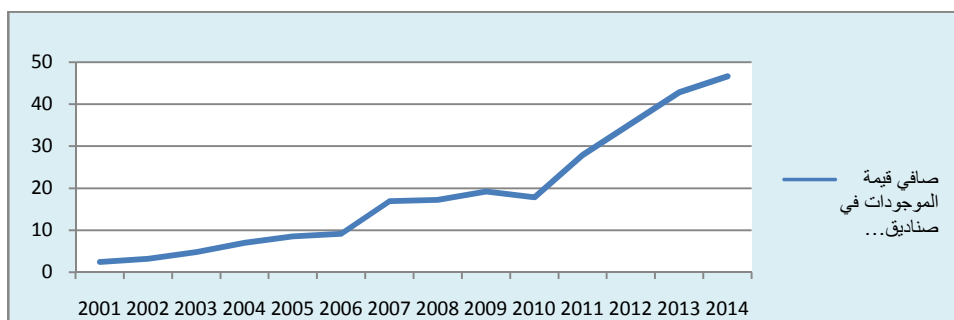
ويمكن التوضيح أكثر بالشكل التالي:

1. Taqi Usmani, Principle Of Shari'ah Governing Islamic Investment Fund, journal Of Islamic Economics., Vol. 21 N°:2. 2009 , p1

²: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجريبية الماليزية أنموذجاً، مرجع سابق، ص207.

الشكل (2.4): صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة

. 2014-2001



المصدر: مخرجات Excel بناء على المعطيات الموجودة في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والرسم البياني أعلاه، يظهر بجلاء تزايد مستمر عبر مختلف السنوات في صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث انتقل من 2.42 مليار رينجيت ماليزي سنة 1001 إلى 46.66 مليار رينجيت ماليزي في سنة 2014، ويرجع تزايد صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية إلى تزايد الوعي الاستثماري الإسلامي بين أفراد المجتمع الماليزي، كما يعود أيضا إلى التراخيص التي منحتها هيئة الأوراق المالية للسماح بدخول الأجانب إلى سوق رأس المال الإسلامي بعدما كانت تفرض مراقبة مشددة، ومن هذه التراخيص السماح للأجانب بإدارة صناديق الاستثمار وفقا للتراخيص الإسلامية المتاحة في ماليزيا¹، و تقدم هذه الحوافز من أجل المسعى الهادف إلى تحويل كوالالمبور إلى مركز مالي عالمي إسلامي شاملاً لإدارة الأصول.

3.1.1.4 الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

توجد مجموعة من الصكوك التي يتم تداولها في سوق رأس المال الماليزي، وتعرف الصكوك الإسلامية في التجربة الماليزية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويتداول في سوق رأس المال الماليزي مجموعة من الصكوك من أهمها صكوك المرابحة، بيع بالثمن الآجل وصكوك المضاربة والمشاركة.

أولاً) صكوك البيع بثلثن آجل/ المرابحة:

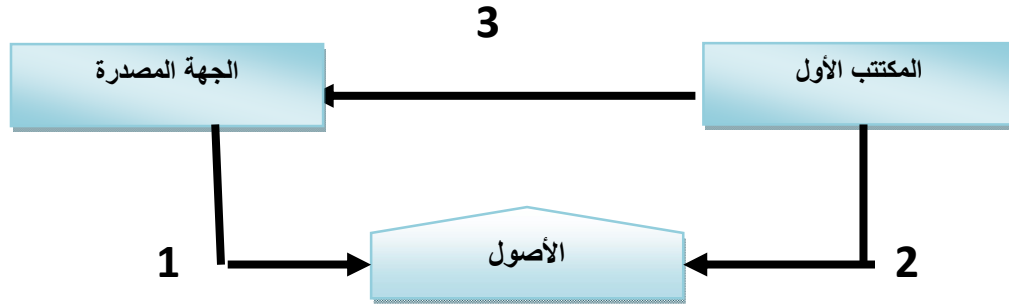
أ. تعريفها: هي صكوك البيع بثلثن آجل/ المرابحة من الناحية التطبيقية في ماليزيا بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها مبني على أساس عقد البيع بالثمن الآجل/ المرابحة وفي هذا التعريف نجد أن بنية هذه

¹: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجاً، مرجع سابق، ص209.

الصكوك قائمة على أساس أنها أدوات دين لبيع بثمن آجل/ المرابحة¹، ولكن نجد اختلافا تاما عن التعريف الصادر عن هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية عن صكوك المرابحة، بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك وهذه الوثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها كتكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وقبضها وتخزينها²، ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة³.

ب. آلية إصدار صكوك البيع بثمن آجل/ مرابحة في ماليزيا: يمكن تلخيص خطوات إصدار صكوك البيع بثمن آجل في ماليزيا بالشكل التالي:

الشكل (3.4): آلية إصدار صكوك البيع بثمن آجل/ المرابحة في ماليزيا



المصدر: - سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص94.

-Engku Ali, Engku Rabiah Adawiah, **Islamic Debt Securites/Bonds**, Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization, Kuala Lumpur, Malaysia, 29 , 30 June, 2005, p7.

وتتم هذه الآلية وفق الخطوات التالية:

- تعيين الجهة المصدرة للأصول التي ستحرزها من قبل جهة المكتب الأول.
- تقوم جهة المكتب الأول بشراء تلك الأصول بقيمة معينة ولتكن 200 مليون RM نقدا.
- تبيعها مرة ثانية إلى الجهة المصدرة (صاحب الأصول الأول) بثمن أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلة وليكن بقيمة 224 مليون RM مثلا على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة.

¹: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص190.

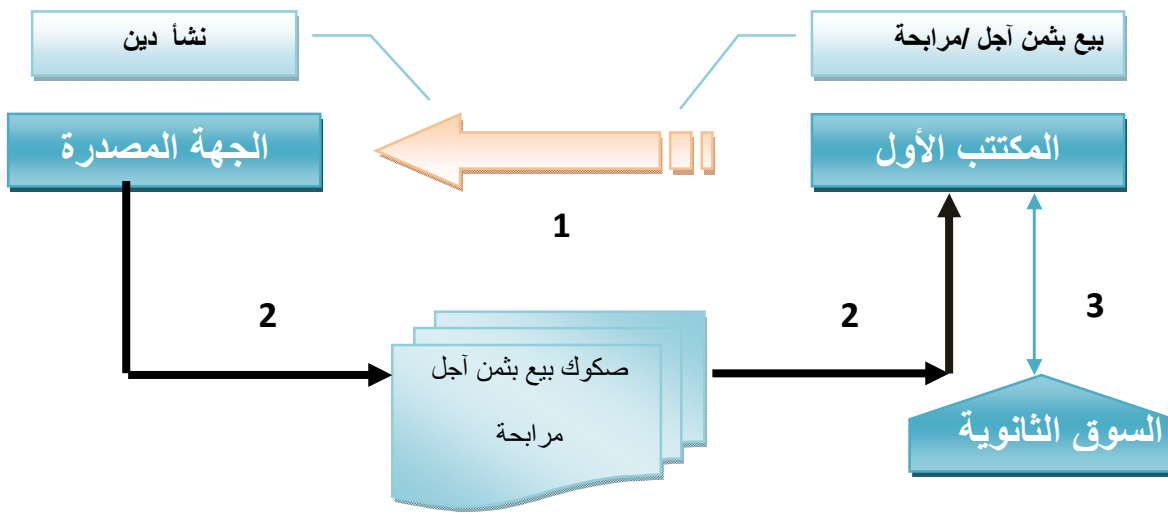
²: سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص94، 95.

³: حسان حسين حامد، صكوك الاستثمار، ورقة بحثية مقدمة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية، 2003، المنامة، البحرين، ص7.

أما عملية التصكيك فتعتبر الخطوة الثانية في إصدار هذه الصكوك في التجربة الماليزية وتتم وفق الخطوات التالية:

- بعد إعادة الأصول من جهة المكتب الأول إلى الجهة المصدرة بئمن مؤجل أعلى من الثمن الحالي وهذا البيع قائم على البيع بئمن آجل أو المرابحة.
- تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك البيع بالئمن الآجل أو المرابحة بهذه القيمة باعتبارها إثبات دين لها لدى جهة المكتب الأول، ثم يقوم بعد ذلك المكتب الأول ببيعها في السوق الثانوية وتتداول هناك، ويمكن شرحها وفق الشكل التوضيحي التالي:

الشكل (4.4): عملية التصكيك في إصدار صكوك البيع بئمن آجل / مرابحة في ماليزيا



Source :Ahmad Ibrahim, applied shari'ah in financial transactions p 12
<http://rihb.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transactions.pdf>.

وفي هذا الصدد لا بد من توضيح وجه الاختلاف الوحيد بين صكوك البيع بئمن آجل وصكوك المرابحة، إذ يختلفان أساساً من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فإن إصدار صكوك البيع بالئمن الآجل للاستثمارات التي يكون الأجل فيها طويلاً تبدأ مدتها من خمس سنوات فما فوق، أما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً، مع العلم أن كلا من صكوك البيع بئمن آجل وصكوك المرابحة لا يجوز تداولهما في السوق الثانوية لأن بيع الدين لا يجيزه الفقهاء، ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجيز تداول صكوك المرابحة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة مثلاً¹، وفي ماليزيا جاءت موافقة كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة

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

الأوراق المالية في اجتماعها بتاريخ 29 جانفي 1997 واللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي الماليزي على القرار الذي يقتضي بجواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا لا سيما في إصدار صكوك البيع بئمن آجل و المرابحة، ومن بين الحجج التي قدمت في هذا الإطار مايلي¹:

- يجوز بيع الدين بئمن حال لأنه لم يوجد نص على حرمة هذا البيع إلا الحديث المتعلق ببيع الكالئ بالكالئ².
 - الاعتماد على ما جاء في نص الآية القرآنية (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا)، الآية: 275، سورة البقرة.
 - اللجوء إلى هذا النوع من البيع في سوق رأس المال الماليزي، وهذا من أجل رفع الضرر الأكبر وهو الربا المحرم شرعا، وعليه فإن هذا البيع أفضل من عمل عناصر أخرى محرمة شرعا.
- ومن خلال الجدول التالي يمكن توضيح حجم صكوك المرابحة وصكوك البيع بئمن آجل خلال الفترة 2001-2015.

الجدول(3.4): حجم صكوك المرابحة وصكوك البيع بئمن آجل في ماليزيا خلال الفترة 2001-

2015.

السنوات	صكوك البيع بئمن آجل مليون RM	نسبتها من الصكوك	صكوك المرابحة مليون RM	نسبتها من الصكوك	نسبتهما من مجموع الصكوك المصدرة	الحجم الكلي للصكوك الإسلامية بالمليار
2001	10395	77	3105	23	100	18.19
2002	11792	67	5808	33	100	17.6
2003	4896	40,8	1524	12,7	53,5	12.0
2004	1.600	56,88	5816	38,37	95,15	15.16
2005	2.500	36,3	14.551	33, 59	69, 8	43.32
2006	5.400	6 ,2	3949	9,4	15.6	42.07
2007	4.125	2	3.160	19	21	121.30

¹: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص194.

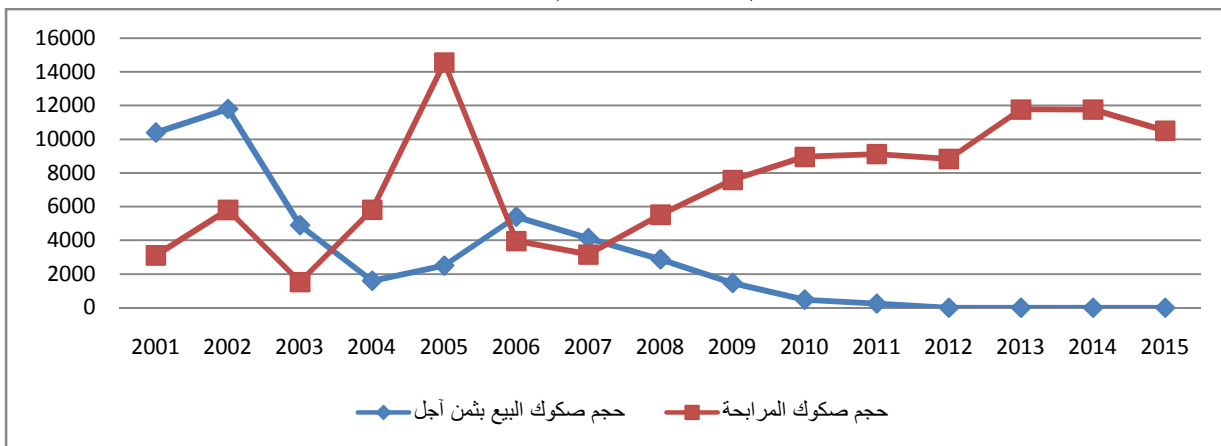
²: سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص 110.

43.2	4, 4	1,3	5.520	3.1	2.875	2008
33.96	0, 4	0,4	7.585	-	1.465	2009
40.33	8,4	8,2	8.955	2	480	2010
78.90	9	9	9.120	-	240	2011
71.09	55	55	8.825	-	-	2012
99.13	32	32	11.765	-	-	2013
76.07	79,49	79, 49	11.762	-	-	2014
48.33	66	66	10.507	-	-	2015

Source: cagamas, annual report: (2007-p56), (2008-p48), (2009-p52), (2010-p52),(2011-p60) , (2012- 67p),(2013-p80), (2014-p84), (2015-p58) . -Securities commission malaysia Annual Reports: (2001,p:1-45), (2002, p: 2-26),(2003, p:2-44), (2004, p:2-23),(2005, p:2-21), (2006, p:6-45), (2007, p: 6-49),(2008,p: 6-55),(2009,p:6-51),(2010,p:6-54),(2011,p:6-53),(2012,p:6-62),(2013, p:135),(2014,p:144),(2015 , p: 169) .

ويمكن توضيح الجدول بالشكل الآتي:

الشكل (5.4): تطور إصدار صكوك البيع بئمن آجل /مربحة في ماليزيا خلال الفترة (2015-2001).



المصدر: مخرجات Excel بناء على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والرسم البياني المرفق له يلاحظ أن صكوك البيع بئمن آجل وصكوك المربحة كانت مسيطرة على سوق الصكوك الماليزية وذلك لسهولة إصدارهما وقدرتهما على خلق

السيولة للمصدر، حيث قدر حجم إصدار صكوك البيع بثمن آجل ب10395 أي ما يعادل نسبة 77 %، أما صكوك المضاربة فبنسبة 23%، لكنهما انخفضا في 2003 ويرجع ذلك الانخفاض إلى إصدار صكوك الاستصناع، حيث بلغت نسبة إصدارها حوالي 46,5% أي 6780 مليون RM، ويرجع ذلك إلى رغبة السلطات الماليزية في تنويع إصدارات الصكوك، ثم عاودت صكوك البيع بثمن آجل والمرابحة الارتفاع سنة 2004 بنسبة 95,15% وذلك لاعتمادها في مشاريع شبكة التنمية المستدامة الماليزية، وفي الفترة 2005 إلى 2011 انخفض شديد في إصدارها، ويلاحظ أيضا انعدام إصدار صكوك البيع بثمن آجل في سنة 2009 وذلك للسيطرة الكبيرة لصكوك المشاركة والمضاربة، حيث احتلت صكوك المشاركة لوحدها في سنة 2006 نسبة 70% إلى أن وصلت صكوك المشاركة في 2009 0.4 % وهذا نتيجة توجه المصدرين من صكوك البيع بثمن آجل والمرابحة لما فيه من نقاط شبيهة إلى صكوك المشاركة¹، أما بالنسبة لصكوك المرابحة فلقد عاودت الارتفاع، حيث يقدر حجمها ب79.49.2% حيث سيطرت على مجموع الصكوك المصدرة في سوق رأس المال الماليزي، معنى ذلك أنها تحقق أرباح كبيرة من جهة وخروجها من الشبهات الشرعية التي كانت تعيق نموها من جهة أخرى.

ثانيا) صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية:

أ. تعريفها فيه ماليزيا: الوثائق أو الشهادات التي تمثل بها قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة وقد جاء في هذا التعريف تعريف كل من الاستصناع والاستصناع الموازي وحتى عملية تقسيط الدين الذي أقره المجمع الفقهي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامية في قرار (7/3)65، وأول إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا كان سنة 2003م من طرف شركة SKS Power Sdn Bhd بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي ومدة استحقاق هذه الصكوك من خمس إلى تسع سنوات².

ب. آلية إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا: ويتم إصدار هذه الصكوك في ماليزيا وفق الآلية التالية:

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

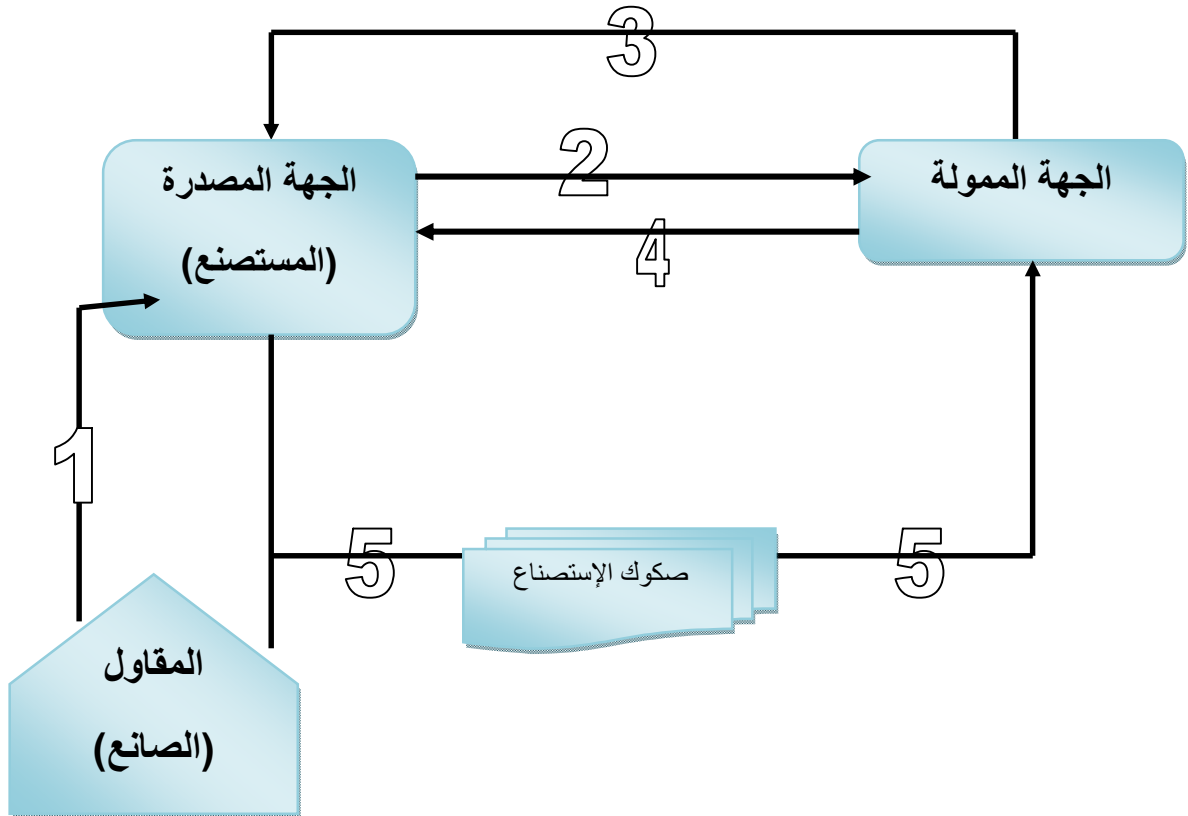
¹: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق،

ص196.

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

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

الشكل (6.4): آلية إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا



المصدر: سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه مرجع سابق، ص 117.

ويمكن تتبع تطورها للفترة (2001-2015) في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

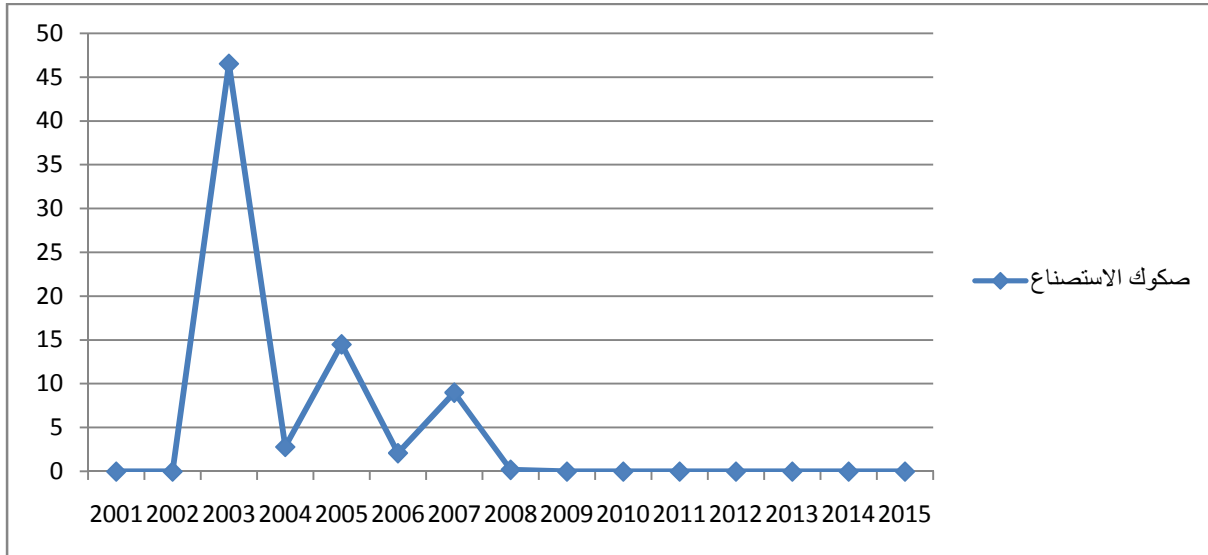
الجدول (4.4) تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
نسبة صكوك الاستصناع %	-	-	46.5	2.8	14.5	2.1	9	0.2	0	0	-	-	-	-	-

SOURCE: Securities commission malaysia Annual Reports: (2001,p:1-45), (2002, p: 2-26),(2003, p:2-44), (2004, p:2-23),(2005, p:2-21), (2006, p:6-45), (2007, p: 6-49),(2008,p: 6-55),(2009,p:6-51),(2010,p:6-54),(2011,p:6-53),(2012,p:6-62),(2013, p:135),(2014,p:144),(2015 , p: 169) .

ويمكن إعادة صياغة الجدول السابق إلى المنحنى التالي:

الشكل (7.4): تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والرسم البياني المرفق له يلاحظ أن أعلى نسبة لإصدار هذه الصكوك كانت في عام إصدارها الأول أي سنة 2003 بنسبة 46.5% من الصكوك إجمالاً وهي أول سنة إصدار وكانت بقيمة 5,6 مليار رينجنت ماليزي والتي تعتبر من أكبر الإصدارات في ماليزيا، وتراوحت في السنوات التي بعدها بنسب متفاوتة ولكنها منخفضة مقارنة مع نسبة الإصدار الأولى حيث عاودت الارتفاع سنة 2005 بنسبة 14,5% وذلك نتيجة التعديل الضريبي بحيث أعلن وزير المالية الماليزي على عدة تدابير ضريبية لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات وذلك بخفض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول وهذا ما يحدث في صكوك الاستصناع والبيع بثمن أجل والمرابحة، كما قد يعود هذا الارتفاع إلى زيادة رغبة الشركات المصدرة خاصة في مجال تمويل

المشاريع الصناعية والإسكان وغيرها¹، ثم بدأت بالانخفاض في سنة 2006 ثم عاودت الصعود في 2007 إلى 9% لكن بعدها انخفضت بشكل كبير إلى 0,2% وانعدمت من سنة 2009 إلى 2015، مما يعني أن ماليزيا تخلت عن استخدام هذه الصكوك وقد يرجع السبب في ذلك إلى سيطرة صكوك المشاركة والمرابحة في هذه السنوات²، كما يمكن أن تكون ماليزيا أدركت أن صكوك الاستصناع غير قادرة للتصدي للأزمة المالية 2008 بمعنى أن هذه الأزمة أثرت على الجانب الاستثماري للمشاريع التتموية في ماليزيا وبما أن صكوك الاستصناع تتصب في هذه المشاريع حدث التأثير السلبي على هذا النوع من الصكوك.

ثالثاً) صكوك الإجارة:

أ. صكوك الإجارة حسب التجربة الماليزية:

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

وتعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا، ففي 3 جويلية 2002، كانت الحكومة الماليزية قد أصدرت صكوك الإجارة (الصكوك الدولية الماليزية) (Malaysian Global Sukuk) المتداولة في البورصة لابوان المالية العالمية (Labuan International Financial Exchange) بعملة أجنبية (بقيمة 600 مليون دولار أمريكي) لمدة استحقاق خمس سنوات أي إلى غاية 2007³، أيضا في ديسمبر 2004 قام بنك نوريا (البحرين) بإدارة عملية الاكتتاب في صكوك إسلامية لصالح ولاية (ساراواك) الماليزية وكان المبلغ المطلوب للإصدار 350 مليون دولار، في حين بلغ المبلغ المكتتب به 1,3 مليار دولار⁴.

¹: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجاً، مرجع سابق، ص224.

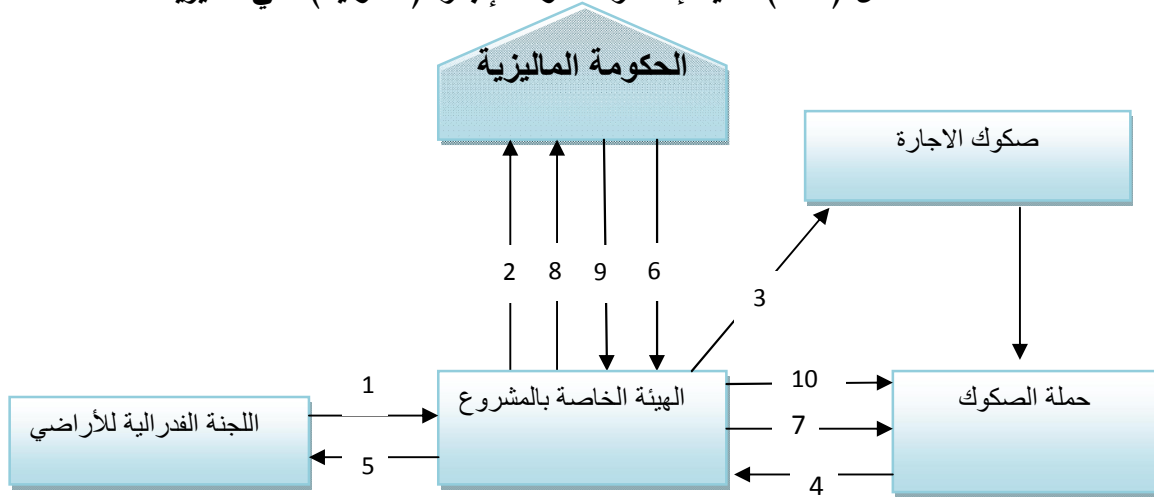
²: Securities Commission Annual Report , 2014,p144.

³: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص200.

⁴: عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص409.

- ب. آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا: وكان إصدارها وفق الخطوات التالية¹:
- بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع (أراضٍ بـ 600 مليون دولار) من طرف اللجنة الفدرالية للأراضي Federal Lands Commission.
 - عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية.
 - إصدار الصكوك.
 - دفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك.
 - تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع.
 - دفع قسط التأجير من طرف الحكومة الماليزية للجنة.
 - تقديم أقساط دورية لحملة الصكوك.
 - بيع الأصل عند التصفية النهائية.
 - تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية.
 - تسديد قيمة البيع لحملة الصكوك وانتهاء العملية، ويمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا وفق الشكل التالي:

الشكل (8.4): آلية إصدار صكوك الإجارة (الدولية) في ماليزيا



SOURCE: Ahmad Ibrahim, *applied shari'ah in financial transactions*, p 12.

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

ويمكن أن نمثل تطور إصدار صكوك الإجارة في الجدول التالي:

¹: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص 200، 201.

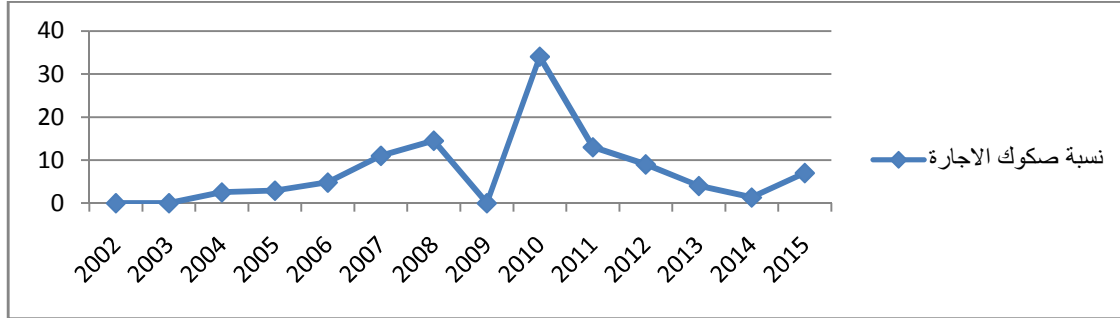
الجدول (5.4): تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
صكوك الإجارة %	-	-	-	2.05	2.9	4.8	11	14.5	-	34	13	9	4	1.31	7

SOURCE: Securities commission malaysia Annual Reports: (2001,p:1-45), (2002, p: 2-26),(2003, p:2-44), (2004, p:2-23),(2005, p:2-21), (2006, p:6-45), (2007, p: 6-49),(2008,p: 6-55),(2009,p:6-51),(2010,p:6-54),(2011,p:6-53),(2012,p:6-62),(2013, p:135),(2014,p:144),(2015 , p: 169) .

ويمكن إعادة ترجمة الجدول بالمنحنى التالي:

الشكل (9.4) تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015).



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والمنحنى البياني المرفق له يلاحظ أن صكوك الإجارة بدأت بالزيادة من 2004 إلى 2008 حيث بلغت 14,5% وهذا لقابلية الإصدار والتداول، ولكن سرعان ما انعدمت إصدارات صكوك الإجارة في 2009 وقد يعود ذلك إلى استحواذ صكوك المشاركة على النسبة الأكبر بين أنواع الصكوك المصدرة بنسبة 99,6%، ثم عاودت الارتفاع سنة 2010 نظرا لمشاريع شبكة التنمية المستدامة فازدادت المشاريع وازداد معه التأجير لها، بعدها انخفضت في سنة 2014 إلى بنسبة 1.31%، ثم ارتفعت نسبتها سنة 2015، وتقدر النسبة بـ 7% ويرجع ذلك إلى عودة اهتمام ماليزيا بصكوك الإجارة لسهولة إصدارها وتداولها وانخفاض تكلفتها مقارنة بالصكوك الأخرى.

رابعاً) صكوك المشاركة:

أ. صكوك المشاركة حسب التجربة الماليزية: وكان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Capital Bhd Musyarakah One بقيمة 2.50 مليار رينغت ماليزي، ثم تلاحت زيادة الإصدارات خلال السنوات الأخيرة¹.

ب. آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا: ويتم إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الخطوات التالية²:

- تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة بـ 87% من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة.

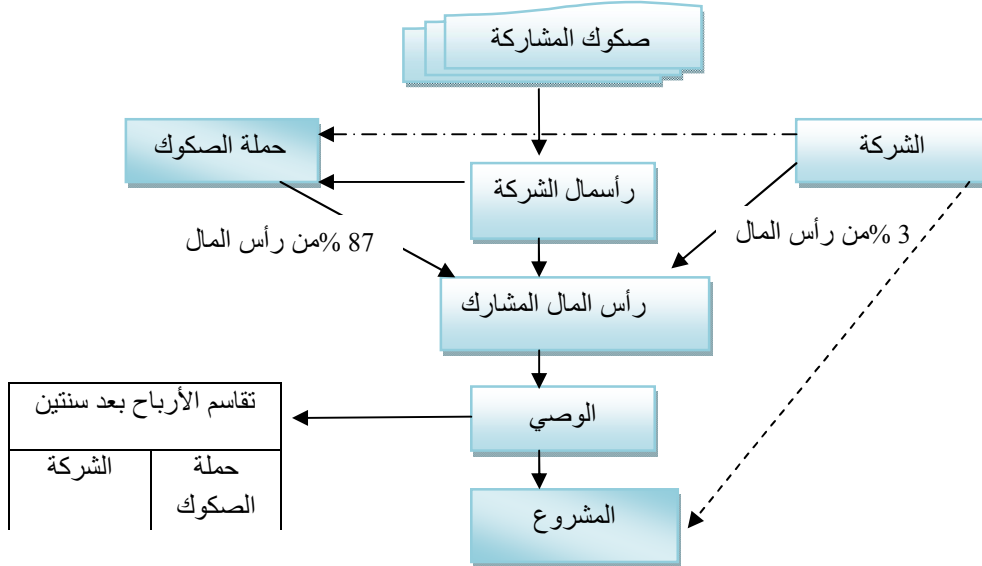
- دفع رأس مال المشاركة إلى الوصي.

- مساعدة الشركة للوصي في إدارة المشروع.

- إنهاء المشروع، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، ويكون هذا بعد سنتين من بدء المشروع.

- دفع أجرة الوصي من طرف الشركة وتمثل آليتها وفق الشكل التالي:

الشكل (10.4): آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص 2004.

¹: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص 216.

²: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص 204.

ويمكن أن يوضح ذلك من خلال الجدول التالي:

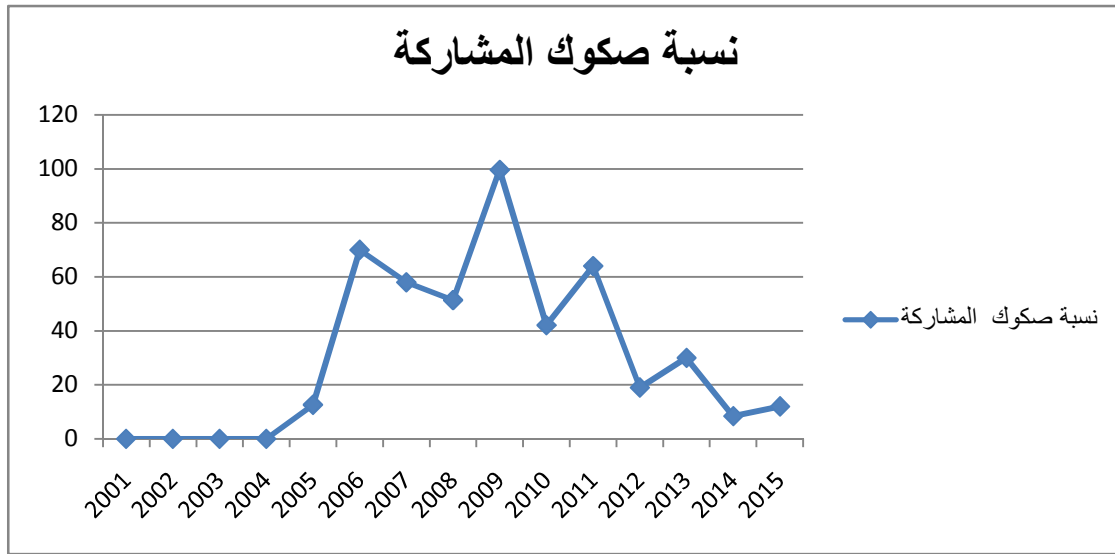
الجدول (6.4): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015).

السنوات	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
صكوك المشاركة %	12	8.42	30	19	64	42.1	99.6	51.4	58	70.0	12.6	-	-	-	-

SOURCE: Securities commission malaysia Annual Reports: (2001,p:1-45), (2002, p: 2-26),(2003, p:2-44), (2004, p:2-23),(2005, p:2-21), (2006, p:6-45), (2007, p: 6-49),(2008,p: 6-55),(2009,p:6-51),(2010,p:6-54),(2011,p:6-53),(2012,p:6-62),(2013, p:135),(2014,p:144),(2015 , p:169) .

ويمكن أن يمثل الجدول السابق في المنحنى التالي:

الشكل (11.4): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015).



المصدر: مخرجات EXCEL انطلاقاً من معطيات الجدول أعلاه.

يلاحظ من خلال المعطيات السابقة أنه لم تكن هناك إصدارات لصكوك المشاركة قبل 2005 ويرجع ذلك لسيطرة إصدارات الثلاثة المتمثلة في صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة وصكوك الاستصناع، ثم عرفت ارتفاعاً كبيراً جداً وتوجهاً جديداً نحو صكوك المشاركة على حساب الصكوك القائمة على البيع بثمن آجل /مرابحة وذلك للتوعية القائمة من طرف هيئة الأوراق المالية للمستثمرين والمصدرين واستمرت في الارتفاع لتصل الذروة في سنة 2009 حيث بلغت نسبتها من الإصدارات 99.6% وهذا تزامناً مع انطلاق برنامج المشاريع الكبرى في ماليزيا، كما أن هذه الصكوك تصدر وفق آلية بسيطة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ثم تراجعت في سنة 2010

وهذا لتوجه الحكومة الماليزية نحو إصدار صكوك المرابحة وصكوك الإجارة وذلك لما تحققه هذه الصكوك من أرباح للمستثمرين فيها.

خامسا) صكوك المضاربة:

أ. صكوك المضاربة حسب التجربة الماليزية:

جاء تعريف صكوك المضاربة حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها وثائق تكون متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق غير المجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المضاربة واعتمدت في ذلك على تعريف عقد المضاربة¹، وكان أول إصدار لصكوك المضاربة في سنة 2005 من طرف PG Municipal Assete Bhd بقيمة 80.0 مليون رينجيت ماليزي².

ب. آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا: ويتم إصدارها وفق الخطوات التالية³:

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

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

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

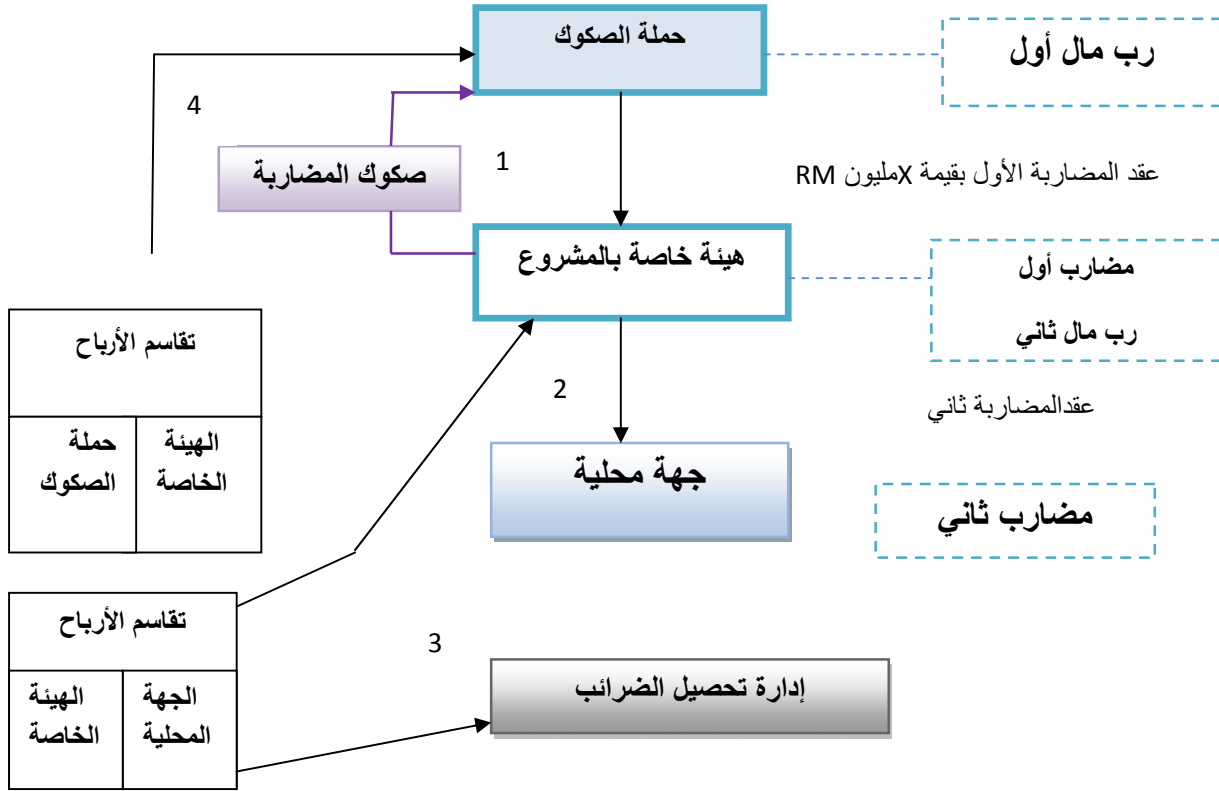
- تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع باعتبارها (مضارب أول) بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة الصكوك، وتتمثل آليتها وفق الشكل التالي:

¹: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص218.

²: Securities commission annual report 2005 ,p.2.22

³: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص204.

الشكل (12.4): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص 207.

ويمكن تتبع تطورها خلال الفترة 2001 و 2015 من خلال الجدول التالي:

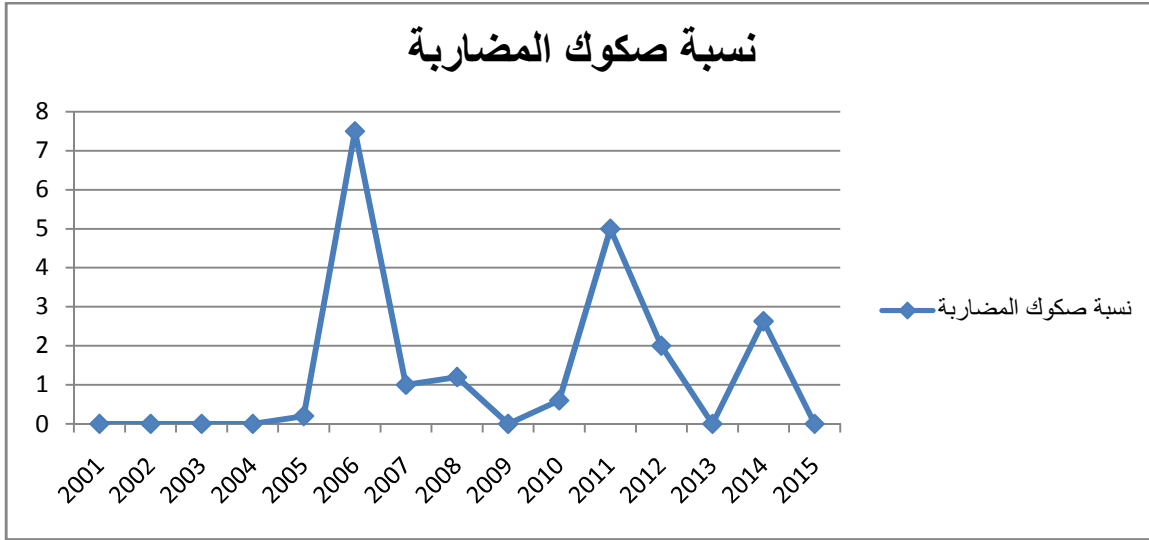
الجدول (7.4): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)

السنوات	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
صكوك المضاربة %	-	2.63	-	2	5	0.6	-	1.2	1	7.5	0.2	-	-	-	-

SOURCE: Securities commission malaysia Annual Reports: (2001,p:1-45), (2002, p: 2-26),(2003, p:2-44), (2004, p:2-23),(2005, p:2-21), (2006, p:6-45), (2007, p: 6-49),(2008,p: 6-55),(2009,p:6-51),(2010,p:6-54),(2011,p:6-53),(2012,p:6-62),(2013, p:135),(2014,p:144),(2015 , p:169) .

ويمكن تمثيل الجدول بالمنحنى التالي:

الشكل (13.4): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015)



المصدر: مخرجات excel انطلاقاً من معطيات الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والشكل البياني المرفق له يلاحظ عدم وجود إصدارات من 2001 إلى 2004 لأن في هذه السنوات كانت صكوك البيع بثمن وصكوك المرابحة مسيطرة على سوق الصكوك، وفي 2005 كان أول إصدار لهذه الصكوك وكانت بنسبة ضئيلة تقدر بـ 0,2% وذلك لقيام اللجنة الاستشارية الشرعية على الاستعانة بهذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح والمخاطر (الخسارة) حيث بلغ إصدارها في نهاية سنة 2006 حوالي ثلاث (03) مليارات رينغت ماليزي حيث مثل 7.5% وكان هذا أكبر إصدار له حتى سنة 2015، كما لوحظ في سنة 2013 عدم إصدار هذه الصكوك وفي 2014 أصدرت مرة أخرى بنسبة 2,63%، ثم في 2015 لم يصدر هذا النوع للصكوك ويرجع ذلك إلى عدم وجود طلب على تداول هذه الصكوك، والمتمتع لإصدارات الصكوك الماليزية يلاحظ عودة قوية لصكوك المرابحة التي طالما ساهمت مساهمة كبيرة في تطوير سوق رأس المال الماليزي، خاصة بعد قبول الهيئة الشرعية إصدار صكوك المرابحة.

سادساً) أنواع أخرى للصكوك الإسلامية:

أ.صكوك كاجاماس الإسلامية: وهي عبارة عن أوراق مالية إسلامية، بدأ العمل بها في مارس 1994، حيث تقوم كاجاماس أو المؤسسة الأهلية للاتئمان العقاري، بشراء ديون الإسكان الإسلامية على أن تقوم في المقابل بعمليات إصدار سندات تعرف باسم سندات المضاربة، وذلك لتمويل عملية شراء الديون، ويتم هذا الشراء وفقاً لمبدأ بيع الدين، بينما تصدر السندات وفقاً لمبدأ المضاربة أو اقتسام الأرباح، حيث تقسم كاجاماس مع حاملي السندات الأرباح المحققة وفقاً لنسبة محددة، وتتولد

هذه الأرباح من عمليات الشراء التي تقوم بها كاجاماس لديون الإسكان الإسلامية وإعادة استثمارها لأموالها، وتمكن هذه السندات المؤسسات المصرفية الإسلامية التي تقدم تسهيلات خاصة بالتمويل الإسلامي للإسكان، من الحصول على تسهيل بإعادة تمويل مستمر من كاجاماس، الأمر الذي يمكن هذه المؤسسات من تقديم خدمات التمويل الإسلامي للإسكان لقطاع كبير من الأفراد وبتكلفة معقولة¹، ويمكن تبيان إصدارات صكوك كاجاماس الإسلامية أو التي تعرف باسم الأوراق المالية الإسلامية المضمونة بعقارات سكنية خلال الفترة 2005-2015 من خلال الجدول التالي:

الجدول (8.4): إجمالي إصدار الأوراق المالية الإسلامية المضمونة بعقارات سكنية في ماليزيا

2015-2005.

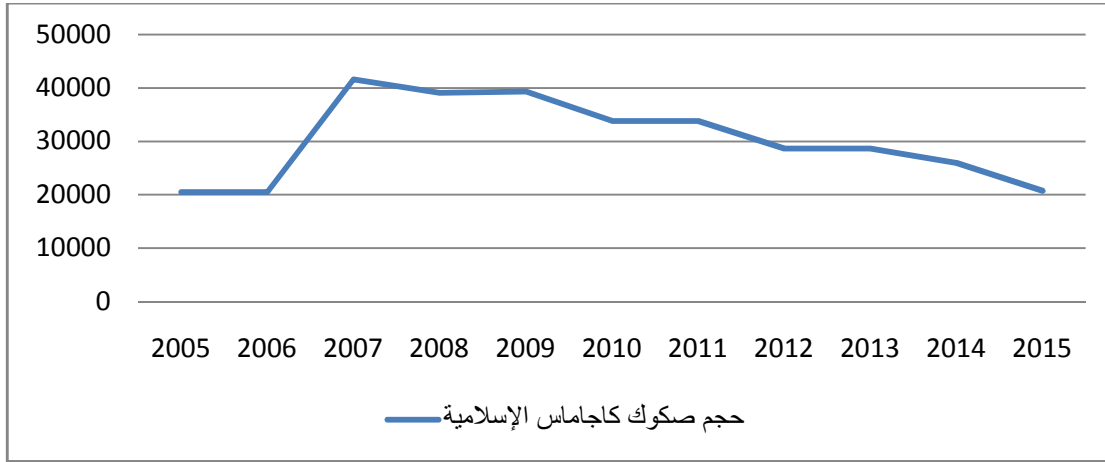
السنوات	حجم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المضمونة بعقارات سكنية IRMBS مليون رينجيت ماليزي
2005	2,050.0
2006	2,050.0
2007	4,160.0
2008	3,910.0
2009	3,929.6
2010	3,382.8
2011	3,382.8
2012	2,865.3
2013	2,865.3
2014	2,594.2
2015	2,075.5

SOURCE: Cagamas, annual reports: 2011 p28, 2012,p24,2013p 30,2014p , 2015 ,p28.
ويمكن توضيح الجدول بالشكل التالي:

¹: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجريبية الماليزية أنموذجاً، مرجع سابق، ص 246.

الشكل (14.4): منحني إصدار الأوراق المالية الإسلامية المضمونة بعقارات سكنية في ماليزيا

2015-2005.



المصدر: مخرجات EXCEL انطلاقا من معطيات الجدول أعلاه.

من الجدول أعلاه والشكل البياني المرفق له يلاحظ أن حجم الأوراق المالية الإسلامية المضمونة بعقارات سكنية في زيادة مستمرة خلال الفترة 2005 إلى 2007 حيث سجل أعلى حجم في 2007 ويقدر ب 4,160.0 مليون RM، وهذا ما يفسر اهتمام ماليزيا بهذا النوع من الصكوك، لكن انخفاض الحجم مع بداية 2009 إلى 2015 ويرجع ذلك إلى تأثير هذه الصكوك بالأزمة العالمية 2008، كما أن منافسة الأوراق المالية السكنية التقليدية أثرت على حجم هذا النوع من الأوراق المالية الإسلامية.

ب. صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية صكوك الوكالة بالاستثمار على أنها عبارة عن شهادات متساوية القيمة والتي تثبت الملكية الموحدة لحاملي الشهادة في الأصول الاستثمارية، وفقا لاستثماراتهم من خلال وكيل الاستثمار¹، وتتم آلية إصدار هذه الصكوك وفق المراحل التالية²:

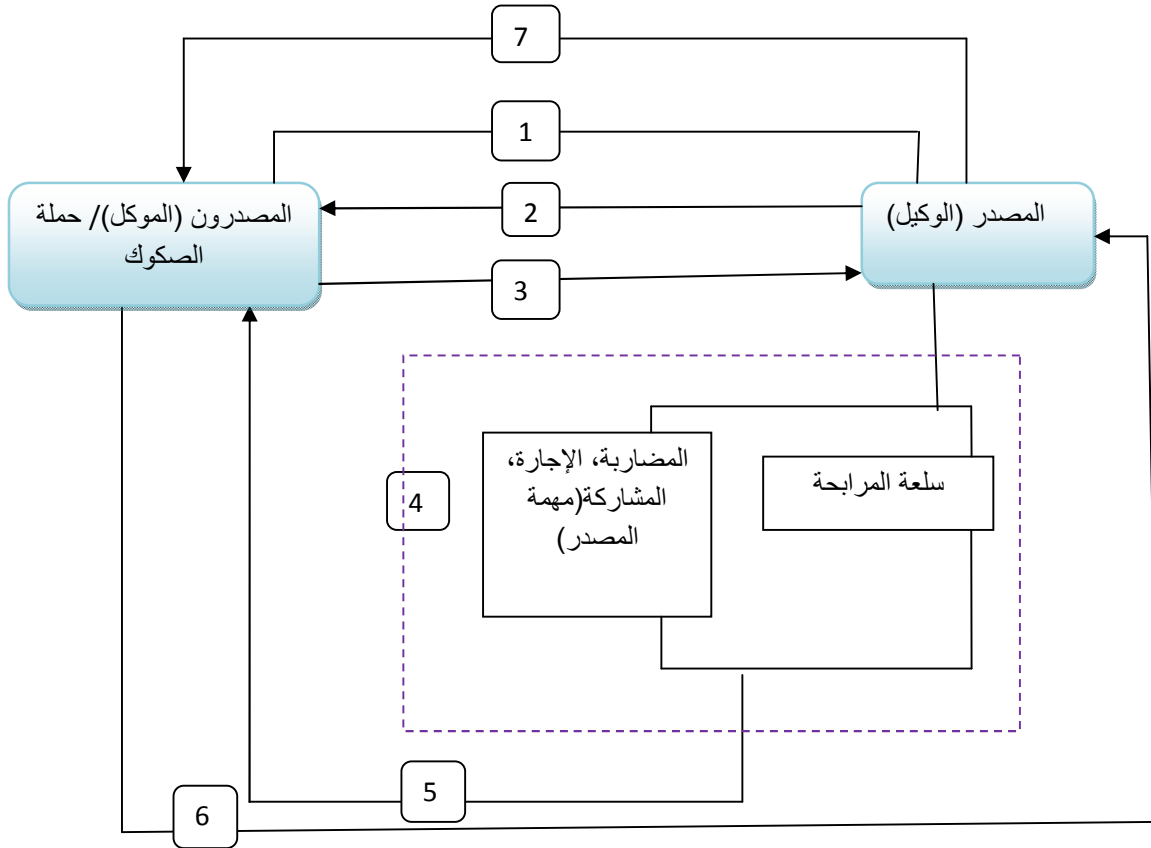
- يتم إجراء عقد الوكالة بين المستثمر (حامل الصك) والمصدر (الوكيل)
- يتم إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار من الوكيل إلى الموكل حامل الصك.
- دفع عائدات الصك من الموكل إلى الوكيل.
- يبدأ نشاط الاستثمار من طرف المصدر لصالح المستثمر.
- دفع الأرباح إلى المستثمرين.

¹: Securities commission Malaysia, "Guidelines on sukuk", 8 January 2014, pp5 ,6

²: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجاً، مرجع سابق، ص217.

- عند تاريخ الاستحقاق يتم شراء المشروع من طرف المصدر.
- يتعهد المصدر (الوكيل) برد العائدات بشكل مضمون إلى المستثمرين (الصك الرئيسي) وتلخص آلية صكوك الوكالة بالاستثمار بالشكل التالي:

الشكل (15.4): آلية اصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا.



المصدر: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجاً، مرجع سابق، ص 217.

وقد تم إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار خلال السنوات الخمسة بالنسب التالية 9، 10، 3، 94، 8، 24 خلال السنوات 2011، 2012، 2013، 2014، 2015¹، حيث تعتبر هذه الصكوك حديثة في سوق رأس المال الماليزي، ولقد أصدرت من أجل زيادة و تنوع الصكوك الإسلامية في هذا السوق.

2.1.4. السندات في سوق رأس المال الماليزي:

يتم تداول أنواع عديدة من السندات في سوق رأس المال الماليزي بصفة عامة، و سوق السندات بصفة خاصة، حيث تعد هذه السوق الأخيرة سوق غير منظمة، كما أن السندات المتداولة في السوق

¹: Securities commission Malaysia, Annual reports, (2011,p:6-53), (2012,p:6-62), (2013,p:135) (2014,p:144) , (2015,p:169) .

تشير إلى قروض طويلة الأجل بمدة الاستحقاق أكثر من سنة، و من بين السندات التي يتم تداولها في سوق رأس المال الماليزي ما يلي¹:

1.2.1.4. السندات الحكومية:

كان أول إصدار للسندات الحكومية في ماليزيا أواخر السبعينات للاكتتاب العام و كانت معروفة بالأوراق المالية الحكومية الماليزية، حيث تم إصدار هذه السندات من أجل تمويل المشاريع التنموية الحكومية، وتعد هذه السندات المصدرة من طرف الحكومة الأكثر تداولاً في سوق السندات الماليزي²، ومن خلال الجدول التالي سيتم عرض حجم هذه السندات خلال السنوات الأخيرة.

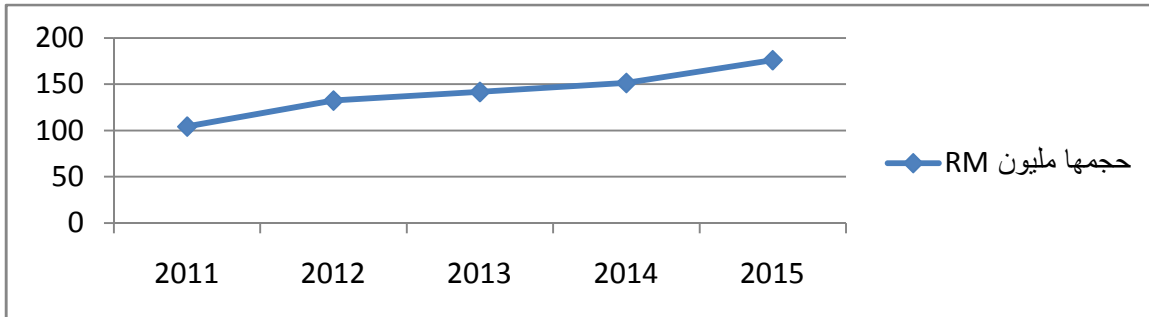
الجدول (9.4): حجم السندات الحكومية خلال الفترة 2011-2015

2015	2014	2013	2012	2011	السندات الحكومية
175,964	151,377	141,669	132,410	104,270	حجمها مليون RM

Source: Bank Nagara Malaysia, Annual Report , ANNEX, 2015, p11.

ويمكن توضيح هذا الجدول بالشكل التالي:

الشكل (16.4): حجم السندات الحكومية خلال الفترة 2011-2015.



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن السندات الحكومية في تزايد مستمر، وهذا ما يؤكد دور الحكومة الماليزية في السوق المالي من جهة، وما يفسر التزايد المستمر لهذه السندات كونها أدوات مالية مطلوبة ومرغوبة من قبل المستثمرين وذلك لعامل الأمان الذي تحظى به.

¹: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص176.

²: Malaysia Bond Market Guide, ASEAN+3Bond Market Guide ,Volume 1, Part 2, Kuala Lumpur Malaysia , 11 May 2011,p3.

2.2.1.4. سندات الشركات: يتم إصدار هذه السندات في ماليزيا من قبل القطاع الخاص و هذا من أجل تمويل مشاريعها، ويمكن أن تصدر الشركات السندات على أسس المبادئ التقليدية أو الإسلامية، والجدول التالي يبين حجم سندات الشركات في ماليزيا خلال الخمس سنوات الأخيرة.

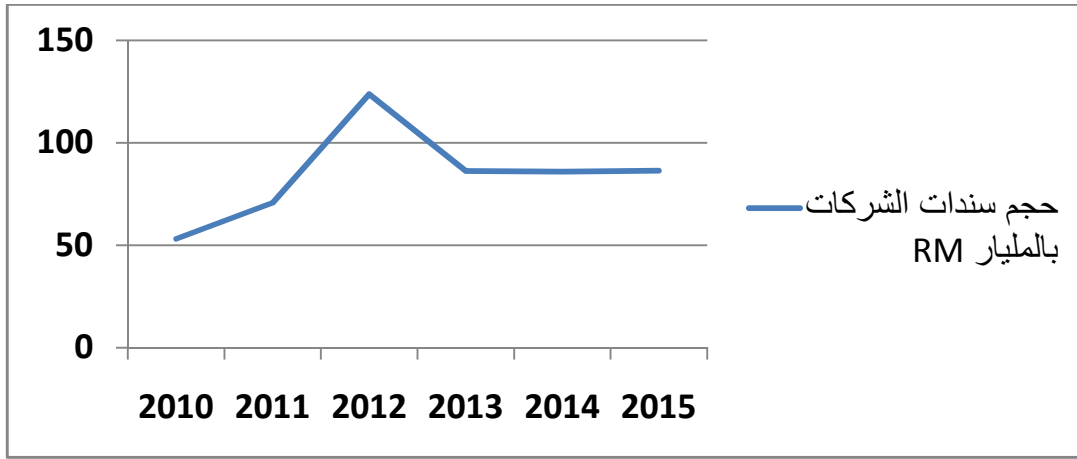
الجدول(10.4): حجم سندات الشركات في سوق السندات الماليزية خلال الفترة 2010-2015.

2015	2014	2013	2012	2011	2010	سندات الشركات
86.4	86.0	86.2	123.8	70.6	53.1	حجمها مليار RM

Source: Securities Commission Annual Reports, PART 5 ; CAPITAL MARKETS REVIEW AND OUTLOOK,2015, p91.

ويمكن ترجمة الجدول أعلاه بالشكل التالي:

الشكل (17.4): حجم سندات الشركات في سوق السندات الماليزية خلال الفترة 2010-2015.



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والشكل البياني المرفق يلاحظ أن سندات الشركات تتميز بتزايد مستمر خلال الفترة 2010 إلى 2012 وذلك لزيادة النشاط الاقتصادي في ماليزيا في هذه الفترة، ثم عرف حجم هذه السندات انخفاضا في 2013 حيث كان الحجم يساوي 86.2 مليار RM بعدما كان في 2012 يقدر بـ 123.8 مليار RM، ويمكن أن يرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية العقارية على هذا النوع من السندات ثم حدث استقرار في الحجم من 2013 إلى 2015، مما يفسر أن هذه السندات قد تكون لشركات تتميز بالاستقرار في نشاطها الاقتصادي.

3.1.4. المشتقات المالية في ماليزيا وأهم المؤشرات المالية الإسلامية الماليزية.

من خلال هذا الجزء سيتم النظر إلى أهم المشتقات المالية الموجودة في سوق رأس المال

الماليزي و كذا تسليط الضوء على المؤشرات المالية فيه.

1.3.1.4. المشتقات المالية في ماليزيا:

تم إنشاء بورصة المشتقات المالية في ماليزيا في 1995/12/11 تحت اسم بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبليات المالية، وفي 2001/07/11 أصبحت تسمى البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة Malaysia Derivatives Exchange Berhad- MDEX والعقود المتداولة في بورصة المشتقات المالية الماليزية المحدودة تنقسم إلى قسمين هما: عقود المستقبليات وعقود الخيارات. أ. عقود المستقبليات: تنقسم هذه العقود في سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاث أقسام:

• عقود المستقبليات للسلع: تنقسم بدورها إلى قسمين:

✓ عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام: تم طرحها في أكتوبر 1980.

✓ عقود المستقبليات لنواة النخيل الخام: تم طرحها في فيفري 2004.

ب. عقود مستقبليات الملكية: تتمثل في عقود المستقبليات لمؤشر كوالالمبور المركب طرحت في ديسمبر 1995.

ج. عقود المستقبليات المالية: و تتكون من:

• عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين البنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر، و لقد تم طرحها في ماي 2004.

• عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في مارس 2002.

• عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات طرحت في سبتمبر 2003.

د. عقود الخيار: هناك نوع واحد لعقود الخيارات المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية المحدودة و هي عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب التي طرحت في ديسمبر 2000، ومن جهة أخرى تتم التعاملات في أسواق الأوراق المالية في ماليزيا من خلال سوقين أساسيين هما¹:

• **السوق الأولية:** وهي سوق الإصدارات الأولية للأوراق المالية المعروضة للجمهور، وهي الإصدارات التي تتم بهدف الحصول على رأس المال الأساسي للشركات تحت التأسيس أو بهدف زيادة رأس المال للشركات القائمة بالفعل².

• **السوق الثانوية:** وهي سوق تداول الأوراق المالية للشركات القائمة أو للحكومة الماليزية المكتتب بها في السوق الأولية.

¹: سحاسورباني جعفر صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مرجع سابق، ص 27.

²: بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص

مما سبق ذكره يمكن إعطاء جدول يبين حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-2015.

الجدول (11.4): حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-2015

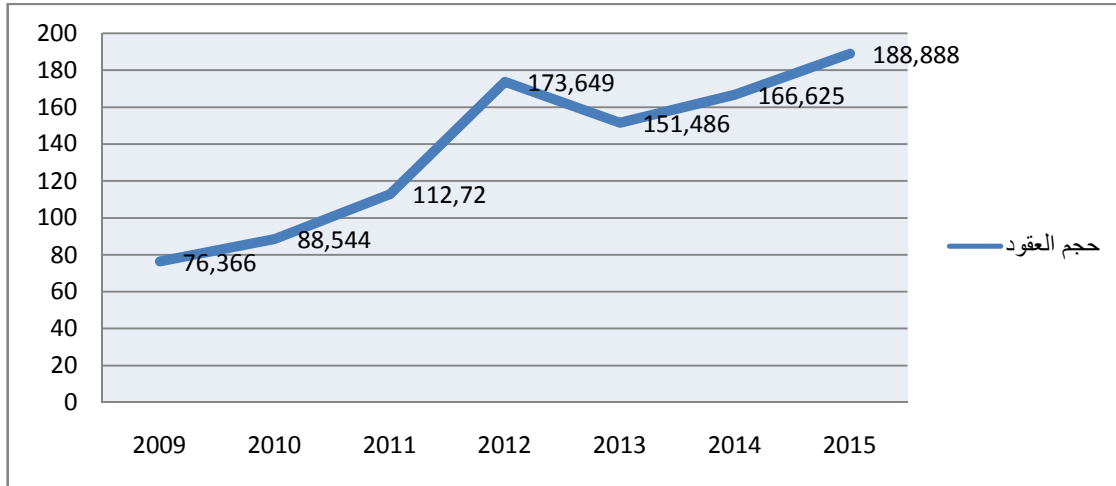
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
حجم العقود	76,366	88,544	112,720	173,649	151,486	166,625	188,888

Source: Bursa Malaysia Berhad, Annual Report: (2013,P12) ,(2014,P14) ,(2015, P12)

ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:

الشكل (18.4): حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-

2015



المصدر: مخرجات Excel بناء على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ أن عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام تتميز بالنشاط الكبير في بورصة المشتقات المالية الماليزية، حيث شهدت هذه العقود ارتفاع مستمر بداية من سنة 2009 حيث تمثلت في 76,366 عقد إلى 188,888 عقد في سنة 2015، وهذا راجع إلى تحويل نظام التداول من البورصة إلى التجارة الإلكترونية بالكامل في 2002 مما يؤدي إلى تحسين كفاءة السوق ولذلك يزيد التداول في هذه الصكوك¹، كما أنه حدث انخفاض صغير في 2013 إلا أن هذه العقود تتمتع بنشاط كبير في البورصة الماليزية للمشتقات.

¹: نور ليامت سعيد جعفر، سوق المشتقات المالية (تقدر إقتصادي وشرعي)، مرجع سابق، ص 55.

2.3.1.4. المؤشرات المالية الإسلامية الماليزية: ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما¹:

أ. **المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز:** ورشيد حسين المحدودة هو احد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996، وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 25 شركة مدرجة فيه.

ب. **المؤشر الشرعي كوالالمبور:** طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد قررت بجواز تداول هذه المؤشرات لان الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضا لاعتبار إن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر محدد، وبذلك ينفي عنصر الغرر والمقامرة، وترى اللجنة الشرعية بان تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا، وكذلك نفس الشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبلات للمؤشرات.

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

2.4. واقع التوريق المصرفي ودوره في سوق رأس المال الماليزي:

ازدهرت آلية التوريق المصرفي في الأسواق المالية العالمية وكان لها دور كبير في تطوير الأسواق المالية خاصة في فترة الثمانينات والتسعينات حيث تعتبر إلى حد اليوم أداة مالية مهمة في الأسواق المالية العالمية من الصعب التخلي عنها وفي هذا الإطار سيتم معالجة واقع التوريق المصرفي التقليدي في ماليزيا ودراسة دوره في تطوير سوق رأس المال الماليزي.

1.2.4. تاريخ ونشأة التوريق المصرفي في ماليزيا:

يعود أصل التوريق المصرفي في ماليزيا إلى عام 1986²، عندما قامت الحكومة الماليزية

بإنشاء كيان للتمويل العقاري لشركة الرهن القومية National Mort-gage Corp.

على غرار شركة فابي ماي وفريدي مايك بالولايات المتحدة الأمريكية وفق لذلك فإن الشركة تؤدي دور الوسيط مابين مفترضي الرهن العقاري ومستثمري الآجال الطويلة وتعتبر تلك الشركة أهم مصدر

¹: نبيل خليل طه سمور، سوق الاوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، مرجع سابق، ص ص 109، 110.

²: Ting Kien Hwa, Tan Yen Keng, **Tan Yen Keng, the Securitisation in malaysi**, 10TH PACIFIC RIM REAL ESTATE SOCIETY ANNUAL CONFERENCE, Bangkok, Thailand, 25 - 28 January 2004, p2.

للأوراق المالية المضمونة بأصول في ماليزيا، وقد أطلق على الأوراق المالية الصادرة من طرف شركة الرهن القومية اسم سندات في السوق الماليزي، بالإضافة إلى السندات المصدرة من قبل Cagamas، فإن سوق توريق الأصول الأخرى لم يكن قوي بالدرجة الكبيرة، حيث قدر حجم سوق التوريق في ماليزيا عام 1996 بقيمة 45.5 مليار دولار.

هذا وقد قامت هيئة سوق المال بماليزيا في 10 افريل 2001 بوضع القواعد الخاصة بتوريق الأصول، على أن يكون إتباع تلك القواعد إجباريا على جميع الشركات العاملة بهذا المجال وتسمع تلك القواعد للشركات العاملة في ماليزيا فقط بإصدار أوراق مالية مضمونة بالأصول سواء كانت شركات عامة أو خاصة، وبالرغم من أن عدد من ذوي الخبرة في مجال التوريق قد انضموا إلى فريق العمل الخاص بهيئة سوق المال لوضع تلك القواعد فإنها لم تدرک التطورات الأخيرة السوق مثل أدوات التوريق المخلفة ومشتقات الائتمان غير الممولة¹.

2.2.4. المبادئ التوجيهية للتوريق المصرفي في ماليزيا: هناك مبادئ توجيهية عديدة للأوراق المالية المدعومة بأصول (منتجات التوريق) في سوق رأس المال الماليزي، و التي من دونها لا يمكن إصدار و تداول منتجات التوريق و عليه يمكن ذكر البعض منها من خلال ما يلي²:

- ✓ لا يمكن تحويل الأوراق المالية المدعومة بأصول إلى حقوق ملكية.
- ✓ لا بد أن تكون الأصول الأساسية (المورقة) تولد دخل نقدي.
- ✓ يجب أن يكون المنشأ كيان تأسس في ماليزيا.
- ✓ يجب إصدار الأوراق المالية المدعومة بأصول 10 % فقط من مجمل الأصول الأساسية .
- ✓ يجب أن تخضع الشركة ذات الغرض الخاص للضريبة.
- ✓ بالرغم من أن المبادئ التوجيهية تنص أن المنشئ للأصول يجب أن يكون مقيم في ماليزيا، إلا أنه يجوز للجنة الأوراق المالية منح إعفاء لهذا الشرط في حالة كان المصدر تابع لشركة أجنبية مسجلة في ماليزيا، شريطة أن يكون المنشئ يتوافق مع جميع المتطلبات الأخرى من المبادئ التوجيهية ل (ABS) الأوراق المالية المضمونة بأصول Asset-backed securities.

¹ : عثمان حسن فتحي، نبذة عن الأوراق المالية المضمونة بأصول، بورصتي القاهرة و الاسكندرية، ص 11، تاريخ الاطلاع: 2015/09/30 على موقع: www.efhom.net/uploads

²: Michelle Taylor , Tracy Kung, securitisation in Malaysia, about site: www.globalrestructuring.com/05sia/190_194.htm, 10/11/2015.

3.2.4. أنواع التوريق المصرفي في ماليزيا:

يوجد نوعان من التوريق المصرفي في ماليزيا هما¹:

-الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية وهي الأوراق المالية الرائدة في ماليزيا، وتصدر هذه الأوراق مؤسسة الرهن العقاري الوطني التي تأسست في 1986، وهي التي مهدت الطريق نحو تطوير التوريق في ماليزيا والتي تعرف باسم cagamas، حيث تقوم هذه الأخيرة بشراء قروض الإسكان من البنوك وشركات التمويل وتعرف هذه الأوراق باسم MBS: Mortgage Backed Securities.

وعلى سبيل المثال أصدرت المؤسسة الماليزية cagamas سندات مضمونة بالقروض العقارية قيمتها 2060 مليون رنغت ماليزي، وكانت الأصول المستخدمة في هذا الإصدار تتكون من حزمة القروض العقارية تم تشكيلها في صورة سبع شرائح متفاوتة، من حيث قيمتها وتاريخ استحقاقها، ويعد هذا النوع من عملية التوريق هو إصدار السندات فئة pay-through والذي يتمتع فيه حاملوا السندات بفوائد دورية مستمرة دون ملكية الأصول المضمونة².

- الأوراق المالية المضمونة بأصول غير عقارية: أما النوع الثاني فهو كقروض السيارات، قروض الطلاب وقروض بطاقات الائتمان وهي تعرف باسم ABS: Asset Backed Securities، لكن هذا النوع لم يتطور بالشكل الذي تطورت به الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية ويرجع ذلك لعدة أسباب من بينها:

- بنك نيجارا الماليزي لا يوافق بسهولة على هذا النوع من التوريق باعتباره يساهم في زيادة التضخم -عدم وجود الشفافية الكاملة في البنوك التقليدية الماليزية، كما أن الضرائب غير مواتية للتوسع في هذا النوع من التوريق، وعليه يتضح أن الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية هي المسيطرة على التوريق في ماليزيا، وبالتالي سيتم الاعتماد على إحصائيات هذا النوع في الدراسة التطبيقية، ويمكن تسليط الضوء على حجم الأصول العقارية التقليدية في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

الجدول(12.4): حجم أصول العقارات السكنية في ماليزية خلال الفترة(2004-2015).

السنوات	حجم قروض العقارات السكنية في ماليزية بالمليون RM
2004	1,524.8
2005	3,348.3
2006	3,120.4
2007	7,844.3
2008	9,697.5

¹: Ting Kien Hwa, Tan Yen Keng, Tan Yen Keng, the Securitisation in malaysi , OP-cite, pp 3,4.

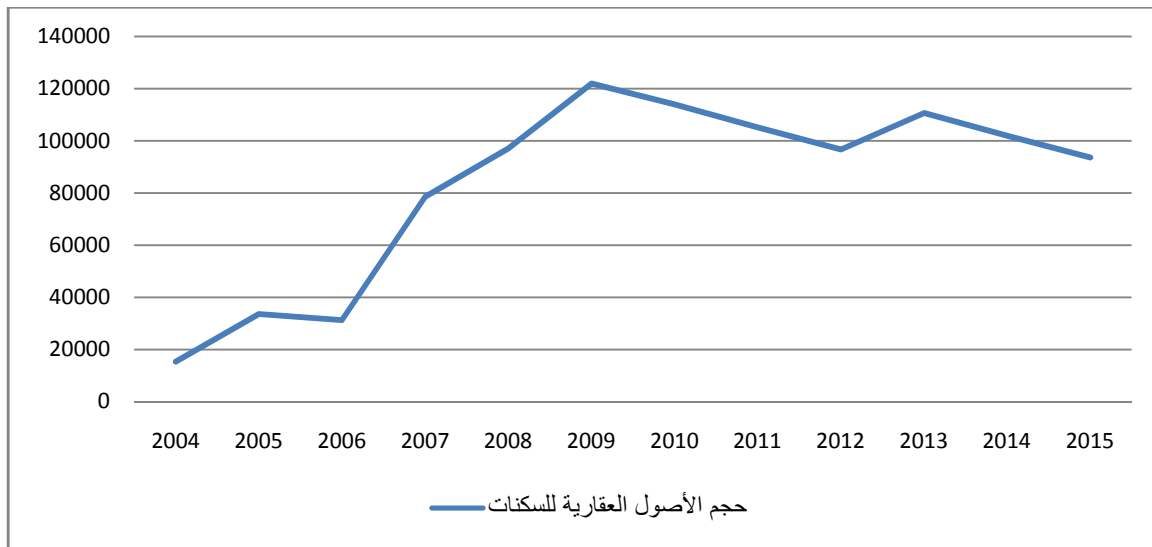
²: عمر محمد ادريس، المال واستخداماته بوصفه أصلا في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية، جمعية دار البر، دبي، 2013،

12,187.3	2009
11,384.6	2010
10,510.8	2011
9,659.4	2012
11,064.3	2013
10,189.8	2014
9,354.3	2015

Source: Cagamas, annual reports: 2015, p28, 2012, p24, 2011 p28

ويمكن توضيح الجدول السابق بالشكل البياني التالي:

الشكل (19.4): حجم أصول العقارات السكنية في ماليزيا.



المصدر: مخرجات excel بناء على المعطيات في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه والمنحنى البياني المرفق له يلاحظ أن حجم أصول العقارات السكنية في ماليزيا في تزايد مستمر خلال الفترة 2004 إلى 2009 حيث تعتبر هذه السنة نقطة الذروة في حجم الأصول العقارية السكنية حيث قدر الحجم بـ 12,187.3 مليون رينجيت ماليزي، ويعود ذلك إلى زيادة رغبة أفراد المجتمع الماليزي في الحصول على سكنات من جهة، واهتمام ماليزيا بالعقارات السكنية، لكن خلال الفترة 2010 إلى 2012 حدث انخفاض ويرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية العالمية لـ 2008، ثم عاود الارتفاع في 2013، لكن سرعان ما انخفض حجم القروض ويرجع ذلك إلى اتجاه الأنظار نحو الأصول العقارية الإسلامية لما تتميز به من ميزات مثل عدم التعامل بالفائدة، وزيادة ثقة المجتمع الماليزي في كل ما هو إسلامي، وبالتالي أصبحت الأصول العقارية الإسلامية منافس قوي للأصول العقارية التقليدية حيث سجلت أحجام الأصول العقارية الإسلامية خلال 2013، 2014، 2015 على التوالي: 10,648.2، 10,176.2، 9,618.6 مليون رنغت ماليزي¹.

¹: Cagamas, annual reports: 2015, p28.

118.46	138.15	148.1	103.30	112.33	63.58	57.49	140	158.8	75.83	75.83	62.66	47.3	56.00	45.68	إجمالي السندات بالمليار RM
40.79	55.06	66.93	68.82	70.23	63.43	59.07	30.86	76.4	55.41	69.13	31.68	25.36	31.42	41.57	نسبة الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات
21.43	24.64	31.95	31.95	38.42	41.35	49.03	52.20	54.45	36.15	36.15	15.55	2.54	2.42	1.96	حجم التوريق المصرفي MBS

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

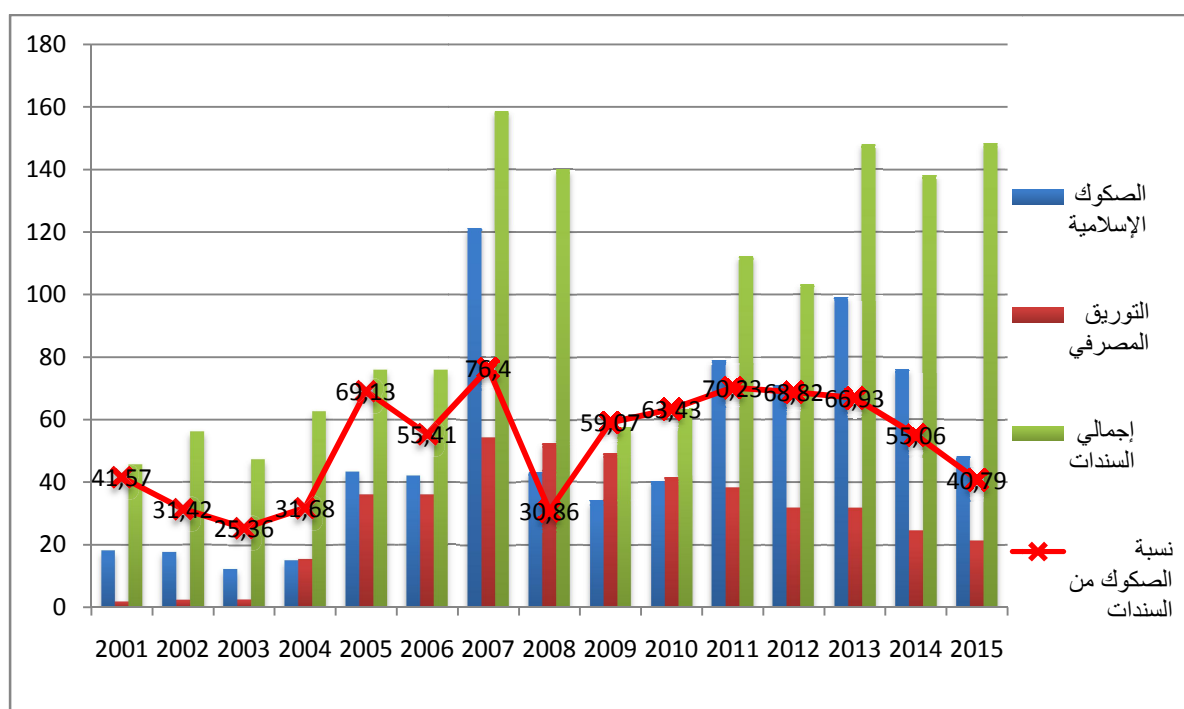
-cagamas, annual report: (2007-p56), (2008-p48), (2009-p52), (2010-p52),(2011-p60) , (2012- 67p),(2013-p80), (2014-p84), (2015-p28) .

-Securities commission malaysia Annual Reports ©2001,p: 1-45), (2002, p: 2-26),(2003, p: 2-44), (2004, p: 2-23),(2005, p: 2-21), (2006, p: 6-45), (2007, p: 6-49),(2008,p: 6-55),(2009,p: 6-51),(2010,p: 6-54),(2011,p: 6-53),(2012,p: 6-62),(2013, p: 135),(2014,p: 144),(2015 , p: 169) .

-أحجام أنواع الصكوك الإسلامية تم حسابها بواسطة القاعدة الثلاثية وذلك بتوفر النسب المئوية.

يمكن توضيح ذلك بالشكل البياني التالي:

الشكل(20.4): مقارنة حجم إصدار الأوراق المالية المضمونة بعقارات سكنية وحجم إصدار كل من الصكوك الإسلامية والسندات خلال الفترة الزمنية 2001-2015.



المصدر: تم إعدادها انطلاقاً من الجدول السابق باستخدام Excel.

من خلال الجدول أعلاه والمنحنى البياني يتضح أن الصكوك الإسلامية تتميز بالتذبذب في حجم الإصدارات خلال الفترة 2001-2004 راجع لكون ماليزيا كانت مركزة على تنمية المؤسسات المحلية كخطوة أولى من خطوات تطوير سوق رأس المال الماليزي¹.

ويلاحظ في الفترة 2004-2007 حدوث ارتفاع كبير في حجم الصكوك الإسلامية حيث وصل في 2007 إلى 120,30 مليار RM، وهي فترة تطوير القطاعات الاقتصادية الأساسية في ماليزيا، ولكن حدث انخفاض كبير في الحجم خلال السنوات: 2008، 2009، 2010، وذلك راجع لتأثير الأزمة المالية 2008، حيث قدر حجم الصكوك في 2009 حوالي 33,96 مليار RM أي ما نسبته 59,07% من إجمالي السندات في ماليزيا، لكن سرعان ما اختفى تأثير الأزمة ليعاود حجم الصكوك الإسلامية الارتفاع خلال الفترة 2011-2014 وذلك لظهور إصدارات لأنواع من الصكوك مثل صكوك الوكالة بالاستثمار، وانخفض الحجم مجددا في 2015، حيث قدر حجم الإصدار ب 48,33 مليار RM ويرجع ذلك للأوضاع الاقتصادية العالمية، حيث انخفض سعر البترول بسبب زيادة المعروض منه وبالتالي تأثرت معظم الدول التي تنتج النفط، حيث أعلنت الحكومة الماليزية عن إجراءات استباقية لمواجهة عجز في ميزانية 2015 يتوقع ان يصل الى 14 مليار رغت ماليزي، و يعزى العجز المتوقع في الميزانية الماليزية الى انخفاض اسعار النفط في الاسواق و الاوضاع الاقتصادية العالمية و الفيضانات التي ضربت معظم البلاد خلال 2014-2015²

أما بالنسبة للتوريق المصرفي في ماليزيا فشهد حجمه نمو مستمر خلال الفترة 2001-2007 حيث وصل حجمه إلى 54,45 مليار RM، لكن من 2008 إلى 2015 شهد التوريق انخفاض مستمر ويرجع ذلك إلى تأثير الأزمة المالية على الأوراق المالية المدعومة بعقارات، بالإضافة إلى زيادة الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية على حساب التوريق المصرفي.

3.4. أثر التصكيك الإسلامي و التوريق المصرفي في تفعيل سوق رأس المال الماليزي.

من خلال هذا المبحث سيتم دراسة أثر التصكيك الإسلامي و التوريق المصرفي في سوق رأس المال الماليزي عن طريق استخدام برنامج SPSS من أجل الحصول على نتيجة أفضل للواقع لذلك تم تقسيم هذا الإطار كآتي:

¹: عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجا، مرجع سابق، ص244.

²: سامر علاوي، اسعار النفط تجبر ماليزيا على مراجعة ميزانيتها، على موقع: www.aljazeera.net تاريخ الاطلاع: 2015/10/15.

1.3.4. المنهجية المتبعة:

من أجل دراسة أثر كل من التوريق المصرفي و التصكيك الإسلامي تم إتباع المنهج الوصفي الذي يعتمد على جمع البيانات و المعطيات لدراسة حالة سوق رأس المال الماليزي حيث تم تحليل و تفسير البيانات و قياسها و تفسيرها و التوصل إلى وصف دقيق للظاهرة ونتائجها وفي هذه الدراسة تم جمع المعطيات و البيانات المتعلقة بسوق رأس المال الماليزي بالاعتماد على المؤشر العام لبورصة الأوراق المالية الماليزية، كوالالمبور composit باعتباره مؤشر بارز في السوق الماليزية و الذي يرتبط بحالة سوق رأس المال الماليزي ككل، وكذا قيمة الإصدارات السنوية للصكوك الإسلامية و قيمة الإصدارات السنوية للتوريق المصرفي في ماليزيا المتمثلة أساسا في الأوراق المالية المضمونة بعقارات سكنية، حيث أن هذه الأوراق تسود منتجات التوريق المصرفي التقليدي في ماليزيا كما نجد توفر المعلومات و لإحصائيات بالنسبة لهذا النوع من التوريق في ماليزيا.

إن الهدف من جمع هذه المعطيات و البيانات هو محاولة الوصول إلى معرفة دور كل من التوريق المصرفي و التصكيك الإسلامي في سوق رأس المال الماليزي وأي الآليتين تؤثر أكثر عليه وتزيد من نشاطه وفاعليته ومن ثم الخروج بدروس من التجربة المالية الماليزية لتستفيد منها جميع الدول العربية و الإسلامية خاصة الجزائر.

1.1.3.4. وسائل معالجة المعلومات:

المعلومات المستخدمة في هذه الدراسة تتمثل في:

- مؤشر Kuala Lumpur composit السنوية من 2001 إلى 2015.
- إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية السنوية من 2001 إلى 2015 .
- إجمالي إصدارات الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية (إصدارات التوريق المصرفي) السنوية خلال الفترة 2001 - 2015

من أجل الحصول على هذه المعلومات تم الاعتماد على بعض المواقع .

- الأنترنت: الموقع الرسمي للبورصة الماليزية وموقع هيئة الأوراق المالية الماليزية والموقع الرسمي ل-cagamas. وموقع بنك نيجارا الماليزي.

- كما تم استخدام برنامج spss في معالجة البيانات، حيث يعتبر من أشهر البرامج الإحصائية وأكثرها انتشارا واستخداما والاسم الكامل لهذا البرنامج هو الخدمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) : Statistical Package For Social Sciences حيث يستخدم هذا البرنامج في حفظ و تحليل و معالجة أي نوع من البيانات وقد اعتبر تطوير مثل هذه البرامج الإحصائية مساعدة

كبرى للباحثين و المحللين و الطلبة¹، وقد تم استعمال الانحدار المتعدد لدراسة الموضوع الذي يوجد فيه أكثر من متغير مستقل وفيه متغير تابع واحد وهو ما يلائم هذه الدراسة و أكثر دقة من الانحدار الخطي البسيط.

2.1.3.4 . المتغيرات المستخدمة في الدراسة:

أولاً) المتغيرات المستقلة:

- حجم إصدارات الصكوك الإسلامية السنوية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2015).
- حجم إصدارات التوريق المصرفي في ماليزيا المتمثلة في الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية خلال الفترة (2001-2015).

ثانياً) المتغير التابع:

مؤشر كوالالمبور INDICE COMPOSIT (وهو أشهر مؤشر في سوق المال الماليزي) و أخذت قيم هذا المؤشر على أساس أن تكون قيمة المؤشر السنوية ممثلة في القيمة لآخر يوم تداول لشهر ديسمبر من كل سنة.

3.1.3.4. النموذج الإحصائي المستخدم:

- النموذج الإحصائي: تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي العام:

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

$$t=1 \dots n$$

$$K=1 \dots m$$

U: متغير عشوائي يسمى حد الخطأ.

BK: قيمة معامل الانحدار العام.

$$B_k H_0 = 0 \text{ : أي المتغيرات المفسرة ليس لها علاقة بالمتغير التابع } H_0 .$$

$$B_k H_1 \neq 0 \text{ : أي المتغيرات المفسرة لها علاقة بالمتغير التابع } H_1 .$$

وفي هذه الدراسة سيتم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وتكون المعادلة كالاتي:

$$Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2$$

حيث: X_1 : متغير مستقل وفي الدراسة هو حجم إصدارات الصكوك الإسلامية.

¹: حمزة محمد دودين، التحليل الإحصائي المتقدم للبيانات باستخدام SPSS، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010، ص 12.

X_2 : متغير مستقل وفي الدراسة هو حجم إصدارات التوريق المصرفي.

Y : متغير تابع وهو المؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي (أو مؤشر كوالامبور)

.COMPOSITE

- إحصائية t-Statistic: تعبر عن اختبار قيمة معامل من المعاملات، أي هل المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع أم لا، بصفة عامة إذا كان $t > 2$ فإن هناك احتمالاً قدره 95% بأن نقبل H_1 ونرفض H_0 .

- الاحتمال: يمكننا من قبول أو رفض إحدى الفرضيتين، بصفة عامة فإذا كانت قيمة الاحتمال أقل من 0.05 فهذا معناه قبول H_1 ورفض H_0 .

- معامل الانحدار البسيط R هذا المؤشر يقيس جودة النموذج، فيما يخص مدى ارتباط المتغير التابع بالمتغيرات المفسرة التي يحتويها النموذج $0 < R < 1$ ، فكلما اقتربت من 1 كلما كان النموذج ذو دقة عالية، وإذا كان $R < 0.6$ فالنموذج جيد.

- معامل الانحدار المعدل R^2 : هذا المؤشر يستعمل إذا كان عدد المقدرات في النموذج أكبر من أو تساوي 9 فهو في هذه الحالة يكون أدق من R لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

3.1.3.4. دراسة أثر التصكيك الإسلامي و التوريق المصرفي على المؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001-2015):

في هذا الإطار ستنتم دراسة دور إصدارات كلا من الصكوك الإسلامية وإصدارات التوريق المصرفي في التأثير على أحد أهم وأقدم المؤشرات المالية في ماليزيا و هو مؤشر Indice composite، وهذا من أجل الخروج بنتائج تساعد على معرفة دور كل من الصكوك الإسلامية و التوريق المصرفي في سوق رأس المال الماليزي، وعليه يمكن توضيح الجدول التالي:

الجدول (14.4): حجم كلا من الصكوك الإسلامية وحجم التوريق المصرفي ومؤشر كوالا

لامبور composite من 2015-2001

السنوات	الصكوك الإسلامية بالمليار RM	التوريق المصرفي بالمليار RM	مؤشر composit
2001	18.19	1.96	696.02
2002	17.6	2.42	646.32
2003	12.0	2.54	793.94

907.43	15.55	15.16	2004
899.79	36.15	43.32	2005
1096.24	36.15	42.07	2006
1445.03	54.45	121.30	2007
876.75	52.20	43.2	2008
1272.78	49.03	33.96	2009
1518.91	41.35	40.33	2010
1530.73	38.42	78.90	2011
1688.95	31.95	71.09	2012
1866.96	31.95	99.13	2013
1804.03	24.64	76.07	2014
1692.5	21.435	48.33	2015

Source: cagamas, annual report: (2007-p56), (2008-p48), (2009-p52), (2010-p52),(2011-p60) , (2012- 67p),(2013-p80), (2014-p84), (2015-p58) .

-Securities commission malaysia Annual Reports: (2001,p:1-45), (2002, p: 2-26),(2003, p:2-44), (2004, p:2-23),(2005, p:2-21), (2006, p:6-45), (2007, p: 6-49),(2008,p: 6-55),(2009,p:6-51),(2010,p:6-54),(2011,p:6-53),(2012,p:6-62),(2013, p:135),(2014,p:144),(2015, p: 28)

-Bank Nagara Malaysia, monthly bulletin: 2004(doc.EXCEL: Table V.11a, V.11b,V.11c) ; 2007, p.61 ; 2008, p.61 ; 2009, p.61 ; 2010, p.61 ; 2011, p.61; 2013 ; p.61 , 2014 ;p ,2015 ;p88

2.3.4. تحليل النتائج من مخرجات spss:

يمكن تحليل نتائج مخرجات spss من خلال مايلي بالاعتماد على الملحق رقم (1):

- **الجدول الأول: Descriptive Statistics:** ويعطي هذا الجدول المتوسط المعياري لمؤشر composite تساوي 1,1475 بالنسبة للصكوك الإسلامية يساوي 4,8934، أما للتوريق المصرفي فيساوي المتوسط 2,9346، كما يوضح الانحراف المعياري وعدد الحالات لكل متغير على حدا وهو N=15 في هذه الدراسة.

- **الجدول الثاني Variables Entered/Removed:** ويحتوي على أسماء المتغيرات التي دخلت في معادلة الانحدار وهما SUKUK و titrisation.

- **الجدول الثالث ANOVA:** يحتوي على نتائج تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار.

- الفرض الصفري: الانحدار غير معنوي الصفري (لا يختلف عن الصفر).

• الفرض البديل: الانحراف معنوي (يختلف عن الصفر).

ومن جدول ANOVA تستخرج قيمة Sig وفي هذا النموذج تساوي 0,026، وهي أقل من مستوى المعنوية 0,05 لذا سوف نرفض فرض العدم ويقبل الفرض البديل وهو أن الانحدار معنوي وبالتالي توجد علاقة ما بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وعليه النموذج مقبول بنسبة 97,4-1) (0,026

- **الجدول الرابع بعنوان Correlations**: وهو عبارة عن مصفوفة الارتباطات تبين معاملات الارتباط بين المتغيرات الداخلة في الانحدار، ويلاحظ أنه لا يوجد ارتباط تام بين المتغيرات المستقلة.

- **الجدول الخامس بعنوان Coefficients**: ويساعد هذا الجدول في الحصول على معادلة خط الانحدار في التقدير لكل معامل من العمود Unstandarized Coefficients، حيث حددت المعادلة

بالشكل التالي: $Indice\ composite = 65684,31 + 8,88\ Sukuk + 1,90\ Titrization$

- ومن خلال هذا الجدول يمكن تعيين أي من المعاملات يكون معنويًا وسببًا في معنوية تحليل التباين للانحدار لذا يمكن النظر إلى العمود الثالث من اليسار الذي يعطي قيمة Sig لاختبار معنوية كل معامل على حدة ويتضح في حالة الثابت indice معنوي لأن sig أقل من 0,05 وتساوي 0,008 وفي حالة الصكوك الإسلامية sukuk قيمة sig تساوي 0,041 أي أقل من 0,05، لذا فإن معامل sukuk معنوي وهو سبب معنوية تحليل التباين للانحدار، أما حالة التوريق المصرفي titrisation قيمة sig تساوي 0,807 وهي أكبر من 0,05، وبالتالي معامل titrisation غير معنوي.

- حسب قيمة Beta المطلقة فإن المتغير المستقل « SUKUK » أكثر أهمية من المتغير « titrisation ».

ويلخص الجدول كالتالي:

الجدول (15.4): ملخص مخرجات نموذج برنامج spss

المتغير المعتمد	المتغيرات المستقلة		
	الحد الثابت	sukuk	titrisation
indice	65684,315	8,883	1,909
قيمة المعامل	3,176	2,293	0,250
T قيم اختبار	0,008	0,041	0,807
المعنوية			

المصدر: مخرجات spss بناء على معطيات الملحق رقم (01).

من الجدول أعلاه يتضح أن T للصكوك الإسلامية أكبر من 2، فإن هناك احتمالاً قدره 95% بأن يقبل الفرض البديل ويرفض H_0 فرض العدم، أي وجود علاقة وتأثير للصكوك الإسلامية على سوق رأس المال الماليزي، أما في حالة التوريق المصرفي T أصغر من 2 وبالتالي يقبل فرض العدم ويرفض الفرض البديل، أي بمعنى أنه لا يوجد تأثير واضح للتوريق المصرفي التقليدي على سوق رأس المال الماليزي و من مخرجات SPSS يتضح أن قيمة T للصكوك الإسلامية أكبر من قيمة اختبار T للتورق المصرفي، و بالتالي المتغير SUKUK أكثر أهمية من المتغير Titrisation.

- **الجدول السادس بعنوان Model Summary:** يحتوي هذا الجدول على بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي قيمة معامل الارتباط البسيط $R=0,675$ ، أي أنه هناك ارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بنسبة جيدة حوالي $R= 67,5\%$ ، ويستخدم مربع معامل الارتباط في تحديد مدى إمكانية البيانات المستخدمة من المتغيرات المستقلة في تقدير المتغير التابع، ويمكن القول أن النموذج المقدر يعبر عن المتغيرين المستقلين ب $45,5\%$ من البيانات وهي قيمة متوسطة، علماً أنه كلما زادت قيم هذا المقياس كلما يفسر أن النموذج المقترح ملائم أكثر، أما بالنسبة لمربع معامل الارتباط المعدل Adjusted R Square فيستخدم لنفس الغرض السابق ولكنه أدق، أما Std. Error of the Estimate أي تعيين خطأ التقدير، وفي هذا الجدول يساوي 39070,53 علماً أنه كلما قل دل على خطأ أقل للنموذج.

- **الجدول السابع Residuals Statistics** ويستخدم هذا الجدول لمعرفة بعض المقاييس الخاصة بالبواقي، ويمكن تمثيل ذلك من خلال الشكلين البيانيين: حيث أن المدرج التكراري يبين أن البيانات تتوزع حسب التوزيع الطبيعي، أما الشكل الثاني فهو يختبر هل البواقي تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، ومن الشكل يتضح أن النقاط تتجمع حول الخط وبالتالي فإن البيانات (البواقي) تتوزع حسب التوزيع الطبيعي.

3.3.4. تفسير النتائج من مخرجات spss:

من خلال تحليل نتائج مخرجات spss يمكن استخلاص مايلي:

- هناك علاقة إيجابية ما بين حجم إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية و المؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي، بمعنى أنه كلما زاد حجم إصدار الصكوك الإسلامية كلما تحرك المؤشر نحو الأعلى، مما يحسن من أداء سوق رأس المال الماليزي.

- أما بالنسبة لمعامل الارتباط الذي يمثل العلاقة بين الصكوك الإسلامية ومؤشر سوق رأس المال الماليزي $R=0,674$ كان متوسط ومقبول، فهذا راجع إلى بدايات إصدار الصكوك الإسلامية، حيث كانت الصكوك الإسلامية كغيرها من الأدوات المالية المستحدثة في نظر المستثمرين، إذ لم تكتسب

أهمية كبيرة مقارنة بالسندات التقليدية، كما أن الصكوك الإسلامية في بداية تعاملاتها يتم إصدارها على أساس الغنم بالغرم¹، بمعنى أن العائد المتوقع لا يكون محددًا ولكن يوجد حد أدنى من الربح مضمون وغالبا ما يكون أقل بكثير من العائد الناتج عن السندات التقليدية، وعليه يمكن القول أن المستثمرين في حالة شرائهم للأوراق المالية يتم تحديد نسبة العائد المرغوب الحصول عليه، حيث كلما كان العائد قليل وبالتالي تقليل الخسائر، كلما اتجه المستثمرون نحو الصكوك الإسلامية، أما إذا كان المستثمرون يرغبون في الحصول على عائد كبير فإنهم معرضون لمخاطر أكبر أي احتمالية التعرض لخسائر كبيرة فينتجهون نحو شراء السندات التقليدية وهذا ما أدى إلى أن غالبية من يستثمر في الصكوك الإسلامية هم شركات صغيرة وضعيفة عكس الشركات الكبرى التي تميل إلى الاستثمار في السندات التقليدية².

أما فترة ازدهار سوق الصكوك الإسلامية الماليزية كانت مع بداية 2004، حيث دخلت الحكومة الماليزية لسوق الإصدارات بمؤسساتها مثل CAGAMAS وبنك نيجارا، مع وضع محفزات لتشجيع إصدار الصكوك الإسلامية من إعفاء على دفع الضرائب، وكذا الأمور التنظيمية المحفزة للشركات على إصدار الصكوك³، كما عرفت الصكوك الإسلامية زيادة كبيرة في حجم الإصدارات سنة 2007 ولكن بعد حدوث الأزمة المالية العالمية سنة 2007-2008 عرفت انخفاض كبير، وهذا ما أثبت أن هذه الأزمة أثرت في حجم الصكوك الإسلامية و بالتالي في أداء المؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي حيث انخفض إلى 876.75 وبذلك يكون التأثير على أداء السوق المالي الماليزي ككل.

لكن سرعان ما تعافى سوق الصكوك الإسلامية من هذه الأزمة وهنا يمكن القول أن الصكوك لم تتأثر كثيرا بالأزمة المالية العالمية لأنها لا تتعامل بأسعار الفائدة.

إن إنشاء سوق مالية إسلامية، ووجود لجنة الأوراق المالية الماليزية رفع ثقة الجمهور في شراء وقبول الأوراق المالية الإسلامية خاصة صكوك المرابحة وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة مما زاد ثراء المتعاملين في سوق رأس المال الماليزي، وهذا ما يفسر الأثر الإيجابي لإصدار الصكوك الإسلامية على مؤشر سوق رأس المال ماليزي.

¹: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص230.

²:Christophe J.Godlewski, Rima Turk-Ariss and Laurent Weill, **Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instruments ?** , BOFIT Discussion Papers, Institute for Economies in transition, Bank of Finland, 2011, p20 .

³: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مرجع سابق، ص 231.

بالنسبة إلى التوريق المصرفي وحسب النموذج المدروس خلصت النتيجة إلى أن التوريق المصرفي في ماليزيا لا يؤثر تأثير ملحوظ في المؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي ويرجع ذلك إلى عدة أسباب من بينها:

- عدم تطوير التوريق المصرفي التقليدي منذ ظهوره في 1986، وحتى محاولة التطوير انصبحت على التصكيك الإسلامي، أي أن الأوراق المالية المضمونة بأصول أصبحت مبنية على صيغ التمويل الإسلامي وبذلك أصبحت الصكوك الإسلامية تأخذ جانبا كبيرا من إصدارات cagamas بعدما كان دور هذه الأخيرة إصدار سندات التوريق المصرفي التقليدي في المجال العقاري و القطاع السكني بالأخص.

- دخلت الصكوك الإسلامية جميع المجالات الاقتصادية وهذا ما جعلها تتغلب على التوريق المصرفي التقليدي، بينما بقي التوريق المصرفي في ماليزيا منحصرا أساسا في قطاع العقارات.
- أيضا بالنظر إلى تركيبة المجتمع الماليزي الذي غالبية مسلمة يمقت التعامل بالربا، مما يشجع تطوير الصكوك الإسلامية على حساب التوريق المصرفي التقليدي.

4.4. أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية في ماليزيا واقتراح صكوك تكون بديلة للتوريق المصرفي في الجزائر بناء على التجربة الماليزية.

في هذا الإطار سوف يتم التطرق لأهم نقاط المقارنة بين التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي التقليدي في ماليزيا، وكذا الخروج بأهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية، مع اقتراح نموذج لصكوك تكون بديلة للتوريق المصرفي في الجزائر.

1.4.4. أهم نقاط المقارنة بين التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي في ماليزيا.

من خلال هذا العنصر سيتم استخلاص أهم نقاط المقارنة بين التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي في ماليزيا من أجل الخروج بأهم التحديات التي تعيق تطور الصكوك الإسلامية.

الجدول(16.4): أهم نقاط المقارنة بين التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي في ماليزيا.

آلية التصكيك الإسلامي في ماليزيا	آلية التوريق المصرفي في ماليزيا	نقاط المقارنة
أول إصدار للصكوك الإسلامية في ماليزيا في 1992	أول ظهور للتوريق المصرفي التقليدي في ماليزيا سنة 1986	تاريخ الظهور
تتمثل في الصكوك المضمونة بأصول وفق صيغ التمويل الإسلامي (المضاربة، المشاركة، المرابحة، الإجارة... الخ)	تتمثل أساسا في الأوراق المالية المضمونة بعقارات	الأنواع المتداولة في سوق رأس المال الماليزي

الجهات المصدرة للأوراق المالية في ماليزيا	تتمثل أساسا في مؤسسة cagamas	تصدرها مؤسسات متعددة مثل - بنك نيجارا - مؤسسات القطاع الخاص - cagamas-
عائد ومخاطر الورقة المالية	العائد معلوم ومحدد مسبقا بالاستناد إلى سعر الفائدة والمخاطر متنوعة	الصك المالي في ماليزيا له نفس الحق في الغم والغرم من حيث العائد والمخاطرة
وجود هيئة رقابية ماليزية	لا يلزم وجود هيئة رقابة شرعية ولا هيئة لمراقبة الالتزام بالمعايير	وجود هيئة رقابية شرعية لمراقبة الالتزام بالمعايير شرط رئيسي لإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا
التداول	عملية خصم ديون	بيع مشاركة بين حملة الصكوك
تكييف العلاقة التعاقدية	علاقة دائنية متوازية بين جميع السندات	علاقة مشاركة بين حملة الصكوك
الموجودات المورقة	يمكن تقديم معلومات عن الموجودات، الهدف منها طمأنة الدائنين إلى وجود تدفقات نقدية	يجب تقديم معلومات كافية عن الموجودات المراد تصكيكها لأنها تمثل المبيع في عقد البيع.
الشركة ذات الغرض الخاص	يمكن أن يساهم فيها المورق الأصلي	لايسمح للمورق الأصلي أن يمتلك حصة حاكمة في الشركة لتعارض المصالح
الدور الذي يلعب في سوق رأس المال الماليزي	ليس له دور معتبر في التأثير على سوق رأس المال الماليزي	يساهم مساهمة كبيرة في تفعيل سوق رأس المال الماليزي
تأثير الأزمة المالية العالمية 2008	تأثر حجم التوريق المصرفي في ماليزيا بالأزمة المالية 2008	تأثر حجم الصكوك الإسلامية بالأزمة المالية 2008 ولكن سرعان ما تعافى سوق الصكوك الإسلامية الماليزية

المصدر: من إعداد الطالبة.

2.4.4. أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

رغم كل التطورات التي حققتها الصكوك الإسلامية في ماليزيا إلا أن هناك تحديات عديدة تعيق تطور الصكوك الإسلامية في المستقبل من أجل أن تكون الرائد الوحيد للأوراق المالية في سوق رأس المال الماليزي، وعليه تم التوصل إلى أهم هذه التحديات التي تتمثل في:

- الأزمة الشرعية: لعل من بين أهم التحديات التي تواجهها الصكوك الإسلامية في العالم عامة وفي ماليزيا خاصة، تلك الحملات المتزايدة من قبل الحريصين على المصرفية الإسلامية، حيث يبالغون أحيانا في تشدهم وورعهم، بحيث يحرمون هذه الصكوك لأقل الشبهات¹، وهذا ما يحد من تطوير الصكوك الإسلامية وتتنوع إصدار الأدوات المالية الإسلامية مما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، وبالتالي قد يؤدي في المستقبل إلى تراجع الإقبال عليها.

- تتميز الصكوك الإسلامية في ماليزيا بزيادة حجم إصداراتها مع قلة التداول في سوق رأس المال الماليزي، ويرجع ذلك إلى أمرين أساسيين هما:

• هناك أنواع من الصكوك كالصكوك القائمة على المداينات مثل صكوك الاستصناع، السلم وغيرهما، والتي تكون غير قابلة للتداول وبالتالي تؤثر على نشاط السوق الثانوي في ماليزيا.

• رغبة حائزي الصكوك الإسلامية بالاحتفاظ بها باعتبارها تدر عائدا مضمونا².

- إن سوق رأس المال الماليزي سوق مزدوج، أي يحتوي على قسمين قسم يتعامل بالنظام الإسلامي وقسم يتعامل وفق النظام التقليدي، وهذا ما يزيد حجم المنافسة على الصكوك الإسلامية، وبالتالي قد يؤثر على حجم تداول الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

- محدودية عدد أنواع الصكوك الإسلامية المعروضة في ماليزيا مقارنة بالأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي.

- يتأثر حجم الصكوك الإسلامية بالأزمات المالية مثل أزمة 2008 وبالتالي يرى البعض أنها مثلها مثل الأدوات المالية التقليدية التي تتأثر بالأزمات المالية.

- ارتفاع تكاليف إصدار الصكوك الإسلامية.

3.4.4. بعض الحلول المقترحة من أجل مواجهة تحديات الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

انطلاقا من استعراض أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية تم اقتراح أهم الحلول من أجل مواجهة هذه التحديات:

- بالنسبة للأزمة الشرعية لابد من توفير هيئات شرعية ذات مستوى عالي في إصدار الأحكام الشرعية، مما توفر الإطار الشرعي الصلب الذي يشجع الاجتهاد والتنوع في الصكوك الإسلامية دون المساس بالجانب الشرعي، وبالتالي اكتساب ثقة جمهور المستثمرين في سوق رأس المال الماليزي.

¹: عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص399.

²: المرجع نفسه، ص396.

- لابد من زيادة إصدار الصكوك الإسلامية القابلة للتداول مثل صكوك المشاركة والمضاربة، وبالتالي تساهم في تنشيط السوق الثانوي في ماليزيا، مع فتح المجال من أجل تطوير أنواع جديدة للصكوك بحيث تكون قابلة للتداول ومقبولة شرعا.

- لابد من أسلمة سوق رأس المال الماليزي، وبالتالي يسمح بتداول الأدوات المالية الإسلامية من أجل أن تصبح ماليزيا مركز عالمي لإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية المحلية والأجنبية.

- تشجيع الحكومة الماليزية للشركات المصدرة للصكوك الإسلامية من خلال زيادة الإعفاءات الضريبية وبالتالي التقليل من تكاليف الإصدار.

- تشجيع مراكز البحث العلمي على البحث والتطوير في مجال المالية الإسلامية.

4.4.4. نموذج مقترح من الصكوك الإسلامية لتمويل قطاع السكن لتكون بديلا للتوريق المصرفي في الجزائر بناء على التجربة الماليزية:

1.4.4.4. لمحة عن التوريق المصرفي في الجزائر: وعلى الرغم من أن أداة التوريق المصرفي حديثة نسبيا إلا أن السوق المصرفية في الجزائر لم تعتمد هذه التقنية في وقت مبكر إذا قورنت ببقية الدول، ويرجع ذلك لأسباب عديدة نذكر منها¹:

- حالة التحول التدريجي للاقتصاد الجزائري من النظام الموجه إلى نظام السوق مع بداية فترة التسعينيات من القرن الماضي، وهو ما انعكس أيضا على النظام المصرفي الجزائري بالتحول التدريجي لهذا النظام.

- غياب إطار قانوني يؤطر وينظم بشكل دقيق عملية التوريق في الجزائر.

- عدم وجود سوق مالية نشطة، ولها تأثير على الاقتصاد الجزائري.

أولا) إنشاء شركة إعادة التمويل الرهني SRH:

في خضم أزمة السكن الكبيرة التي عرفت الجزائر في فترة التسعينيات، وعدم قدرة الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط على تلبية الطلب المتزايد لعدد الوحدات السكنية، إضافة إلى عدم قدرة العائلات من ذوي الدخل المحدود على امتلاك سكنات، كان من الضروري التفكير في حلول عملية ناجعة من أجل الخروج من هذه المعضلة، وبعد بحث و دراسة لمجموعة من الحلول مع المؤسسات المالية الدولية تم التوصل إلى حل يقضي بخلق مؤسسات مالية متخصصة في القروض الرهنية طويلة

¹: سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك: تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسين بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 25-26 نوفمبر 2008، ص4.

الأجل، ف جاء إنشاء شركة إعادة التمويل الرهني (SRH: Société de Refinancement Hypothécaire) و شركة ضمان القرض العقاري (SGCI: Société de Garantie du Crédit Immobilier) في سنة 1997، بهدف تيسير شروط الإقراض السكني و حل معضلة السكن التي تعتبر قضية بالغة الأهمية من الناحية الاجتماعية والاقتصادية¹، وتأسست شركة إعادة التمويل الرهني في 27 نوفمبر 1997، كمؤسسة مالية ذات طابع اقتصادي عمومي، لقد تم تزويد هذه الشركة ذات الأسهم برأس مال اجتماعي ابتدائي بقيمة 3.290.000.000 دج، رفع إلى 4.165.000.000 دج في عام 2003، رأس مالها الحالي محرر كلياً و مكتتب و مكون من 833 سهم بقيمة 5.000.000 دج، كما أن أسهم الشركة تتوزع على ملاكها حسب الشكل الآتي²:

- الخزينة العمومية 254 سهم أي 1270 مليون دج.
- البنك الوطني الجزائري 109 سهم أي 546 مليون دج.
- البنك الخارجي الجزائري 109 سهم أي 546 مليون دج.
- القرض الشعبي الجزائري 109 سهم أي 546 مليون دج.
- الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط 76 سهم أي 380 مليون دج.
- بنك الجزائري للتنمية الريفية: 50 سهم أي 250 مليون دج.
- الشركة الجزائرية للتأمين و إعادة التأمين 50 سهم أي 250 مليون دج
- الشركة الجزائرية للتأمين 50 سهم أي 250 مليون دج.
- الشركة الجزائرية للتأمينات 26 سهم أي 130 مليون دج.

ثانياً) عملية إعادة التمويل الرهني في الجزائر:

بعد صدور قانون التوريق في الجزائر لسنة 2006 أصبحت شركة إعادة التمويل الرهني

SRH تمويل البنوك في إطار التوريق العقاري بطريقتين³:

- إعادة التمويل "مع حق الرجوع": Refinancement avec recours

تبعاً لهذه الطريقة، فإنه بإمكان الوسيط المعتمد الحصول على المبالغ المطلوبة لإعادة تمويل

القروض التي قدمها في إطار تمويل السكن في حدود 80 % من الضمانات المقدمة لذلك، إلا أن

¹: عمر طالب، عبد الحميد غوفي، إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفية في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني، مرجع سابق، ص 11.

²: عن موقع شركة إعادة التمويل الرهني: <http://srh-dz.org/?p=presentation&lang=ar> ، بتاريخ 20-09-2016.

³: سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك: تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، مرجع سابق، ص 8.

القروض تبقى ضمن موجودات الوسيط المعتمد. و يتحمل هذا الأخير جميع الأخطار المتعلقة بالقروض الممنوحة في إطار تمويل السكن، كما تبقى جميع الرهونات العقارية و التأمينات مسجلة باسم الوسيط المعتمد¹.

- إعادة التمويل "بدون حق الرجوع": Refinancement sans recours

وفيها يتم تحويل جميع الرهونات والضمانات الأخرى إلى شركة إعادة التمويل الرهني²، أي عكس ما هي عليه الطريقة الأولى، وتتحمل بمقتضى ذلك شركة إعادة التمويل الرهني جميع الأخطار المتعلقة بالديون التي تمت إعادة تمويلها بشرط أن³:

◀ يتعهد الوسيط المعتمد بالاستمرار في إدارة القروض المتنازل عنها لفائدة شركة إعادة التمويل الرهني مقابل عمولة يتم الاتفاق عليها بين الطرفين.

◀ أن يوقع الوسيط المعتمد مع شركة إعادة التمويل الرهني عقداً يتضمن إدارة و استرداد المبالغ المستحقة من الزبائن.

◀ أن يوقع الوسيط المعتمد مع شركة إعادة التمويل الرهني عقداً يتضمن عملية التنازل على المحافظ العقارية، هذان العقدان يخضعان للتفاوض بين شركة إعادة التمويل الرهني و الوسيط المعتمد.

وقد بلغ مجموع التمويلات الممنوحة في منتصف 2008 من طرف شركة إعادة التمويل الرهني SRH حوالي 10 مليار دينار، أما المستثمرون في شراء سندات شركة إعادة التمويل الرهني SRH فهم شركات التأمين والبنوك وبعض المؤسسات ذات الطابع المالي والاجتماعي مثل الصندوق الوطني للتأمين على البطالة CNAC⁴.

ثالثاً) الإطار القانوني للتوريق في الجزائر:

على الرغم من أن إنشاء شركة إعادة التمويل الرهني SRH جاء في ظل أحكام القانون الرقم/90/10 لسنة 1990 والمتعلق بالنقد والائتمان، إلا أن الاطار القانوني لعملية التوريق في

¹: عمر طالب، عبد الحميد غوفي، إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفي في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني، مرجع سابق، ص13.

²: سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك: تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، مرجع سابق، ص8.

³: عمر طالب، عبد الحميد غوفي، إعادة التمويل الرهني وأثره على المنظومة المالية والمصرفي في الجزائر: دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني، مرجع سابق، ص14.

⁴: سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك: تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، مرجع سابق، ص8.

الجزائر بقي ينقصه الوضوح والدقة، وهو ما تطلب إصدار القانون رقم: 05/06 بتاريخ 20 فبراير 2006، والمتضمن توريق القروض الرهنية، ولقد جاء هذا القانون في 63مادة، بدأ بتعريف التوريق على أنه: عملية تحويل القروض الرهنية إلى أوراق مالية، وتتم هذه العملية على مرحلتين:

- تنازل عن القروض الرهنية من قبل مؤسسة مصرفية أو مالية لفائدة مؤسسة مالية أخرى.

- قيام هذه الأخيرة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في السوق ممثلة للقروض الرهنية.

كما تؤكد المادة 10 من القانون في الجزائر أن لا تكون القروض المتنازل عنها في إطار تمويل السكن متنازع عليها أو تتضمن خطر عدم السداد عند تاريخ التنازل عنها، بل تشير أيضا المادة 14 من القانون إلى إلزام المؤسسة المتنازلة باستبدال القروض المشكوك فيها أو المتنازع عليها أو الصعبة التحصيل لفائدة مؤسسة التوريق، و تشير المادة 11 من القانون إلى نقل ضمانات والتأمينات المتعلقة بالقروض من المؤسسة المتنازلة إلى مؤسسة التوريق، وتكون ملزمة للغير.

كما تنص المادة 21 من القانون على أن القروض المتنازل عنها في إطار تمويل السكن يجب أن تكون مؤمنة إذا كانت نسبة القرض تتجاوز 60% من قيمة السكن¹.

2.4.4.4. دراسة مقترحة لتمويل المشاريع السكنية بالجزائر.

من خلال هذا المحور سيتم عرض تصور للحالة العملية للصكوك وتوضيح آلية إصدار صكوك الإجارة بغرض إنشاء سكنات بأسلوب الاستصناع في الجزائر، حيث استعين في استخراج هذا النموذج بالدراسة التي قام بتقديمها الباحث احمد شعبان محمد علي، في كتاب الصكوك و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، الصادر عن دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، سنة 2014.

أولا) واقع السكن في الجزائر:

عانت الجزائر خلال العشرية المنصرمة مشاكل كبيرة في قطاع السكن، زادت من تعميق الأزمة وجعلت الفرد الجزائري يتخبط فيها، رغم أن الدولة الجزائري تعمل جاهدة من أجل حل هذا الإشكال، وترجع أسباب تفاقم أزمة السكن في الجزائر إلى²:

- الهجرة الريفية أي النزوح الريفي والتخلي التام عن كل نشاط زراعي وهجرة العمال وبالتالي تغيير المحيط من ريفي إلى حضري.

¹: سليمان ناصر، التوريق كأداة مالية لمواجهة مخاطر السيولة في البنوك: تجربة توريق القروض العقارية في الجزائر، مرجع سابق، ص 5، 6.

²: عيسى بوراوي، دور البنوك والمؤسسات المالية في تمويل قطاع السكن في الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص: اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2014، ص 68، 69.

- ينظر إلى أزمة السكن على أنها تجسيد واقعي لارتفاع القيمة الايجارية وتكاليف بناء المسكن على نحو قد يفوق القدرة الشرائية.
 - قلة ديناميكية العرض للوحدات السكنية مقارنة بالتعداد السكاني.
 - مشكل الأجور ومستويات المعيشة حيث نجد نسبة كبيرة من المجتمع تندرج تحت فئة الدخل المنخفض لا تستطيع تغطية نفقات المعيشة ومع ارتفاع تكاليف البناء والإيجار والتي تعجز عن مواجهة القيمة الايجارية وتسديد الأقساط.
 - سوء التوزيع للوحدات السكنية.
 - عدم توفر معلومات دقيقة عن عدد المساكن الحالية سواء من ناحية النوعية أو الكمية.
 - النمو الديمغرافي والتطور السكاني.
 - لازال التخطيط السكني في الجزائر بعيدا عن الأساليب العلمية المتعارف عليها، لذلك لا تتحقق جميع الأهداف المرجوة منه.
 - ثانيا) تصور الحالة العملية للصكوك الإسلامية المقترحة في السوق المالية الجزائرية.
- في هذا الجزء سيتم عرض تصور للحالة العملية لإصدار الصكوك الإسلامية في الجزائر من خلال العناصر التالية:
- الهدف: لابد من تحديد الهدف من إصدار صكوك الإجارة من أجل إستصناع سكنات اجتماعية، وهنا يمكن القول أن الهدف من ذلك هو توفير حياة سكنية أفضل للأفراد الذين في حاجة للسكن بالجزائر.
 - توفر سوق مالية، وتمثل في هذا المقترح ببورصة الجزائر، فقبل البدء في إصدار الصكوك الإسلامية يستحسن توفير سوق مالي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية بحيث يتوفر على هيئة رقابة شرعية تنظم وتضبط قوانين العمل في هذا السوق مثل ما هو حاصل في سوق المال الماليزي.
 - القانون المطبق: لابد من إطار قانوني لهذه الصكوك، وبذلك يجب أن يخضع إصدار هذه الصكوك وكافة المستندات المتعلقة بها للقوانين السارية بحكومة الجزائر واللوائح التي يتم بموجبها إصدار هذه الصكوك.
 - تأكيد شرعية الصكوك: بحيث يجب أن يكون تبيان شرعية هذا الإصدار وعدم تعارضه مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في اجتماع الهيئة بتاريخ محدد، كما أن الصكوك تخضع لمراقبة وإشراف الهيئة المستمر.
 - تحديد قيمة الإصدار، فترة الإصدار، توزيع الأرباح وتحديد نسبة الأرباح المتوقعة لهذه الصكوك.

- طريقة الإصدار والتداول: حيث يكون هناك سجل للمكتتبين وفق المعلومات الواردة في استمارة الاكتتاب وتقوم الشركة بإصدار شهادات الصكوك مثلا، وعند انتهاء فترة الصكوك يتم استرداد قيمتها عند تاريخ الاستحقاق.

- زكاة الصكوك: لا تقوم الشركة بإخراج زكاة هذه الصكوك وعلى المستثمرين إخراج زكاة أموالهم عن هذه الصكوك بأنفسهم.

- المؤهلون للاكتتاب في الصكوك: حيث يجوز لجميع الأفراد والشركات و المؤسسات المالية الاكتتاب في هذه الصكوك.

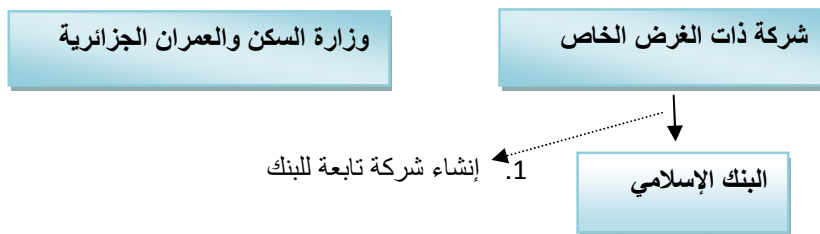
ثالثا) مقترح لآلية إصدار صكوك الإجارة بغرض إنشاء سكنات بأسلوب الاستصناع، وصكوك وقفية لانجاز سكنات.

أ. مقترح لآلية إصدار صكوك الإجارة بغرض إنشاء سكنات بأسلوب الاستصناع:

يمكن تلخيص هذه الآلية من خلال الخطوات التالية:

الخطوة التمهيديّة: يقوم البنك الإسلامي بالاتفاق مع وزارة السكن والعمران الجزائرية على إعداد المشروع، ثم القيام بإعداد دراسات الجدوى الاقتصادية اللازمة مع تحديد العقار وتكلفة تجهيزاته وأدواته والفترة الزمنية المحددة لتسليمه جاهزا.

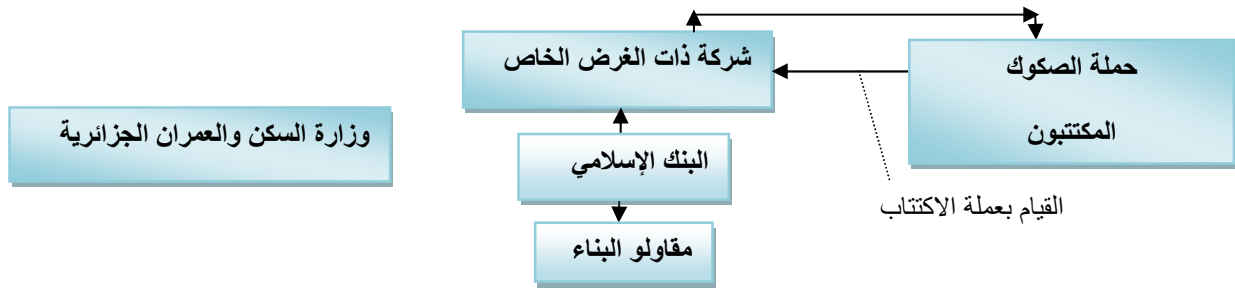
الخطوة الأولى: يقوم البنك (بعد الحصول على كامل الموافقات اللازمة) بإنشاء شركة ذات الغرض الخاص (تابعة للبنك) أو إدارة خاصة داخل هيكل البنك تكون مسؤولة على مهام كل ما يتعلق بحقوق حملة الصكوك وبتنفيذ المشروع.



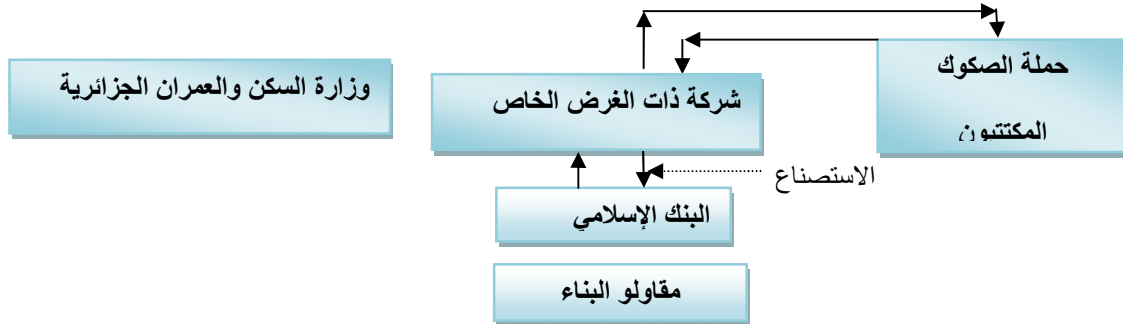
الخطوة الثانية: في هذه المرحلة تتكفل الشركة التابعة (الشركة ذات الغرض الخاص) بالحصول على الموافقات الخاصة لإصدار صكوك الإجارة للمستثمرين بقيمة إنشاء العقار (المشروع)، ويمكن توضيح من خلال الشكل التالي:



الخطوة الثالثة: في هذه الخطوة يتم طرح صكوك الإجارة وفتح باب الاكتتاب فيها وتحصيل القيمة وتحتوي شركة الاكتتاب على البيانات التالية: الحد الأدنى لقيمة الصكوك المصدرة، الحقوق المتعلقة بالصكوك، مجال توظيف الأموال وغرضه وجدواه ومدته، أسماء مراقبي الحسابات وعناوينهم، كيفية الإفصاح الدوري عن المعلومات، طريقة توزيع الأرباح ومجال توظيفها بالنسبة للصكوك، ويمكن توضيح ذلك من خلال مايلي:

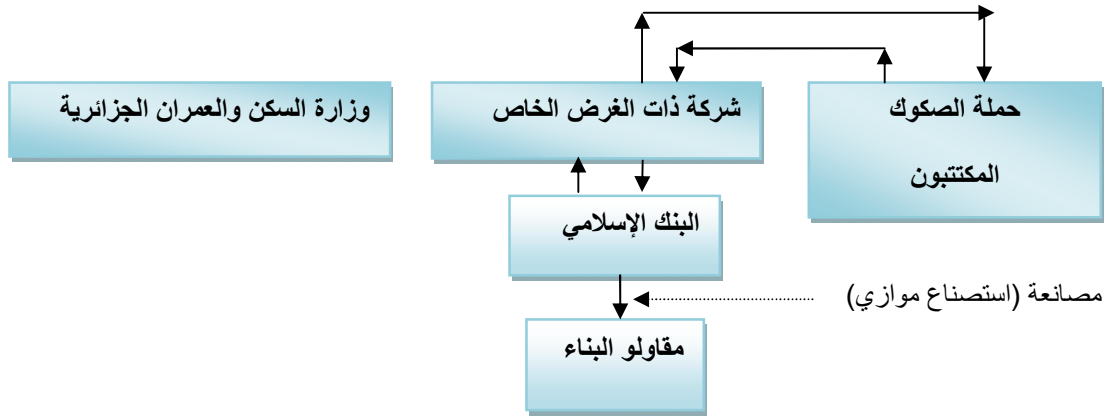


الخطوة الرابعة: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص باستخدام حصيلة أموال الاكتتاب في صكوك الإجارة بطلب استصناع من البنك الإسلامي بغرض تشييد المبنى وإبرام عقد استصناع بين الشركة ذات الغرض الخاص (كونها مستصنعا) والبنك الإسلامي (كونه صانعا وبائعا)، يمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل التالي:

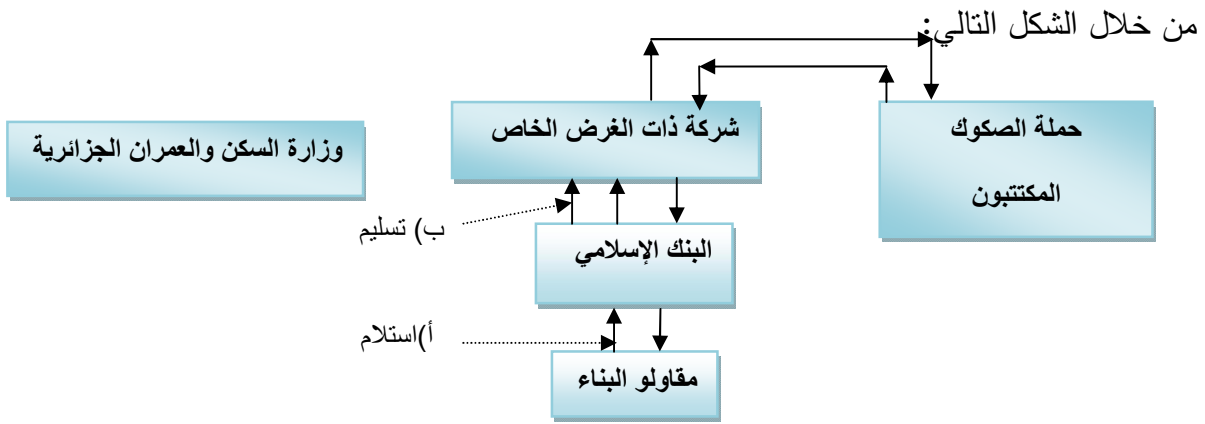


الخطوة الخامسة: في هذه الخطوة يتم الاتفاق ما بين البنك الإسلامي ومقاولي البناء من أجل إنشاء المبنى بأسلوب الاستصناع وذلك بإبرام عقد مصانعة أو ما يعرف بعقد استصناع موازي*، ويمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل التالي:

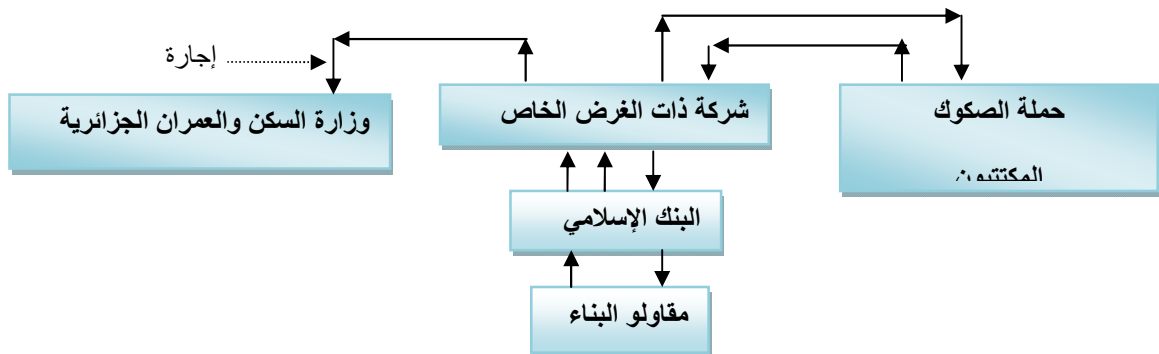
*: الإستصناع الموازي هو أن يقوم المصرف عند دخوله كصانع في عقد استصناع مع أحد عملائه، بالدخول في عقد استصناع آخر مع أحد الصناع أو المقاولين القادرين على الصناعة أو القيام بانتاج سلعة مطابقة في مواصفاتها وتصاميمها للسلعة المنفق عليها في عقد الإستصناع الأول، يكون المصرف في هذا العقد الثاني مستصنعا.



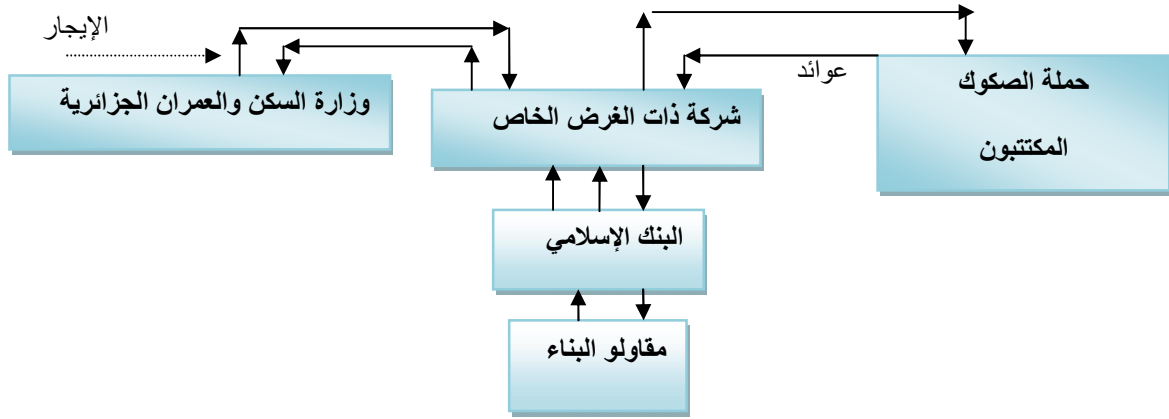
الخطوة السادسة: في هذه الخطوة يتم استلام البنك للمبنى من مقاولي البناء تنفيذاً لعقد المصانعة، ثم يتم تسليم المباني للشركة ذات الغرض الخاص من البنك تنفيذاً لعقد الاستنصاع، ويمكن إيضاح ذلك



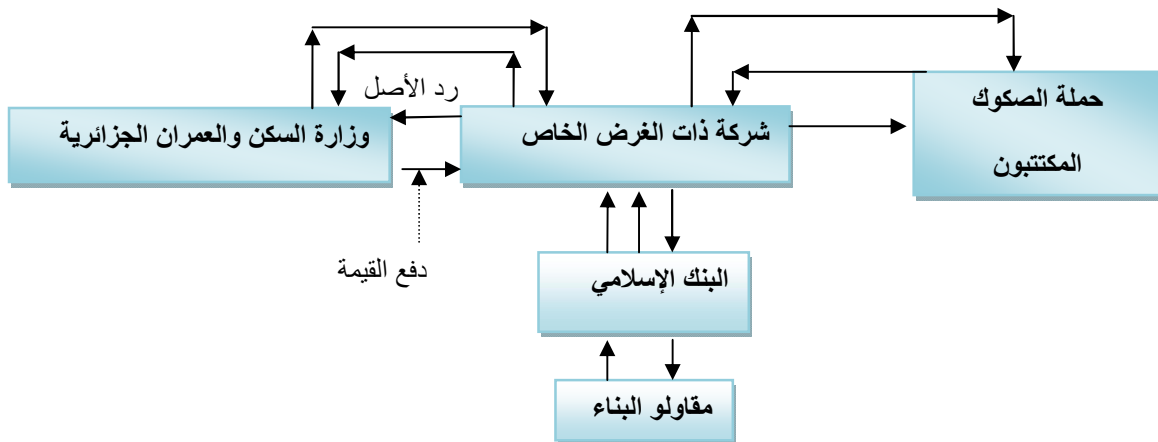
الخطوة السابعة: في هذه الخطوة تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتأجير المباني للجهة المتمولة (وزارة السكن والعمران الجزائرية) وتقوم الجهة المتمولة بإبرام وعد منها بإعادة شراء المباني من الشركة ذات الغرض الخاص بقيمة رمزية أو بعقد هبة وفقاً للضوابط الشرعية، ويمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل التالي:



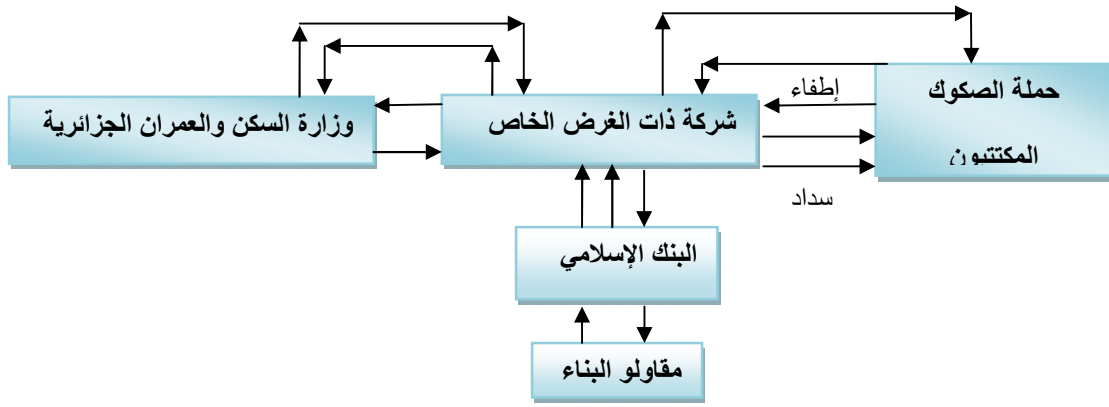
الخطوة الثامنة: في هذه الخطوة تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على إيجار دوري من الجهة المتمولة (وزارة السكن والعمران الجزائرية)، ثم تقوم هذه الشركة بتوزيع قيمة نصيبهم من الإيجار كعائد دوري على حملة الصكوك وهي موضحة كما يلي في الشكل التالي:



الخطوة التاسعة: بعد انتهاء المدة المحددة للصكوك في نهاية مدة الإيجار، تقوم الجهة المتمولة (وزارة السكن والعمران الجزائرية) بتنفيذ الوعد بإعادة شراء المباني من الشركة ذات الغرض الخاص، وتقوم بدفع قيمة الصكوك إلى الشركة، ثم تنتقل ملكية العقار للشركة المتمولة (وزارة السكن والعمران الجزائرية) من الشركة ذات الغرض الخاص، ويمكن إيضاح ذلك من خلال الشكل التالي:



الخطوة العاشرة: كخطوة أخيرة تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بسداد المبلغ المتحصل عليه من البيع لحملة الصكوك، ثم أخيرا يتم إطفاء الصكوك، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

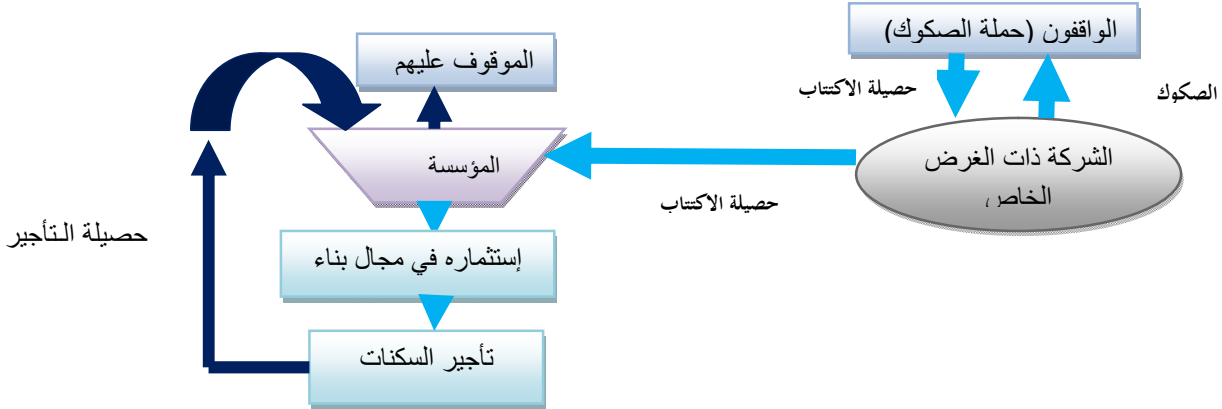


ب. مقترح لآلية الصكوك الوقفية بأسلوب التأجير من أجل إنشاء سكنات اجتماعية:

تعتبر الصكوك الوقفية أداة تمويلية للتنمية الاجتماعية والاقتصادية، ومن خلال هذا العنصر

سيتم عرض تصور حول آلية الصكوك الوقفية بأسلوب التأجير والمتمثل في الشكل التالي:

الشكل (21.4): مقترح لآلية الصكوك الوقفية بأسلوب التأجير من أجل إنشاء سكنات اجتماعية.



المصدر: من إعداد الطالبة.

من خلال الشكل أعلاه تتضح آلية الصكوك الوقفية لإنشاء سكنات للتأجير منتهي بالتملك

كمايلي:

- القيام بعملية تحديد الأصول السائلة التي لا بد من توفيرها لتنفيذ المشروع الوقفي.

- إنشاء شركة ذات الغرض الخاص أو تكليفها إذا كانت موجودة من قبل لتعمل على إصدار الصكوك الوقفية وإدارة محفظة الصكوك وإعداد نشرة الإصدار تتضمن كافة المعلومات المتعلقة بالصكوك الوقفية.

- قيام الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك الوقفية بقيم متساوية بحيث تكون مساوية للمبلغ اللازم للمشروع الوقفي، كما تكون قابلة للتداول في السوق الثانوي.

- يتم الاكتتاب العام للصكوك الوقفية في السوق الأولي والمكتتبون في الصكوك هم الواقفون والمال المجموع هو المال الموقوف.

- يستخدم المال الموقوف في بناء سكنات اجتماعية مع دفع أجر شهري معقول بدون فائدة خلال فترة معينة للمؤسسة الوقفية، هذه الأخيرة تعمل على توزيع المال على الموقوف عليهم حسب الاحتياجات ووفقا لشروط وقواعد منظمة لهذه الحالة.

كما أنه يمكن استخدام الصكوك الوقفية في الجزائر بعدة أشكال فهي تساهم في استدامة التنمية بشكل كبير، حيث بالإمكان استخدام حصيلة الاكتتاب في الإنفاق على وجوه الخير ضمن المجالات الآتية:

➤ **التقليل من مشكلة البطالة:** ويكون ذلك من خلال إنشاء صندوق وقفي لعلاج ذلك عن طريق إصدار صكوك وقفية وطرحها للاكتتاب والمال المتحصل عليه يمكن استخدامه كمايلي:

- إمكانية إقراض العاطلين عن العمل من أجل إنشاء مشروعات إنتاجية لفترة زمنية تصل إلى مرحلة الإنتاج والتسويق ويسترجع المال من المقترض على أقساط مناسبة وبذلك يمكن أن تساهم في خفض معدلات البطالة.

- إنشاء صندوق استثمار وقفي يقوم على مشاركة العاطلين عن العمل في المشروعات التي يقدمون لطلب تمويلها إما بنظام المشاركة في الإدارة والتمويل أو نظام المضاربة الإسلامية الذي يقوم على المشاركة بالتمويل بالنسبة للصندوق والعمل بالنسبة للعاطل، ويتحمل الصندوق الخسائر في حالة عدم تقصير المضارب.

➤ **إنشاء صندوق وقفي لرعاية الفقراء المعوزين:** وذلك باستعمال المبلغ المجموع من الاكتتاب في شراء أراضي وعقارات وتأجيرها أو شراء أسهم شركات ناجحة، والعائد المتحصل من هذه الاستثمارات يصرف للفقراء بعد دراسة حالتهم، راتبا شهريا يغطي الفجوة بين دخولهم وبين تكاليف مستوى المعيشة المناسب وبذلك يتم التقليل من الفقر في المجتمع.

➤ **إنشاء صندوق مفتوح:** يمكن أن يظل الاكتتاب في صكوكه الوقفية مستمرا لقبول أوقاف جديدة وتستخدم الحصيلة في المساهمة أو الإنشاء الكامل لبعض المدارس والمستشفيات... الخ.

➤ استخدام حصيلة الاكتتاب في مشروعات تنموية، مما يؤدي إلى دفع عجلة التنمية الاقتصادية وتوفير التمويل اللازم لمشاريع البنية التحتية.

➤ يمكن أن تساهم في تفعيل سوق رأس المال بإمداده بأدوات مالية إسلامية متنوعة تؤدي إلى زيادة نشاط السوق المالي.

➤ معالجة قصور التمويل الحكومي.

➤ استخدام حصيلة الاكتتاب في تدعيم مشاريع زراعية واستصلاح الأراضي لزيادة الإنتاج الزراعي الذي يعد أداة فعالة لتحقيق التنمية المستدامة.

➤ يمكن تحقيق اندماج بين المؤسسات الوقفية في الدول الإسلامية من أجل تنمية الموارد الطبيعية مثل تحلية المياه في المنطقة الإسلامية مثلا.

خلاصة الفصل الرابع:

- لقد تم استعراض أهم الجوانب المتعلقة بكل من الصكوك الإسلامية كما تم عرض دراسة قياسية على مستوى سوق رأس المال الماليزي وعليه تم التوصل إلى النتائج التالية:
- تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعا واسعا، فتتمثل في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، المغارسة... الخ، في سوق رأس المال الماليزي.
 - تساهم عملية التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال من خلال تنشيط السوق وتنوع الأدوات وزيادة الاستثمارات المربحة.
 - يتكون سوق رأس المال الماليزي من سوقين رئيسيين هما: سوق رأس المال الإسلامي وسوق رأس المال التقليدي.
 - هناك علاقة إرتباطية كبيرة ما بين إصدارات الصكوك ومؤشر سوق رأس المال الماليزي، حيث تعد الصكوك سببا رئيسيا في تطور السوق المالي الماليزي، لذلك لا بد على الدول العربية إصدار صكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من أجل الرقي بأسواقها.
 - ليس هناك تأثير كبير للتوريق المصرفي على مؤشر سوق رأس المال الماليزي وبالتالي يمكن أن تكون الصكوك الإسلامية بديل للتوريق المصرفي في ماليزيا، خاصة إذا تم التخلص من العراقيل التي تعيق تطورها في سوق رأس المال من بينها الخلافات الشرعية وارتفاع تكاليف الإصدار وكذا نقص الابتكار في هذا المجال.
 - تعاني الجزائر من مسببات كثيرة لأزمة السكن، و عليه يمكن أن تفتح المجال للمالية الإسلامية من خلال تطوير سوقها المالي و البدء في التعامل بالصيغ و الصكوك الإسلامية التي من شأنها تطوير التمويل المهيكل فيها كما يمكن أن تساهم الصكوك المقترحة في تقليل مشكل السكن.

الخاتمة:

يعتبر سوق رأس المال ذلك الإطار الذي يتم فيه الجمع بين أصحاب الفائض المالي مع أصحاب العجز المالي في ظل وجود قنوات اتصال فعالة تعمل على تحسين تداول مختلف أنواع الأدوات المالية، وتوفر التمويل للاقتصاد ككل، فهو سوق يتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل مما يوفر السيولة من أجل تمويل المشاريع اللازمة.

ومن أجل رفع كفاءة سوق رأس المال تم استحداث أدوات مالية عديدة من بينها التوريق المصرفي الذي يعتبر آلية لتحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة (أوراق مالية) قابلة للتداول في سوق رأس المال، هذه الآلية أدت إلى إمكانية توزيع المخاطر (التخلص منها) وتوفير السيولة، ولقد أثبتت آلية التوريق فعاليتها في الاقتصاديات المتقدمة حيث طورت الأسواق المالية العالمية بشكل كبير خاصة الأسواق المالية الأمريكية والأوروبية، في فترة الثمانينات، لكن حدوث أزمة الرهن العقاري لـ2008، أظهرت عيوب هذه الآلية، إذ اعتبرت من بين الأسباب الرئيسية لحدوث هذه الأزمة، هذا ما جعل خبراء الاقتصاد يدركون أنه هناك خلل في النظام الاقتصادي العالمي وذلك لدورية الأزمات المالية والاقتصادية، وفي خضم هذه الأحداث اتجهت الأنظار إلى المالية الإسلامية التي لم تتأثر البلدان المتعاملة بها بالأزمة المالية لـ2008 بشكل كبير، فبرز اهتمام كبير بالصيرفة الإسلامية عامة وبالصكوك الإسلامية خاصة، فهي تعد أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فقد عملت هذه الأدوات على تطوير الأسواق المالية التي تتعامل بها أبرزها ماليزيا، حيث شهد سوق رأس مالها تطورا ملحوظا واهتماما كبيرا من قبل الخبراء والمتخصصين الاقتصاديين.

و عليه يمكن التأكد من صحة الفرضيات المطروحة في مقدمة الدراسة:

- من خلال دراسة حالة سوق ماليزيا، تبينت صحة الفرضية الأولى على أنه في سوق رأس المال الماليزي أي زيادة في حجم عمليات التصكيك الإسلامي يكون على حساب التوريق المصرفي بالإضافة إلى عوامل أخرى مؤثرة مثل أن التوريق التقليدي في بداياته كان ضعيفا مقارنة بالأسواق المالية الآسيوية.

- يعتبر التوريق المصرفي المفرط للديون في ظل التعامل بالفائدة يؤدي إلى حدوث أزمات مالية حادة في سوق رأس المال، وتعتبر هذه الفرضية صحيحة حيث أن السبب لا يرجع إلى الأداة في حد ذاتها وإنما يرجع إلى سوء التعامل بها في الأسواق.

- توجد علاقة ارتباطيه موجبة ما بين الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية كوالا لامبور، حيث كلما زاد حجم الصكوك الإسلامية كلما زاد نشاط سوق رأس المال الماليزي وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة .

- أكدت الدراسة خطأ الفرضية الرابعة إذ لا توجد علاقة إرتباطية كبيرة بين التوريق المصرفي والمؤشر العام لكوالا لامبور مما يثبت أنه ليس هناك دورا كبيرا للتوريق المصرفي في سوق رأس المال الماليزي.

نتائج البحث:

من خلال هذه الدراسة تم استخلاص مجموعة من النتائج نوجزها فيمايلي:

نتائج الجانب النظري:

- يعد سوق رأس المال التقليدي أداة تمويلية فعالة لتطوير الاقتصاد، حيث تتميز بأدوات مالية متنوعة مما يتيح المجال الواسع في استثمار الأموال.

- تعد آلية التوريق المصرفي أداة مالية مطورة لأسواق رأس المال، وهذا راجع للميزات التي توفرها من تحويل المخاطر وتوفير السيولة للمؤسسات المصرفية من خلال توريق الديون.

- ساهمت عملية التوريق المصرفي في حدوث الأزمة المالية ل2008 وكان السبب الظاهر هو الإفراط في عملية التوريق الديون الرديئة، أما السبب الحقيقي هو التعامل بالفائدة وهذا ما أحدث الفقاعة المالية التي انفجرت في 2008.

- هناك تشابه ما بين التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي وذلك من خلال الإجراءات فكلاهما يقومان بعملية جمع الموارد وتجزئتها إلى أجزاء متساوية، أي هي وثائق تثبت حائزية لحاملها، لكن هناك اختلاف كبير من حيث الضابط الشرعي، فالتصكيك يخضع لأحكام المعاملات المالية الإسلامية بدءا بالأصول محل التصكيك و وصولا إلى قواعد الإصدار والتداول التي لا بد أن تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- للصكوك الإسلامية دورا كبيرا في تحقيق التنمية الاقتصادية.

- تتمتع الصكوك الإسلامية بمرونة عالية، وذلك لإمكانية إصدارها في جميع الجوانب الاقتصادية ويرجع ذلك لتعافيتها السريع من الأزمة المالية العالمية 2008 .

- تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعا واسعا، فتتمثل في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة المغارسة... الخ.

-تساهم عملية التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال من خلال تنشيط السوق وتوزيع الأدوات المالية وزيادة الاستثمارات المربحة.

النتائج المستخلصة من الجانب التطبيقي:

- أثبتت الدراسة أن التوريق المصرفي ليس له تأثير كبير على نشاط سوق رأس المال الماليزي.
- توجد علاقة طردية بين إصدارات الصكوك الإسلامية وزيادة نشاط سوق رأس المال الماليزي، حيث تعد الصكوك الإسلامية هي السبب الرئيسي لتطور هذا السوق.

- إن سوق رأس المال الماليزي الإسلامي ساهم مساهمة كبيرة في تطوير السوق المالي الماليزي ككل.

- تعتمد ماليزيا على إصدارات صكوك المرابحة والمشاركة في تنشيط سوق رأس المال الماليزي.
- تخلت ماليزيا على صكوك البيع بثمن آجل وصكوك الاستصناع نظرا للخلافات الشرعية الواقعة بشأنها.

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

- من أجل نجاح عملية التصكيك الإسلامي في الجزائر لا بد من توفر سوق مالي إسلامي، وإنشاء هيئة شرعية للأوراق المالية من أجل القيام بوظيفة الرقابة الشرعية مع تدريب وتطوير الكفاءات البشرية في مجال المالية الإسلامية.

-من بين أهم النتائج المتوصل إليها في الجانب التطبيقي أن الصكوك الإسلامية بديل للتوريق المصرفي في سوق رأس المال الماليزي.

- يمكن للصكوك الوقفية في الجزائر أن تساهم في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية.

التوصيات:

لكي يكون التصكيك الإسلامي بديلا للتوريق التقليدي لابد من:

- تشجيع البحث الاقتصادي الإسلامي والعمل أكثر من أجل جعل الصكوك الإسلامية أكثر توافقا مع الفقه الإسلامي.
- عدم المحاكاة، حيث لابد من وجود منطلق جديد يميز الاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد الوضعي.
- زيادة الامتيازات وتشجيع المستثمرين من أجل جذبهم للاستثمار في الصكوك الإسلامية.
- تساهم عملية التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال من خلال تنشيط السوق وتوزيع الأدوات المالية وزيادة الاستثمارات المربحة، لذلك لابد من تطوير التعامل بهذه الآلية.

آفاق البحث:

- يمكن طرح بعض الآفاق البحثية التي تساهم في تطوير المالية الإسلامية:
- تأثير قواعد بازل3 على إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا.
 - تجربة الدول الغربية في مجال الصكوك الإسلامية.
 - دور الصكوك الاستثمارية الحكومية في تفعيل السوق المالية الإسلامية.
 - أثر الأزمات المالية على سوق الصكوك الإسلامية.

ملحق رقم (01)

Notes

Output Created	15-oct.-2016 08:24:53	
Comments		
Input	Active Dataset	DataSet1
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	15
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on cases with no missing values for any variable used.
Syntax	<pre> REGRESSION /DESCRIPTIVES MEAN STDDEV CORR SIG N /MISSING LISTWISE /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA CHANGE /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10) /NOORIGIN /DEPENDENT INDICE /METHOD=ENTER SUKUK TITRISATION /SCATTERPLOT=(INDICE ,*ZRESID) /RESIDUALS HIST(ZRESID). </pre>	
Resources	Processor Time	00:00:00,592
	Elapsed Time	00:00:00,574
	Memory Required	1636 bytes
	Additional Memory Required for Residual Plots	576 bytes

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
--	------	----------------	---

INDICE	1,1475E5	49010,00282	15
SUKUK	4,8934E3	3472,50533	15
TITRISATION	2,9346E3	1760,93789	15

Correlations

		INDICE	SUKUK	TITRISATION
Pearson Correlation	INDICE	1,000	,673	,465
	SUKUK	,673	1,000	,631
	TITRISATION	,465	,631	1,000
Sig. (1-tailed)	INDICE		,003	,040
	SUKUK	,003		,006
	TITRISATION	,040	,006	
N	INDICE	15	15	15
	SUKUK	15	15	15
	TITRISATION	15	15	15

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	TITRISATION, SUKUK ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: INDICE

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,675 ^a	,455	,364	39070,53639	,455	5,015	2	12	,026

a. Predictors: (Constant), TITRISATION, SUKUK

b. Dependent Variable: INDICE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,531E10	2	7,655E9	5,015	,026 ^a
	Residual	1,832E10	12	1,527E9		
	Total	3,363E10	14			

a. Predictors: (Constant), TITRISATION, SUKUK

b. Dependent Variable: INDICE

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	65684,315	20684,187		3,176	,008
	SUKUK	8,883	3,874	,629	2,293	,041
	TITRIZATION	1,909	7,640	,069	,250	,807

a. Dependent Variable: INDICE

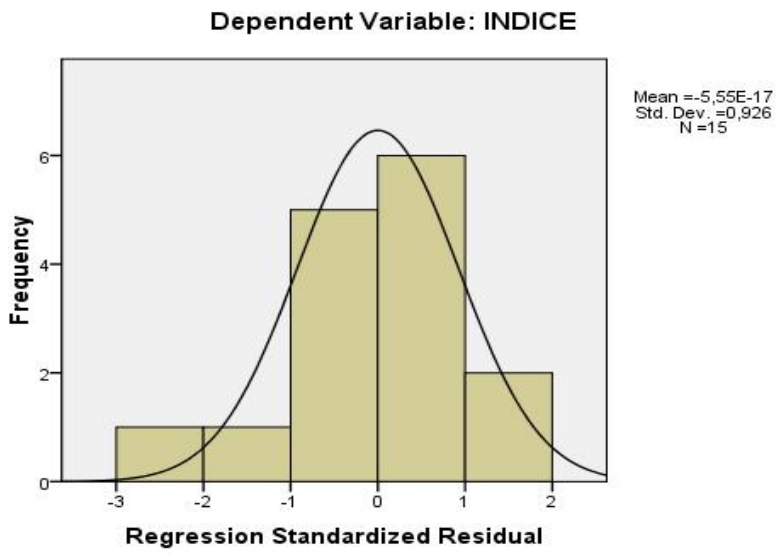
Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	6,7235E4	1,8383E5	1,1475E5	33068,80652	15
Residual	-9,57816E4	4,24883E4	,00000	36172,28790	15
Std. Predicted Value	-1,437	2,089	,000	1,000	15
Std. Residual	-2,452	1,087	,000	,926	15

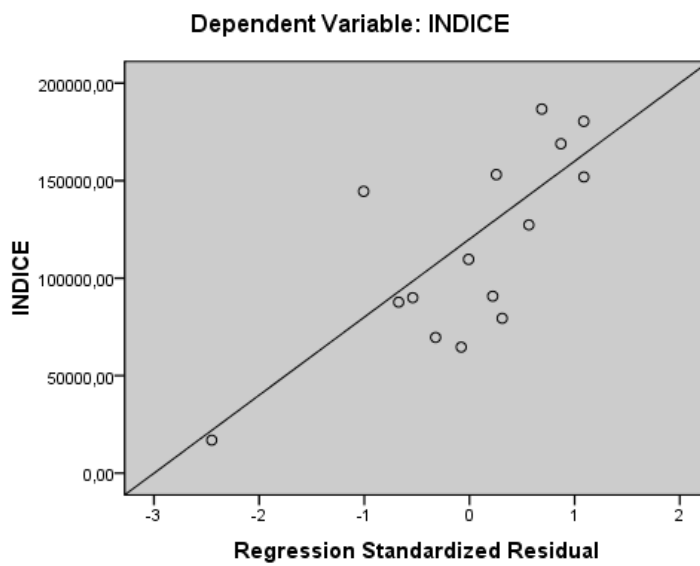
a. Dependent Variable: INDICE

Charts

Histogram



Scatterplot



قائمة المصادر والمراجع

أولاً) المصادر:

القرآن الكريم.

السنة النبوية الشريفة.

ثانياً) الكتب باللغة العربية:

1. إبراهيم أحمد البسطويسى، إيداع الأوراق المالية في البنوك (ودیعة الصكوك) دراسة مقارنة، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.
2. ابن منظور، لسان العرب، الجزء السابع، دار إحياء التراث العربي، لبنان، ط3، 2000.
3. أبو عبد الله محمد بن أحمد بن جزى الكلبي، القوانين الفقهية، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، د س ن.
4. أبي بكر أحمد بن الحسين بن علي، رواه البيهقي، السنن الصغرى، تحقيق خليل مأمون شياح، 1، دارا لمعرفة، لبنان بيروت، 1999.
5. أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، دار ابن كثير، الحديث رقم 2240، دمشق، سوريا، 2002.
6. أحمد الشرياصي، المعجم الاقتصادي، دار الجيل، دون بلد، 1981.
7. أحمد الشرماسي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، مصر، 1981.
8. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامهما في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي جدة السعودية، 2006.
9. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014.
10. أحمد مختار عمر، المعجم الموسوعي لألفاظ القرآن الكريم وقراءاته، مؤسسة سطور المعرفة، السعودية الرياض، 2001.
11. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010.
12. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010.
13. أسامة عزمي سلام، أرشد فؤاد التميمي، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة، الأردن، 2004.

14. إسماعيل أحمد المنشاوي، عبد المنعم المبارك، اقتصاديات النقود و البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
15. إليهام وحيد دحام، فعالية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية القاهرة، مصر، 2013.
16. الامام أبي الحسن علي بن حبيب الماوردي، المضاربة، تحقيق ودراسة وتعليق،: عبد الوهاب حواس، دار الوفاء، المنصورة، مصر، 1989.
17. الإمام الحافظ أبو زكريا محي الدين بن شرف النووي، صحيح مسلم، حققه وأخرجه هشام الصبابطي، حازم محمد، عماد عامر، دار الحديث، ط1، كتاب البيوع، مجلد5، القاهرة، مصر، 1994.
18. باسل يوسف محمد الشاعر، هيام محمد عبد القادر الزيدانيين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، ملحق 2016.
19. جبار محفوظ، "تنظيم وإدارة البورصة"، دار هومة، الجزائر، 2002.
20. جبار محفوظ، البورصة وموقعها في أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.
21. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار الهومة، الجزائر، 2002.
22. جلال البنا، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات، شركة الندى، مصر، 2007.
23. جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء، الأردن، 2002.
24. الحافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، بلوغ المرأم من أدلة الأحكام، دار نور الكتاب، دون سنة نشر.
25. الحافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، الجزء الخامس، دار المعرفة، دون سنة نشر.
26. حافظ أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، الجزء الخامس، دار المعرفة، لبنان، دون سنة نشر.
27. حامد حسن ميرة، عقود التمويل المستجدة في المصارف الإسلامية، دار الميمان، الرياض، السعودية، 2011.
28. حسن عبد العزيز جرادات، الصيغ الإسلامية للإستثمار في رأس المال العامل، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.

29. حسني علي خربوش، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، زهران للنشر، الأردن، 1998
30. حسين الأمين، المضاربة الشرعية الحاكمة للمعاملات المالية المعاصرة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، دون بلد، ط3، 2000.
31. حسين حسين شحاته، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005.
32. حمزة محمد دودين، التحليل الإحصائي المتقدم للبيانات باستخدام SPSS، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010
33. حيدر يوسف الموسوي، المصارف الإسلامية: أداؤها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، اليازوري، الأردن، 2012.
34. خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا، المشتقات المالية : دراسة فقهية، سابق، السعودية، 2013.
35. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، الأردن، 2010.
36. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، اليازوري، عمان، الأردن، 2009.
37. دنيا شوقي أحمد دنيا، الجعالة والاستصناع تحليل فقهي واقتصادي، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 2003.
38. ريس حدة، دور البنك المركزي في إعادة السيولة في البنوك الإسلامية، إتراك، مصر، 2009.
39. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز، عمان، 2005.
40. زكريا سلامة عيسى شنطاوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار النفائس، 2008.
41. زياد جلال الدماغ، "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية"، دار الثقافة، الأردن، 2012.
42. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، الأردن، ط3، 2005.
43. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق، مصر 2008.
44. سامي بن براهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 2007.
45. سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، المكتب الإسلامي، لبنان، 2002.

46. سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، نشر جمعية التراث، الجزائر 2002.
47. سمير حمود وآخرون، التوريق كأداة مالية حديثة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مصر، 1995.
48. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة مصر، 1996.
49. سيد الهواري، مدخل إلى الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 2006.
50. السيد سابق، فقه السنة، دار الفتح للإعلام العربي، ط21، الجزء 3، القاهرة، مصر، 1990.
51. شذا جمال، صفق الركيبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مجدلوي، الأردن، 2008.
52. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
53. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
54. طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية، ترجمة عثمان بابكر أحمد، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، 2003.
55. طارق عبد العال، "المشتقات المالية: المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية"، الدار الجامعية، مصر 2001.
56. عادل عبد الفضيل، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015.
57. عباس كاظم العجمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار هناء، الأردن، 2010.
58. عبد العزيز قاسم، التنمية المستدامة في ظل تحديات الواقع من منظور إسلامي، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2011.
59. عبد العظيم ابو زيد، بيع المرابحة وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، دار الفكر، سوريا، 2004.
60. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.

61. عبد الغفار حنفي، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2007.
62. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004.
63. عبد الغفارحنفي، رسمية قرياص، الأسواق المالية والنقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001.
64. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
65. عبيد علي أحمد الحجازي، التوريق و مدى أهميته في ظل قانون الرهن العقاري، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001
66. عجة الجيلاني، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية ، دار الخلدونية، الجزائر، دون سنة نشر.
67. عمر محمد ادريس، المال واستخداماته بوصفه أصلا في إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية، جمعية دار البر، دبي، 2013.
68. عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة واحكامها في الفقه الإسلامي: دراسة مقارنة تطبيقية ، دار النفائس ،الأردن، 2006.
69. عمر يوسف، عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم المكتب الحديث، الأردن، 2011.
70. عيسى عبدة، العقود الشرعية الحاكمة للمعاملات المالية المعاصرة، مطبعة النهضة الجديدة، مصر، 1977.
71. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر ، 1999.
72. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، 2006.
73. فهد عبد الله الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض، السعودية، ط2، 2006.
74. قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، جرمان، سوريا، 2006.
75. كردودي صبرينة ، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي - دراسة تحليلية مقارنة، دار الخلدونية، القبة القديمة، الجزائر، 2010.

76. ماهر كنج شكري، مروان عوض، **المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق**، دار الحامد، عمان، الأردن، 2004.
77. ماهر كنج شكري، مروان عوض، **المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق**، دار الحامد، عمان، الأردن، 2004.
78. مائير كوهين، الأسواق والمؤسسات الفرص والمخاطر، ترجمة عبد الحكيم أحمد الخزامي، دار الفجر، القاهرة، مصر، 2007.
79. مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي**، مركز النشر العلمي، جدة، المملكة السعودية، 2010.
80. مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، كنوز إشبيليا، المملكة السعودية، 2005.
81. مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز ابادي الشيرازي، **القاموس المحيط**، الجزء الثالث، نسخة مصورة عن الطبعة الثالثة للطبعة الأميرية، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1979.
82. مجمع اللغة العربية، **المعجم الوجيز**، الدار الهندسية، مصر، 1980.
83. محب خلة توفيق، **الاقتصاد النقدي والمصرفي: دراسة تحليلية للمؤسسات والنظريات**، دار الفكر الجامعي مصر، 2011.
84. محروس حسن، **الأسواق المالية والاستثمارات المالية**، دون دار نشر، د س ن.
85. محمد أحمد سراج، حسين حامد حسان، **الأوراق التجارية في الشريعة الإسلامية**، دار الثقافة، مصر، 1988.
86. محمد أحمد غانم، **التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته على بعض الدول العربية**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009.
87. محمد الجابري، **موسوعة دول العالم، مجموعة النيل العربية**، مصر، 2000.
88. محمد أيوب، **النظام المالي في الإسلام**، ترجمة: عمر سعيد الأيوبي، أكاديميا، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، لبنان، 2009.
89. محمد سعيد الرملاوي، **الأزمة الاقتصادية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
90. محمد صادق إسماعيل، **التجربة الماليزية: مها تير محمد... والصحة الاقتصادية**، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2014.
91. محمد صالح الحناوي وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها**، الدار الجامعية، مصر، 2004.

92. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقديم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
93. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
94. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
95. محمد عبد العزيز حسن زيد، الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر، مكتبة المعهد، القاهرة، مصر، 1996.
96. محمد عثمان إسماعيل، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات"، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
97. محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة، دار المطبوعات الجامعية، مصر القاهرة، 2014.
98. محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، دار الشروق، لبنان، 1993.
99. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد، 2006.
100. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر، ط5، الأردن، 2009.
101. محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الإسكندرية، مصر، 2013.
102. محمود حسين الوادي، حسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، دار المسيرة، ط4، الأردن، 2012.
103. محمود حمودة، مصطفى حسين، المعاملات المالية في الإسلام، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، ط2، 1999.
104. محمود شاکر، التاريخ المعاصر: القارة الهندية، المكتب الإسلامي، ط2، لبنان، 1997.
105. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية-مؤسسات-أوراق وبورصات، 2005، الأردن. 2005.
106. مدحت صادق الحناوي، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب، مصر، 2001.
107. مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، حققه محمد فؤاد عبد الباقي، كتاب المساقاة، باب تحريم الإحتكار في الأقوات، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، 1905.

108. مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، مكتبة الملك فهد الوطنية، السعودية، 1999.
109. المنجد في اللغة والاعلام، دار المشرق، لبنان، ط 38، 2000.
110. منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 28، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2000.
111. منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ط 4، 2000.
112. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، مكتبة جامعة جدارة، دون سنة نشر.
113. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر، 1993.
114. مؤيد عبد الرحمن الدوري، "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، إثراء للنشر، الأردن، 2010.
115. ناصر الغريب، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل، دار أبو لؤلؤ، القاهرة، مصر، 1991.
116. نبيه فرج أمين الحضري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الإسلامي، دار الفكر الجماعي، مصر، 2009.
117. نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار البشير، جدة، 2008.
118. نزيه عبد المقصود، صناديق الإستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007.
119. نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، دون دار نشر، مصر، 2007.
120. نهال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق والمؤسسات المالية، دار الفكر الجامعي، 2007.
121. هشام فوزي، دباس العبادي، الهندسة المالية أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق، الأردن، 2009.
122. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، الأردن، 2009.
123. وائل محمد عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية، دار الثقافة، الأردن، 2009.

124. وسام ملاك ،البورصات والأسواق المالية الدولية ،قضايا نقدية ومالية ، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني ، بيروت ،2003.
125. وليد صافي أنس البكري، " الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل، الأردن، 2009.
126. يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.
- ثالثاً قائمة الأطروحات والرسائل العلمية:**
127. أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية وعلاج مخاطرها، ماجستير، تخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005.
128. أسامة عبد الحميد، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009.
129. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، رسالة ماجستير، تخصص: نقود وتمويل، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008.
130. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
131. الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2006.
132. حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير في علوم التسيير قصص محاسبية ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2010.
133. حيدر يونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية: الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة 1990-2008، أطروحة الدكتوراه: فلسفة في العلوم الاقتصادية، كلية الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009.
134. ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها: دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2012.
135. زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير، كلية الشريعة الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.
136. زيطاري سامية، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر، 2004.

137. سحاسورياني، جعفر صفر الدين، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية فيه، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 2008.
138. سعيدة حرشوف، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق ماليزيا، رسالة ماجستير، جامعة المدية، الجزائر 2009.
139. شعابنة رزيقة، التوريق المصرفي للديون: الإطار والممارسة، دراسة حالة الدول النامية، مذكرة ماجستير، تخصص: نقود ومالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر.
140. شيماء إبراهيم محمد نورة، الإفصاح عن توريق الديون في البنوك التجارية المصرية ضوء معايير المحاسبة الدولية، رسالة ماجستير، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، مصر، 2007.
141. طالب عمر، أثر إعادة التمويل الرهني على تحسين أداء الائتمان البنكي، دراسة حالة شركة إعادة التمويل الرهني SRA مذكرة الماجستير تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2006.
142. عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجاً - مذكرة مقدمة لنيل الماجستير، علوم اقتصادية، تخصص الاسواق المالية والبورصات، كلية الاقتصاد والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر 2015.
143. عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، رسالة دكتوراه، تخصص محاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 1997.
144. عبد الله علي، محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية: 1998-2011، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2012.
145. عمار بوطكوك، دور التوريق في نشاط البنك حالة بنك التنمية الفلاحية، ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2008.
146. عيسى بوراوي، دور البنوك والمؤسسات المالية في تمويل قطاع السكن في الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص: اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2014.

147. لينا محمد إبراهيم الخماش، البنوك الإسلامية بين التشريع الضريبي والزكاة، ماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2007.
148. المناسيع رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011.
149. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير غير منشورة، في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013.
150. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير: إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007.
151. نصبة مسعود، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجاً-، دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، قسم العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2013.
152. نور ليامت سعيد جعفر، سوق المشتقات الماليزية، مذكرة ماجستير تخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، الأردن، 2007.

رابعاً) التقارير باللغة العربية:

153. النشرة الاقتصادية المالية، دائرة المالية لحكومة دبي، العدد 66، 11-17 أبريل 2011.
154. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2011.
155. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2014.
156. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2003.

خامساً) ملتقيات ومجلات وندوات علمية:

157. إخلاص باقر النجار، قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الاقتصادية للعدد 3، المجلد 06، 2007.
158. بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الدولية البحرين، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 09، 2011.
159. الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الإمارات المتحدة العربية، 26/04/2009.
160. الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، الإمارات المتحدة العربية، 26 أبريل 2009.

161. رزان عدنان، سبعة تحديات للتمويل الإسلامي، القبس الإقتصادي، العدد 12664، السنة: 37، 30 أغسطس 2008.
162. الزغي حمو، أزعار يجي، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، العدد 34، دون بلد، مارس 2015.
163. سعيد بوهراوة، تجربة المالية الإسلامية الماليزية، الأكاديمية العلمية للبحوث الشرعية ISRA، لا توجد معلومات أخرى.
164. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية: الواقع والتحديات، آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، الأردن، 2013.
165. سيف الدين حسن العوض، هل نجحت ماليزيا و أصبحت رائدة في مجال الصيرفة الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد 29، أكتوبر 2014.
166. شوقي السيد فودة، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 4، 1998.
167. عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مجلة الوعي الإسلامي، العدد 532، الكويت، 2010.
168. كيجل كمال، عقد المضاربة في الشريعة الإسلامية، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، العدد السادس، الجزائر، ماي 2005.
169. لشهب الصادق، بوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 1، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2015.
170. المتلقي الدولي: الأزمة المالية الاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 21، 20 أكتوبر 2009.
171. مداني أحمد، دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، العدد: 10، جوان 2013.

172. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق رأس المال: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد:7، 2010
- 173.الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية ،آلية ترشيد الصناعة المالية الإسلامية ، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 8 و 9 ديسمبر 2013.
174. الملتقى الدولي حول استراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات : الآفاق والتحديات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 25-26 نوفمبر 2008
175. الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات - دراسة حالة الجزائر و الدول النامية -، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 21 - 22 نوفمبر 2006.
- 176.الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الجزائري، جامعة 08ماي 03،04/1945ديسمبر 2012.
- 177.الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي بين الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية،المركز الجامعي غرداية، 24،23فيفري 2011.
178. الملتقى الدولي: تحديات قطاع الزراعة في الدول العربية والإسلامية وسبل مواجهتها، الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر العاصمة، 27، و 28 فيفري 2011.
179. الملتقى الوطني الثاني: أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، جامعة العقيد أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 24-25 أبريل 2007.
- 180.الملتقى الوطني: أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية الأزمات الاقتصادية جامعة 20أوت، سكيكدة، الجزائر،9و10ماي 2011.
181. الملتقى دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف،الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.
- 182.الملتقى دولي حول: الأزمة المالية والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي بخميس مليانة، عين الدفلة، الجزائر، ماي 2009.
183. منتدى الصيرفة الإسلامية، إتحاد المصارف العربية ، لبنان، يوليو 2008.
- 184.المؤتمر الثالث العالمي للاقتصاد الإسلامي ، جامعة ام القرى، ماي 2005.
- 185.المؤتمر الدولي : المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري ، دبي،31ماي -3جوان 2009.

186. المؤتمر الدولي الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 18-19 ماي 2009.
187. المؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية والآفاق المستقبلية، مكتبة المجمع العربي، الجزء 3، الأردن، 2011 .
188. المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010.
189. المؤتمر الدولي: الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 12-13 تشرين الثاني 2013.
190. المؤتمر السنوي حول الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، مصر، 1-2 أبريل 2009.
191. مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 12 و13 تشرين الثاني، 2013.
192. المؤتمر العلمي الدولي: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 1 و2 ديسمبر 2010.
193. المؤتمر العلمي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية معالم واقع وآفاق، جامعة الإمارات العربية، مج 2، 2005.
194. المؤتمر العلمي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية معالم واقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية، مج 2، 2005.
195. مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي-2 جوان 2009.
196. نادية فاضل عباس فضلي، التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000-2010، مجلة الدراسات الدولية، العدد: 54، جامعة بغداد، العراق 2012.
197. ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24-26 ماي 2010.
198. ندوة حول دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية- تجارب ورؤى مستقبلية-، طرابلس، يوم 11/12/2005.

199. هناء محمد هلال الحنطي، دور الصكوك الإسلامية في التمويل في ظل الأوضاع المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد الأول، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2013.

سادسا) الكتب باللغة الأجنبية:

200. Abdelkader Beltas, **La titrisation**, maison d'édition légende, France, 2007.
201. Adam nathif, Abdulkader thomas, **Islamic Bonds: your guide to issuing, structuring and investing in sukuk**, london: euromoney Book, 2004
202. Aswath Damodaran, **Finance D'entreprise**, Nouveau Horizons, paris, 2eme edition, 2007
203. Benkrimi karim, **Cridi Bancaire et Economie Financière**, El dare El Othmania, alger, 2010
204. Bertrad Blanchelon, «**Sciences économiques**», DUNOD, Paris, 2009.
205. Bob Steiner, **Foreign exchange and money markets, theory, practice and risk management**, Butterworth Heinemann, first published, 2002
206. Dualeh 'Suleiman Abdi, **Islamic Securitization: Practical Aspects**, Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banking, Geneva, 1998..
207. Ibrahim Warde, **Islamic Finance in the Global Economy**, Redwood Books, Great Britain, 2000.
208. Jean Montier, Guy coudamine, "**Banque et Marchés Financiers**", economica, Paris, 1998,.
209. Jobst Andreas, **qu'est-ce que la titrisation ?**, revue finance et développement, , vol45, N= 3, septembre 2008.
210. Michel Aglietta, **Monnaie, Banques et marchés financiers**, cyrolles, Paris, 2008 .
211. Mohamed bin, **Islâm and economic growth in Malaysia**, Master, thesis, Naval Rostgraduath school, California, 2003.
212. Muhammad Ayub, **Securitization sukuk and fund management potential to be realized by Islamic**.
213. Philippe Gillet, **efficence des marchés financiers**, economica, paris, France, 2ème édition, 2006
214. Philippe Gillet, **l efficence des marchés financiers**, economica, paris, 2ème édition, 2006.
215. Thierry granier, corynnejaffenx : **la titrisation-aspect juridique et financier**, economica, paris, 2004.
216. Valentin Bauwrens, Jean-François Walhin, **La titrisation du risque d'assurance**, larcier, Belgique, 2008
217. Werner Ende, Udo Steinbach, **Islamic in the world today : a handbook of politics, religion, culture, and society**, Cornell University Press, 2010.
218. Zubair iqbal and Abdasmi Rakhor, **Islamic Banking**, international monetary fund, Washington, DC 1987

سابعا) ملتقيات ومجلات وندوات علمية:

219. Aisyah Abdul Rahman, Noor Zahirah Mohd Sidek and Fauziah Hanim Tafri, **Macroeconomic determinants of Malaysian stock market**, African Journal of Business Management Vol (3), March, 2009
220. Alhabashi Datuh Dr : Syed Othman, **Devlopement of capital Market under (Islamic Principles,conference on Managing and Iplementing Interest-Free Banking**,Islamic Financial System concorde Hotel ,Kuala Lumpur,January25-26,1994..
221. Hasan zubair, **Fifty years of Malaysian economic development** policies and achievements,review of Islamic economic,vol:11munich personal repec archive paper,2007.
222. Engku Ali, Engku Rabiah Adawiah, **Islamic Debt Securites/Bonds**, Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization, Kuala Lumpur, Malaysia, 29 , 30 June, 2005.
223. Mohamed Akram Laldin , **Shariah Approved Securities Screening Process in Malaysian** ,working paper Submitted in the annual Scientific conference on the fifteenth of stock markets and stock exchanges ,”Prospects and challenges colleges”,college of Sharia and Law ,university of United Arab Emirates ,Dubai ,United Arab Emirates,6-8March 2007.
224. MONZER Kahf :the use of Assets Ijara Bonds For Bridging the Budget Gap, Islamic Economic Studies ,JRTI ,Islamic Develment Bank ,Jeddah ,vol :04,n°:2,May,1997.
225. Ranjit Ajit Singh , Zainal Aznam Yusof, **Denelopment Of The Capital Market In Malaysian**, AT10Research Conference, 7-8 March 2000
226. Taqi Usmani, Principle Of Shari'ah Governing Islamic Investment Fund, :journal Of Islamic Economics., Vol. 21 No:2 , 2009.
227. Jobst Andreas, **qu'est-ce que la titrisation ?**,revue finance et développement, septembre, vol45,N= 3,2008.
228. Ranjit Ajit Singh and Zainal Aznam Yusof, **Denelopment Of The Capital Market In Malaysian**, AT10Research Conference, 7-8 March 2000.

ثامنا) قائمة التقارير المالية باللغة الأجنبية:

229. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2007.
230. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2008.
231. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2009.
232. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2011
233. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2011.
234. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, jan 2012.
235. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, jan 2013.
236. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, jan 2014.
237. CAGAMAS :2010, 2011, 2012, 2013,2014, 2015.
238. financial institutions, NIBAF, working papper, Karachi,2005.
239. Guidelines on the offering of Islamic Securities ,took effect from 26 July ,2004.

240. Guidelines on the offering of Islamic Securities, 2005
241. securities Commission of Malaysia 2001.
242. securities Commission of Malaysia 2002.
243. securities Commission of Malaysia 2003.
244. securities Commission of Malaysia 2004.
245. securities Commission of Malaysia 2005.
246. securities Commission of Malaysia 2006.
247. securities Commission of Malaysia 2007.
248. securities Commission of Malaysia 2008.
249. securities Commission of Malaysia 2009.
250. securities Commission of Malaysia 2010.
251. securities Commission of Malaysia 2011.
252. securities Commission of Malaysia 2012.
253. securities Commission of Malaysia 2013.
254. securities Commission of Malaysia 2014.
255. securities Commission of Malaysia 2015.
256. Zawya, Sukuk Preceptions and forecast study , Dubai, 2014.

تاسعا) مواقع الأنترنيت:

257. <http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transactions.pdf>
258. www.globalrestructuring.com/05sia/190_194.htm, 10/11/2015
259. <http://www.mida.gor.my/arabic2/index.php>
260. <http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transactions>.
261. www.klse.com.my/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market
262. <http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/pastevents2/pastconferences/6ahic/publications/6A>
263. www.Kantakji.com
264. www.aawsat.com/default.asp
265. www.cagamas.my
266. www.eljazeera.net
267. www.standardandpoors.com
268. www.syrianfinance.gov.sy/assets/files/20033.doc
269. www.alukah.net/sharia/0/90889
270. www.Darelmashora.com
271. www.emaratalyoum.com/business/local/2013-11-21-1.625312
272. <https://www.arab-ency.com/details.law>
273. <http://www.aljazeera.net/encyclopedia/countries/2014/10/18>