

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس - سطيف -

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

مذكرة

مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية

بعنوان

دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية

دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية

تحت إشراف

من إعداد الطالب:

الأستاذ الدكتور: صالح صالحي

محمد غزال

أعضاء لجنة المناقشة

- | | | |
|----------------|--------------------|--------------------|
| رئيساً | جامعة سطيف -1- | - أ.د. ملياني حكيم |
| مشرفاً ومقرراً | جامعة سطيف -1- | - أ.د. صالح صالحي |
| مناقشاً | جامعة بسكرة | - أ.د. مفتاح صالح |
| مناقشاً | جامعة برج بوعريريج | - أ.د. رحيم حسين |
| مناقشاً | جامعة سطيف -1- | - د. بودرامة مصطفى |

السنة الجامعية: 2012 - 2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿واصبر نفسك مع الذين يدعون ربهم بالغداة والعشي يريدون

﴿وجهم﴾

الجمعة: الآية 28.

﴿وقل رب زدني علماً﴾

طه: الآية 114.

الإهداء

الإهداء

يعد هذا العمل خالصا لوجه الله عز وجل، فالإهداء موصول بإذنه تعالى أولا إلى رسوله الكريم، إلى وطني، إلى والدائي العزيزين شكرا وعرفانا لتضحياتهم وتشجيعاتهم، إلى أبيي تقديرا واحتراما، الذي كان نبزاس حياتي، وأمي حبا وحنانا، التي كانت نور دربي إلى أن وصلت ما أنا عليه، إلى إخوتي وأخواتي، إلى زوجتي رحمتا واحتسابا، إلى ولدائي يوسف وفاطمة، إلى زملائي في الدراسة " ماجستير دفعة 2009 " تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، إلى كل من نسيهم قلبي ولم يذكرهم لساني، إلى جميع الذين قدموا لي الكثير من الحب والمودة، إلى أولئك الذين هم بالنسبة لي رمزا للصبر ومنهم أنا مدين كثير. إلى كل من ساندني من بعيد أو من قريب، أهديهم هذا العمل الذي أنهيته بعد مشقة وحناء.

محمد خزال

كلمة شكر وتقدير

شكر وتقدير

بعد الحمد والشكر لله سبحانه وتعالى الذي قدرني على إنهاء هذا العمل المتواضع أولاً، ثم لوالدائي اللذان حيانني بكافة أنواع الرعاية ودعائهما لي بالتوفيق، وتوفير الأجواء المساعدة فيجازهم الله عني خير الجزاء، كما أتقدم باسم الخاص، أنه لمن دواعي سروري أن أعبر عن امتناني العميق للأستاذ صالح صالح علي توجيهاته ونصائح التي لم يبخل بها علي في إنجاز هذا البحث، وكذلك الأساتذة محفوظ جبار، فريد لطرش، حمزة شودار، عبد العظيم عربي علي مساعدتهم في إثراء هذا البحث في مختلف جوانبه،

شكر خاص الي عمال المكتبة عمار وسمير علي التسهيلات التي وجدتتها والى جميع الذين ساهموا من قريب ومن بعيد علي تشجيعي في اتمام هذا العمل المتواضع.

وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة قبولهم إجازة هذا العمل لهذه المرحلة، وخص كل

أستاذ وقتاً لقراءة وتقييم هذا البحث.

محمد خزال

المقدمة العامة

تمهيد:

تعتبر أسواق المال المال الذي يقصده الأفراد والشركات التجارية والصناعية والخدمية، بالإضافة لشركات الاستثمار و التأمين والمصارف وغيرها من شركات وساطة وتحويل وصرف، لتوفير الأموال أو كطالين لها. ومن المتفق عليه أن أسواق رأس المال، بشقيها الأولي و الثانوي تؤدي دورا أساسيا ومهما في تحريك الاقتصاد ككل.

ومع التطور الحاصل في أسواق المال العالمية، والدور الهام الذي ما فتئت تقوم به في تعبئة مدخرات الأفراد، وتوجيهها في قنوات استثمارية، وتوفير الفرص الاستثمارية للطالين والعرضين للأموال، وهذا في وجود مناخ استثماري محفز، وآليات وقوانين منظمة للتعاملات في الأسواق المالية. كما أدى تطوير وتنوع للأدوات المالية المتداولة، إلى توفير المزيد من الاختيارات والتفضيلات للراغبين للاستثمار فيها، وهذا ما انعكس بالإيجاب في جذب واستيعاب المزيد من الأموال المعروضة للاستثمار.

ووجود السوق المالية بكفاءة يضمن مزايا عديدة، من أهمها المساهمة في جمع التمويل، ومن خلال توفير السيولة للمستثمرين بتسييل الأوراق المالية، وتقليل مخاطر الاستثمار المالي بتوفير الضمانات اللازمة، وتوفير المعلومة في حينها لجميع الأوراق المالية المطروحة، وتسهيل ابتكار أدوات مالية تتجه إليها مدخرات الأفراد والمؤسسات، يعتبر الدور الهام الذي تسعى لتحقيقه كل سوق مالية، فهي تعطي بذلك حركية وحيوية لهذه السوق، وبذلك تزيد ثقة وطمأنينة المستثمرين الراغبين في الحصول على التمويل المناسب العادل لمشاريعهم المختلفة.

إن تمويل المشاريع الكبيرة منها أو الصغيرة، كان يقتصر على البنوك التجارية التقليدية، ثم ظهرت بعدها الأسواق المالية لتحل شيئا فشيئا محل هذه البنوك. ومع ظهور الصيرفة الإسلامية في العقود القليلة الماضية، كأحد روافد الصناعة المالية الإسلامية، ومع زيادة نشاطها وولوجها للاقتصادات العربية والإسلامية واختلافها عن المعاملات المالية التقليدية، واستعمالها لصيغ وأدوات مالية مبادئها تعتمد على مفاهيم وتعاليم الشريعة. فكان توجه الدول الإسلامية ومؤسساتها لاستحداث وابتكار لأدوات مالية شرعية، بعيدة عن شبهة الربا، تكون بديلا يسمح للأفراد الاستثمار فيها وتمويل لمشاريع المؤسسات وفروعها، وبذلك ظهر للوجود عقود المشاركة والمضاربة والمراوحة وغيرها.

وما إن ظهرت هذه الصيغ الإسلامية في الأسواق العالمية حتى نمت بسرعة كبيرة، وأصبح الطلب عليها شديداً، لكفاءتها وتنوعها، ولم تعد هذه الصيغ حكراً على العرب أو المسلمين.

لقد كان لزاما إنشاء مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، التي تحقق التكامل والانسجام بين مؤسساتها وهيئاتها، بتقديم لخدمات الدعم والتدقيق. ويعد تكامل الهيئات المالية الإسلامية تطورا عمليا وتوسعا يتناسب والاحتياجات الحاضرة والمستقبلية، فهي بذلك تشكل البيئة الداعمة لعمل المالية الإسلامية؛ حيث تم إنشاء سوق مالية يتم فيها تداول الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كأداة فاعلة في تطوير سوق رأس المال الأولية أو الثانوية منها، إصدارا وتداولها بعدما أثبتت المصارف الإسلامية قدرتها على جذب رؤوس الأموال من أكبر عدد ممكن من المستثمرين وفي جمع مدخرات المودعين الذين يريدون التعامل وفقا للشريعة الإسلامية.

إن الجهود المبذولة دولياً من قبل المؤسسات المالية الإسلامية من مصارف ومراكز تعليم وتدريب، تهدف إلى توحيد المعايير والأسس المنظمة لإيجاد وابتكار أدوات استثمارية جديدة في أسواق الأوراق المالية، ومع تزايد إصدارات هذه الأدوات الاستثمارية

الإسلامية، برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من هذه الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في أسواق المال؛ مما دفع بالأطراف الفاعلة إلى معالجة التحديات العملية والشرعية، لإصدار وتداول هذه الصكوك، وفق صيغ عقود تمويلية إسلامية طويلة وقصيرة الأجل، لمواجهة تحديات تفعيل سوق رأس المال، خاصة فيما يتعلق بسيولة هذه الصكوك ومخاطرها وضماناتها.

ورغم حداثة الأدوات المالية الإسلامية المستعملة من صكوك وغيرها؛ فإنها ساهمت في تزويد السوق المالية بمنتجات جديدة مبتكرة تتوافق مع مبادئ الشريعة، من خلال رواجها في سوق الأوراق المالية والصدى الكبير الذي لاقته، من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف أنحاء العالم، وليس في العالم الإسلامي فحسب؛ إذ أصبحت الصكوك متاحة لجميع الأفراد والشركات والحكومات في دول أوربا وأمريكا وآسيا، وما حجم إصدارات الصكوك خاصة في دول جنوب شرق آسيا، مثل ماليزيا للدليل على نجاحها و قبولها من قبل المستثمرين والمدخرين.

إشكالية البحث:

يتناول هذا البحث، التطرق لدور الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها في أسواق الأوراق المالية، ويكون ذلك بمحاولة الإجابة عن إشكالية هذا البحث التي يمكن صياغتها على النحو الآتي:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية ؟

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

- ما مفهوم سوق الأوراق المالية؟ وما أدواتها؟ ماذا نعني بكفاءة سوق الأوراق المالية؟ ما هي وظائفها وأهميتها الاقتصادية؟
- ما مفهوم الصكوك الإسلامية ؟ هل توجد أنواع للصكوك الإسلامية ؟ ما هي قواعد وآلية إصدارها وتداولها؟ ما أهميتها الاقتصادية ؟ ما هي ضمانتها ومخاطرها؟
- ما إسهامات الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية؟

فرضيات البحث:

وللإجابة عن إشكالية البحث؛ تم بناء الفرضيات التالية:

- تساهم الصكوك الإسلامية في تنشيط أسواق الأوراق المالية بشكل إيجابي، وهذا لما تمتلكه من مقومات ذاتية ومرونة.
- يمكن لتوافر المعلومات في حينها أن يشكل العنصر الرئيس في إنشاء أسواق أوراق مالية تتميز بالكفاءة، وأنها ذات فاعلية إذا ما زيد فيها الأوراق المالية المصدرة والمتداولة كماً وحجماً.
- تمثل الصكوك الإسلامية أداة مالية حديثة، تخضع في إصدارها وتداولها في سوق الأوراق المالية لنفس الضوابط والأسس والهيكلة، التي تصدر بها باقي الأوراق المالية التقليدية الأخرى.
- توجد علاقة ارتباطية إيجابية بين إصدارات الصكوك الإسلامية ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية.

أهداف البحث:

- تتلخص أهم أهداف هذا البحث في ما يلي :
- تحديد ماهية سوق الأوراق المالية، ومدى إمكانية الوصول لتحقيق الفعالية لهذه الأسواق، مع تبيان المكانة المتنامية لهذه الأسواق والدور الذي تلعبه في إيجاد الأدوات التمويلية الحديثة لمختلف المؤسسات.
- إبراز دور الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها في أسواق الأوراق المالية، وتوضيح الفرق بين الصكوك والسندات التقليدية والأسهم بدراسة أهم صور إصدارها وتداولها، مع بيان لضوابطها وآلية إصدارها المتنوعة في أسواق الأوراق المالية.
- التوصل إلى تبيان الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في إيجاد أدوات تمويلية حديثة ومتنوعة، للحكومات والشركات تحل محل الأدوات الأخرى التقليدية؛ بما يسهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية ويزيد في فعاليتها.
- إلقاء الضوء على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتوضيح دور الجهات الرقابية في ذلك، وتحديد أثر واتجاه العلاقة بين الصكوك الإسلامية ومؤشرات السوق المالية، بدراسة حالة سوق الأوراق المالية الماليزية.
- الوصول إلى نتائج واقتراحات تثمّن التجربة الماليزية في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية ومدى نجاحها، لإمكانية تعميم هذه التجربة على سائر الأسواق المالية التقليدية الأخرى، حتى يعم النفع والرفاه.

أهمية البحث:

- تكمن أهمية البحث من أهمية الموضوع، فالصكوك الإسلامية تشهد تطوراً ونموً متسارعاً في الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة، وما تعرفه من عقد الندوات والمؤتمرات حولها لدليل على أهميتها، وما تعدل للقوانين بالسماح بإصدارها في أسواق المال العالمية على غرار إنجلترا وفرنسا، لمؤشر على أهمية هذه الأداة. وهنا تتجلى أهمية التطرق لهذا البحث من خلال الاعتبارات التالية:
- زيادة اهتمام اقتصادات الدول المتقدمة بالصكوك الإسلامية، والسماح بإدراج هذا النوع من الأوراق المالية بأسواقها، بالإضافة إلى سرعة انتشارها عالمياً، حيث لاقت رواجاً كبيراً وأحدثت نقلة نوعية في الاقتصاد الإسلامي.
- العمل على إبراز مساهمة أسواق الأوراق المالية في توفير للأدوات التمويلية الحديثة المبتكرة، مما يسهل من جذب المزيد من مدخرات الأفراد والشركات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية الجيدة، وما تتميز به هذه الأسواق من درجة كفاءة تسهم في إعادة تسييلها من جديد.
- إقبال دول غير إسلامية على إصدار الصكوك، مع تنبؤ لخبراء الاقتصاد بوصول حجم الإصدارات الكلية إلى آلاف المليارات من الدولارات في السنوات القليلة القادمة.

دوافع اختيار البحث:

- دفعت الباحث إلى اختيار هذا الموضوع عدة عوامل، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:
- حداثة الصكوك الإسلامية بحد ذاتها، يجعله موضوع حيويًا ومثيرًا للاهتمام، ومتابعة البحث في فروعه، وإن قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع بهذا العنوان، ساهمت بقسط كبير لاختياري له. فهي محاولة، من خلال هذه الدراسة، لتقديم رؤية معمقة للدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية، ومدى قدرتها على تحريك وتفعيل سوق الأوراق المالية.

- رغبة الباحث في معرفة الأدوات المحركة لأسواق المال التقليدية منها أو الإسلامية، وكيف يمكن إصدارها وتداولها، التعرف على تطبيقات الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية، من خلال توفير الدراسة لإطار منهجي لبحث العلاقة بين أثر إصدار الصكوك الإسلامية ومؤشرات سوق الأوراق المالية، وما يترتب عليه من تعميم لهذه التجربة. خاصة بعدما زاد الحديث عنها في مختلف وسائل الإعلام. مما زاد الفضول وشغف البحث والرغبة في المعرفة، والحاجة للتعلم، وسبيلا لاختيار الموضوع.

- المساهمة بتوفير دراسة متخصصة جادة وجديرة بالبحث؛ لأن هناك حاجة علمية وعملية ماسة لإبراز دور الصكوك الإسلامية في أسواق الأوراق المالية، تدعم به المكتبة الاقتصادية وتوفر المادة العلمية التي تكون لبنة لبحوث علمية أخرى.

نطاق البحث وحدوده:

الصكوك الإسلامية، كأداة تمويلية حديثة متفقة مع أحكام الشريعة، معرّفة في كتب الفقه وعديد الفتاوى المعاصرة وكثير من الدراسات والأبحاث؛ حيث نجد تفصيلاً لشروطها وأحكامها، وما تقوم به من دور في سوق الأوراق المالية. وتختص الرسالة بدراسة هذا الموضوع من الجوانب الاقتصادية والمالية في إطار القواعد المالية الإسلامية، ولا تُعنى بتفاصيل المسائل والخلافات الفقهية إلا بقدر ما يخدم الهدف الأساسي من الرسالة. ولذلك:

- سنتطرق في هذا البحث للصكوك الشرعية دون غيرها من الأسهم أو السندات؛
- البحث سيتناول دراسة دور الصكوك الإسلامية، دون غيرها من الأدوات المالية، في تنشيط سوق الأوراق المالية بالخصوص؛
- أخذ السوق المالية الماليزية، كمثال للدراسة دون غيرها من بلدان جنوب شرق آسيا، لكونها سوق مالية ناشئة، وكذا لأنها مركزاً مالياً كبيراً رغم حداثة سوقها المالي، بالإضافة لتمتعها بميزة الإبداع والابتكار في الأدوات التمويلية، من الفترة 1990 إلى 2012.

منهج البحث:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف البحث والإحاطة بمختلف جوانبه، فإن المنهج المتبع في هذه الدراسة يتمثل في المنهج الوصفي، وهذا من خلال عرض للجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية من أدوات وكفاءة أسواق الأوراق المالية، والصكوك الإسلامية من مفهوم وأنواع وأقسام وأهمية ووظائف، بالإضافة إلى قواعد وأسس إصدارها وتداولها. كما تطلب الأمر الاستعانة بالمنهج الاستقرائي، من خلال جمع البيانات المرتبطة بالموضوع، عند رصدنا لتطور إصدار الصكوك خلال الفترة 2000 إلى

2012

خطة البحث:

ينقسم البحث إلى ثلاثة فصول، وخاتمة. حيث تم تخصيص فيه الفصل الأول لسوق الأوراق المالية، والفصل الثاني نتحدث فيه عن الصكوك الإسلامية. والفصل الثالث تطبيقي، نتناول فيه لدور الصكوك في السوق المالية الماليزية.

حيث يتناول البحث في فصله الأول، "مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الاقتصادية". حيث يتم التعرض للإطار النظري لسوق الأوراق المالية من خلال تقديم مفهوم لها وشروط إقامتها وأقسامها وأنواعها والأطراف المتداخلة فيها

وأهميتها ووظائفها، كما يتطرق إلى الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق ولخصائصها وللأدوات المستحدثة ولمفهوم المؤشرات، وسيتناول سيولة سوق الأوراق المالية وأهميتها الاقتصادية وفرضية كفاءتها.

أما الفصل الثاني، والذي جاء تحت عنوان "الصكوك الإسلامية ضوابطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية"، سيتطرق لماهية الصكوك الإسلامية من خلال تقديم مفهوم لها، والفرق بينها وبين الأوراق المالية الأخرى وعرض خصائصها وأهم أنواعها، كما يتطرق إلى أهم شروط وضوابط إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها من الضوابط العامة والخاصة. ويستعرض آلية الإصدار وأركانها والأطراف المتعاملة والعلاقة بينهم، بالإضافة لخطوات ومراحل الإصدار. وسيبين الأهمية الاقتصادية لصكوك الإسلامية على المستوى الجزئي والكلّي، وكذلك أهم ضمانات ومخاطر الصكوك الإسلامية.

في حين سيُخصّص الجانب التطبيقي للبحث والذي سنحاول فيه بيان "دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية"، من خلال تقديم نبذة على التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية، ثم التعرض لطبيعة سوق رأس المال الماليزي، مفهومه ونشأته وأقسامه وللسوق المستحدثة للأوراق المالية الإسلامية، وكذلك لدور هيئات الرقابية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي، ثم عرض لمراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية ودوافع الاستثمار فيها، وندرس فيه أيضاً كيفية تفعيل سوق الصكوك في ماليزيا، من حيث حجم الإصدارات وعددها وقيمتها وتطور إصدارها مقارنة مع السندات، وأهم أنواع الإصدارات ودور القطاع الخاص في إصدار مختلف أنواع الصكوك، ثم دراسة أثر نشاط إصدار الصكوك الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية، وذلك من خلال دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك وأهم مؤشرات السوق.

الدراسات السابقة:

تعتمد هذه الدراسة، على مختلف الكتب التي تتحدث على هذا الموضوع، وأطروحات دكتوراه، ورسائل ماجستير، وتقارير لمختلف السنوات الصادرة عن عدة جهات تعنى بالصكوك وأسواق أوراق المال، والأوراق البحثية المختلفة المقدمة في عدة ملتقيات باللغة العربية والانجليزية، إضافة بعض المواقع الرسمية المتوفرة على شبكة الانترنت للحصول على المعلومات والإحصاءات. إن التطرق إلى موضوع الصكوك الإسلامية ودورها في سوق الأوراق المالية، من المواضيع الحديثة بغض النظر عن حداثة كلا المفهومين، فالصكوك لم تر النور إلا في العقدين الماضيين، وأما الأسواق المالية فيعود بها المطاف إلى مئات السنين ولكن الموضوع كما هو في أغلب المصادر المتوفرة حول هذا الموضوع التي استطاع الباحث الحصول عليها، لم يجد له الباحث ذلك التحليل المتعمق والشامل.

ومن بين الدراسات التي تناولت بعض جوانب هذا الموضوع نذكر:

- دراسة علي أرسلان طارق بعنوان: "إدارة المخاطر المالية للصكوك"، وهي رسالة ماجستير مقدمة إلى جامعة لوغمبروغ بالمملكة المتحدة سنة 2004. وركزت الدراسة على المخاطر الشرعية في المعاملات المالية، وأنواع الصكوك، وبعض التجارب العملية لبعض الدول في إصدار لبعض الصكوك، والمخاطر التي تتعرض لها الصكوك مركزاً في ذلك على المخاطر المالية فقط دون ذكر لأهميتها الاقتصادية ولا لدورها في الأسواق المالية.
- دراسة إسحاق الأمين حامد بعنوان: " الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها"، وهي رسالة ماجستير اقتصاد ومصارف إسلامية مقدمة إلى جامعة اليرموك-الأردن- سنة 2005، حيث أبرز الباحث في هذه الدراسة لمختلف أنواع

الصكوك الاستثمارية المتداولة حسب المعايير الشرعية وخصائصها، كما بين الباحث لعمليات إصدار وتداول وإطفاء الصكوك، ثم ركز الباحث على المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية وكيفية علاجها والوقاية منها، في حين لم يتطرق الباحث لدور الصكوك في السياسة الاقتصادية ولا لأهميتها، ولم تحمل الدراسة أي جانب تعرض فيه لآلية التصكيك، كما تفتقر الدراسة لجانب تطبيقي تحليلي لمكانة وحجم الصكوك المصدرة في الأسواق المالية .

- **دراسة أعدها الطالب أسامة عبد الحليم الجورية بعنوان: " صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"،** وهي رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية مقدمة إلى معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق سنة 2009، حيث تمثلت هذه الدراسة في أربعة فصول تناول فيها الباحث لأنواع الأوراق المالية التقليدية ثم تطرق لصكوك الاستثمار بتعريفها وتاريخ نشأتها وخصائصها وواجبات الرقابة الشرعية تجاه إصدار الصكوك و العمليات على الصكوك من بيع وإحارة ورهن وإطفاء للصكوك، كما استعرض الباحث لأنواع المختلفة للصكوك بالإضافة إلى تداولها وحجمها في الأسواق المال، وجاءت الرسالة مبرزة لأهمية الصكوك من الناحية الاقتصادية ولكل نوع من أنواعها، وناقشت الدراسة لأثر الصكوك على الاقتصاد الكلي ودورها في الاقتصاد المحلي والعالمي.

وبالرغم من أن هذه الدراسة بينت دور الصكوك الاستثمارية في الحياة الاقتصادية بصفة عامة، لم يتطرق الباحث بشيء من التفصيل لعمليات وآلية إصدار وتداول الصكوك ولا عن ضوابطها، ولم تتطرق الدراسة إلى حالة تطبيقية تم إصدار الصكوك بها، ولكن قدمت اقتراح بإصدار لنوع من الصكوك التنموية لتعمير الأراضي، وتقديم بعض الإحصاءات عن إجمالي إصدار الصكوك في العالم من حيث النوع والحجم والعملاء.

- **دراسة وحيدة أحمد ورفيزة مات ردزي بعنوان: " ديمومة الصكوك والسندات التقليدية أثناء الأزمة المالية: السوق المالية الماليزية "**. وهي عبارة عن بحث حول مدى استمرار إصدار الصكوك والسندات التقليدية أثناء الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008 بالتركيز على سوق السندات (المديونية الماليزية)، باستعمال ثلاثة متغيرات وهي معدل النمو الاقتصادي وسعر الصرف والسيولة الدولية وقياس مدى تأثيرها على إصدار السندات والصكوك، وتناولت الدراسة التعريف بالصكوك وإبرازها كأداة بديلة للتمويل ثم تطرقت لتطور سوق الصكوك الماليزية واختتمت بتحليل النتائج التي توصلت إلى أن العامل المؤثر بالدرجة الأولى يعود لمعدل الصرف، في حين أن معدل النمو الاقتصادي ونسبة السيولة الدولية لم يكونا لهما أي تأثير على إصدار السندات والصكوك. ولم تتطرق الدراسة إلى أثر إصدار الصكوك على سوق الأوراق المالية الماليزية، ولم تعتمد على أي مؤشر من مؤشرات السوق.

- **دراسة يسندها إبراهيم و محمد صبري مناع بعنوان: " السندات الإسلامية وأثر الثروة إثباتات من ماليزيا"،** الصادرة في مجلة إدارة الاستثمار والإبداع المالي، سنة 2009، حيث تناولت هذه الدراسة أثر الثروة الناشئة للسندات الإسلامية المصدرة، وأعتمد الباحثان في دراستهما على نسبة العائد غير المتوقع من مجموعة من الإصدارات من السندات الإسلامية والتقليدية وباستعمالها لخمسة متغيرات وخلصت الدراسة إلى أن أثر الثروة للسندات الإسلامية المصدرة المعلن عنها يكون إيجابيا عندما يكون التأثير متأتيا من الفرصة الضائعة للاستثمارات المصدرة، وسلبيا عندما يكون متأتيا من حجم الإصدارات وحجم الشركة المصدرة وإذا كان هذا الإصدار موافقا عليه من قبل هيئة الأوراق المالية.

في حين ركزت هذه الدراسة على جانب الثروة التي يتحصل عليها حملة الأسهم في سوق الأوراق المالية الماليزية عند إصدار السندات التقليدية أو الإسلامية، فلم تشمل الدراسة للأثر الكلي لهذه الإصدارات على سوق الأوراق المالية الماليزية.

- دراسة كريستوف ج. قودلوسكي، ربما ترك عريس، لورن وايل بعنوان: "هل الأسواق تتلقى الصكوك والسندات التقليدية على أنها أدوات مالية مختلفة؟" بحث منشور في BOFIT DISCUSSION PAPERS G.2011 معهد الاقتصاد في تحول التابع للبنك الفنلندي الصادرة في 2011/04/04. حيث تعرض هذا البحث إلى ردة الفعل المختلفة للمستثمرين في سوق الأوراق المالية الماليزية عند إعلان إصدار الصكوك والسندات التقليدية. حيث اعتمدت الدراسة على مجموعة من الإصدارات من الشركات العامة الماليزية للصكوك والسندات، وذلك بتحليل لنسبة العائد غير المتوقع لهذه الأوراق المالية وتأثيره في مؤشري السوق وهما FBMS و FBM EMAS وخلصت هذه الدراسة التطبيقية إلى أن سوق الأوراق المالية 'سوق الأسهم' تتجاوب حيادياً تجاه إعلان إصدار السندات التقليدية، وتتفاعل بسلبية لإعلان إصدار الصكوك، وكذلك أن سوق الأوراق المالية تتميز بين إصدارات الصكوك والسندات، غير أن هذه الدراسة لم تشمل على إصدارات الشركات الخاصة، وعدم وجود تداول للصكوك في السوق الثانوية.

- دراسة زياد جلال الدماغ بعنوان: "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية" وهي رسالة دكتوراه مقدمة إلى الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، منشورة سنة 2012، وجاءت في بابين، الأول مخصص للصكوك الإسلامية وتطبيقاتها في النظام الاقتصادي الإسلامي، بعرض مفهومها وأنواعها ومخاطرها ومراحل عملية التصكيك، في حين تعرض الباب الثاني لتطبيقات الصكوك واستخداماتها في القطاعات الاقتصادية المختلفة، بالإضافة لتطرق الباحث للتجربة الماليزية المعاصرة في إصدار وتداول الصكوك، بإجراء لاستبيان على العاملين في البنوك والمؤسسات المالية العاملة في مجال الصكوك بطرح أسئلة حول أنواع وضوابط وتطبيقات الصكوك في القطاعات الاقتصادية والمالية. وخلصت هذه الدراسة الميدانية إلى أن هناك علاقة وطيدة بين نجاح الصكوك والعوامل السابقة، غير أن هذه الدراسة لم تركز على حجم وقيمة الإصدارات من الصكوك ولا تأثيرها في مؤشرات سوق الأوراق المالية بل اعتمدت على أجوبة العنصر البشري في تحليلها.

صعوبات البحث:

- عند تناولي لهذا الموضوع ، واجهتني بعض الصعوبات والعوائق منها:
- ندرة الدراسات المتخصصة، فدراسة مثل هذا الموضوع المعاصر المستجد، من الصعوبة بمكان من حيث عدم توافر مراجع كافية في الموضوع، ويمكن إرجاع سبب هذه الندرة إلى حداثة هذا الموضوع.
 - صعوبة الحصول على نسخ لكتب مصدرة حديثاً حول الصكوك الإسلامية، وهذا لكونها محل النشر، مما دفعني للاستئجار بالأوراق البحثية، التي أسهبت في تطرقها لهذا الموضوع.
 - في دراستنا لسوق الأوراق المالية الماليزية كان أكبر عائق هو عدم قدرتنا على الحصول على المعطيات اللازمة من المواقع الرسمية للبورصة الماليزية، وذلك لوجوب اشتراك مع دفع لتكاليف الحصول على معلومات، وكذلك بالنسبة لموقع معهد الخدمات المالية الإسلامية IFIS.

الفصل الأول:

مفهوم سوق الأوراق المالية

وأدواتها وكفاءتها وأهميتها

الإقتصادية.

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الإقتصادية الحديثة، نظرا لما تقوم به من وظائف ومهام تمثل حلقات نماء القطاع المالي في أي دولة.

فحظيت أسواق الأوراق المالية على قدر بالغ من الأهمية من طرف الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وهذا لما توفره من ميكانيزمات وما تقوم به من دور هام في حشد مدخرات الأفراد والمؤسسات، وتوجيهها في قنوات استثمارية لأصحاب المشروعات المختلفة، والتي توفرها لهم مختلف أقسام أسواق الأوراق المالية، رسمية كانت أم غير رسمية، بالإضافة لتمييزها بخصائص ووظائف تقوم بأدائها، لجذب المزيد من المتعاملين فيها وما تحققه من منفعة للأطراف المتدخلة فيها.

فسوق الأوراق المالية كغيرها من الأسواق، تتوفر على أدوات مالية تعمل على تحريكها وتنشيطها لما تمتاز به من خصائص، تسمح لها بأن تكون ملاذا آمنا لحماية مدخرات الأفراد والشركات، وزيادة إتساع وعمق سوق الأوراق المالية، وما توفره من ميزة إختيار لنوع الورقة المالية المراد الإستثمار فيها، تقليدية من أسهم وسندات، أو حديثة من الأنواع المختلفة للمشتقات أو الأوراق المضمونة بأصول، كان التطور المالي سببا في ظهورها.

فوجود لسوق أوراق مالية مزدهرة من حيث حجم التعاملات وسرعت دوراتها، يؤدي بنا لمعرفة درجة كفاءة هذه الأسواق ومدى توفر المعلومة ونسبة الإفصاح عن البيانات المالية بها، للحكم على مدى سلامة واستمرارية هذه الأسواق في أداء وظائفها ومهامها، وفي وجود لشروط واجب توافرها لإقامة سوق أوراق مالية تتصف بالنشاط والفعالية.

ويهدف هذا الفصل إلى تعميق المعرفة بالجوانب النظرية المتعلقة بطبيعة الأسواق المالية، حيث قمنا بتقسيمه إلى المباحث

الآتية:

المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية وأهميتها الإقتصادية.

المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الفروع الرئيسية للسوق المالية، فقد شهدت السوق المالية ولازالت، تطورات على صعيد بنيتها وتنظيماتها ووظائفها، ساهمت في جذب العديد من المستثمرين أفرادا وشركات وحكومات في مختلف فروع السوق المالية. فالوظيفة الأساسية للأسواق المالية، تتمثل في تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتزداد أهميتها وتبلور ضرورتها في الاقتصاديات التي تتسم بحرية المعاملة والمبادرة. وسنناقش في هذا المبحث السوق المالية بصورة عامة، وسوق الأوراق المالية ووظائفها بصورة خاصة، وذلك في مطالب ثلاثة:

المطلب الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية.
المطلب الثاني: مفاهيم عامة عن أسواق الأوراق المالية.
المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية وخصائصها وأعضائها.

و يمكننا أن نستهل بمفاهيم عامة عن الأسواق المالية، وذلك من خلال المطلب الأول.

المطلب الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية

يتناول هذا المطلب لمفهوم السوق المالية في اللغة والإصطلاح وأنواعها، بالإضافة إلى ذكر للعناصر المتدخلة في هذه السوق، و يتم ذلك من خلال التعرض للعناصر التالية:

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية
الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية
الفرع الثالث: العناصر المتعاملة في السوق المالية

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية

إن وجود سوق مالية، يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة الإقتصادية المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية العاملة فيه. فوجب التعرف على مفهومها لغة واصطلاحا حتى يتم ضبط معناها جيدا. أولا: مفهوم السوق والمال في اللغة والإصطلاح
نقدم فيما يلي لمفهوما السوق والمال لغة واصطلاحا.

1 - مفهوم السوق لغة:

السوق في اللغة "تذكر وتؤنث، مشتقة من سوق الناس بضائعهم، والجمع أسواق، وتصغير السوق: سوقية. وسوق الحرب: حومة القتال. وسمي السوق سوقا لإنفاق السلع فيه. والسوق -بفتح السين- المهر، وقيل للمهر سوق، لأن العرب كانوا إذا تزوجوا ساقوا الإبل والغنم مهرا"¹، وهذا لأنها تشكل معظم أموالهم.

¹ أحمد الشرباصي، المعجم الإقتصادي الإسلامي، دار الجليل، بدون مكان نشر، 1981، ص231.

وقد استعملت كلمة سوق في القرآن الكريم:

فورد قوله تعالى: ﴿وقالوا مال هذا الرسول ياكل الطعام ويمشي في الأسواق﴾¹، وقوله تعالى: ﴿وما أرسلنا قبلك من المرسلين إلا إنهم ليأكلون الطعام ويمشون في الأسواق﴾².

2 - مفهوم السوق في الاصطلاح الإقتصادي: ومن بين التعاريف لهذا المصطلح، نذكر منها:

المفهوم الإقتصادي للسوق، ونعني به "المؤسسات والإجراءات التي تجمع بين بائعي ومشتري (الأوراق المالية، سلع، خدمات....)، سواء تم ذلك داخل السوق المنظمة، أو تم داخل السوق الغير منظمة، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، عن طريق سماسرة، أو وكلاء"³.

وكانت كلمة السوق تطلق على المكان المعروف الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعة معينة، وتستعمل في الإصطلاح الإقتصادي المعاصر، في معاني أوسع إذ يكفي وجود تعامل على سلعة أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق، سواء تم هذا التعامل بالإلتقاء المباشر بين البائعين والمشتريين، أو بأي وسيلة من وسائل الإتصال الحديثة.

3 - مفهوم المال لغة:

المال في اللغة " معروف، وهو ما ملكته من جميع الأشياء، أطلق على كل ما يكتني ويملك من الأعيان. والمال معروف، و هو اسم للقليل و الكثير من المقتنيات، وكانت العرب تطلقه على الإبل، لأنها كانت أكثر أموالهم. وجمع مال: أموال، ورجل ميل ومال: كثير المال، وقد مال، بمال ويمول"⁴.

4 - مفهوم المال اصطلاحا:

وفي الإصطلاح المال هو " كل ما يملك و ينتفع به، وتحتوي كلمة مال مفهوم الملكية، كما تعني الكلمة ميل الطبع إلى ما ينتفع به"، وعرف أيضا "أنه ما يمكن حيازته وإحرازه والإنتفاع به والتصرف فيه تصرفا يستقل فيه المالك"⁵. كما يطلق لفظ مال على " كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا، أيا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال"⁶. وبهذا تم تقديم معنى كل من السوق والمال لغة وإصطلاحا، وفيما يأتي مفهوم السوق المالية إصطلاحا.

¹ سورة الفرقان، الآية 7.

² سورة الفرقان، الآية 20.

³ شعبان محمد إسلام البروازي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2002 ص 27.

⁴ أحمد الشرباصي، مرجع سابق، ص 448.

⁵ محمود محمد حمودة، الإستثمار والمعاملات المالية في الإسلام، الطبعة الثانية، الورق للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 13.

⁶ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، الطبعة الأولى، كنوز أشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 32.

ثانياً: مفهوم السوق المالية اصطلاحاً:

تقام السوق المالية، نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية لبعض الفوائض المالية، التي قد لا تحتاج إليها في زمن معين، وقد ترغب في توظيف هذا الفائض بدلاً من الإحتفاظ به في صورة نقدية، في حين توجد على الجانب الآخر وحدات اقتصادية أخرى بحاجة لموارد مالية، وتسعى في طلب هذه الفوائض لسد عجزها ومواصلة نشاطها الإقتصادي¹.

1 - ماهية السوق المالية:

يقوم السوق المالي بأداء دور محوري في الإقتصاد المعاصر لما يمثله من "قناة للربط المالي، بين المدخرات المتدفقة من العوامل والأعمال إلى متطلبات الإنفاق من استثمار واستهلاك"²، فالسوق المالي يعد قلب النظام الاقتصادي، إذ يستقطب ويجول المدخرات إلى أصول مالية من أسهم وسندات.

كما عرف بعض الإقتصاديين السوق المالية، بكونها تلك "السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية من أسهم وسندات" وهذا المفهوم الضيق للسوق المالية، والبعض الآخر عرفها بأنها أوسع من ذلك بإضافة المؤسسات والوسطاء الماليين الذين يتعاملون في الاقتراض الطويل الأجل³.

غير أن المفهوم الذي سوف نتطرق له، يتضمن أيضاً لما سبق أن "سوق المال تعتبر بمثابة آلية، يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الفئات الاقتصادية المدخرة التي تتوفر على أموال أكثر مما تستهلكه وتمثل جانب عرض الأموال، إلى الفئات الإقتصادية التي تعاني نقص في مواردها المالية، ظريفي كان أو دائم، وهذا يمثل جانب الطلب على الموارد المالية"⁴.

فالسوق المالية هي "وسيلة - ينتفي فيها شرط المكان-، يلتقي من خلالها المستثمرون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الإهتمامات المادية والمهنية، بالأدوات الرأس مالية والنقدية أو بالصراف الأجنبي، بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة حقيقية كانت ومالية ونقدية، لفترات متباينة - طويلة وقصيرة-، تخضع لقوانين وتعليمات وأنظمة وإلى حد ما لعادات وتقاليد وأعراف معتمدة من بعض المجتمعات محلياً ودولياً"⁵.

كما يمكن تعريف سوق المال، بتلك "الآلية الإئتمانية التي يمكن من خلالها، حشد وتجميع وتوجيه إدخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الإستعمال الإنتاجية وغير الإنتاجية"⁶.

2 - تعريف الباحث للسوق المالية:

أما التعريف الذي وقع عليه اختيارنا، فهو الذي يجمع بين ما تقدم من تعريفات، في نسق جامع مانع بما يفصح عن ماهية هذه السوق والدور الذي تلعبه:

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 18-19.

² مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار رسلان، دمشق، 2009، ص: 65.

³ عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص: 11.

⁴ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 15.

⁵ هوشيار معروف، الإستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص: 58.

⁶ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص: 16.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وخصائصها وأهميتها الإقتصادية

السوق المالية، هي الإطار أو التنظيم الذي يشمل جميع المعاملات المالية، التي يقوم بها البائعون والمشترون -مع عدم إلزامية المكان- بإستعمال لأدوات مالية طويلة الأمد أم قصيرة، تستقطب من خلالها مدخرات الأفراد والمؤسسات والحكومات، بتحريك لرؤوس الأموال لتلبية احتياجات ومتطلبات الوحدات الإقتصادية المختلفة. ولعل أبرز ما تقوم به سوق المال، هو تعبئة المدخرات وتجميعها في قنوات إقتصادية بكفاءة، تعتبر من أهم الأهداف التي تسعى السوق المالية الوصول إليها. وذلك بتطوير سوق المال، إما في جانب العرض بتشجيع إنشاء مؤسسات وشركات مالية تعمل ضمن إطار هذه السوق، وخلق وابتكار لأدوات مالية جديدة تلي رغبات المستثمرين وتحفزهم على التعامل بها، أو من جانب الطلب، وذلك بتوفير المناخ الملائم سياسيا وتحسين الظروف الإقتصادية المشجعة للإستثمار، ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وما يترتب من فوائد لهم، ونشر المعلومات الخاصة بالسوق وتطوراتها إلى كافة الأطراف وقطاعات الأعمال المختلفة¹.

3 - مكونات السوق المالية:

ومن عرضنا السابق لمفهوم السوق المالية، تتكون هذه الأخيرة من جزئين رئيسيين²:
الجزء الأول، وفيه يتم عرض الأموال والطلب عليها، في سوق الإصدار وذلك عن طريق إصدار للأدوات المالية لأول مرة وتعرف بالسوق الأولية.
في حين الجزء الثاني، وفيه يتم تداول هذه الأدوات بيعا وشراء، لعدة مرات متتالية، وتسمى بالسوق الثانوية، وتنوع وتتفرع هذه الأدوات نظرا لأجل إستحقاقها، فالأدوات المالية ذات المدى المتوسط والطويل، كالأسهم والسندات، والمدى القصير كأذون الخزانة.

الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية

يمكن أن نميز، داخل أي اقتصاد بين مختلف الأنواع من المعاملات المالية، منها ما هو قصير الأجل والآخر طويل الأجل، ويمكن تصنيف الأسواق المالية، من حيث أنواع الأدوات الإستثمارية وخصائصها وسياستها، وإلى نوع العملة المستعملة في التداولات، ومن أهمها ثلاثة أسواق رئيسية³ هي: أسواق رأس المال، الأسواق النقدية، أسواق الصرف الأجنبي. وفيما يلي تعريف لكل نوع من هذه الأسواق.

أولا: أسواق رأس المال:

إن أسواق رأس المال، تمثل محور العملية الإستثمارية في الأسواق المالية، وذلك حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات مالية والعكس صحيح، وتستمر لفترات طويلة نسبيا وتحمل عوائد مستقرة ومنتظمة غالبا.

¹ راجع: عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص9.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص40.

³ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص68.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

وجاء في بعض التعريفات لسوق رأس المال، على أنها الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين للمال طويل الأجل، والطلبين أو المقترضين الذين في حاجة إلى أموال لفترة طويلة نسبياً، بالإضافة لوجود عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين من بنوك الإستثمار وشركات التأمين والبنوك المتخصصة وصناديق المعاش والإدخار، التي تعمل بالأساس على إقراض الغير بنفسها¹. وسميت بسوق رأس المال، لكونها "السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات، لتكوين رأس المال في مشروعاتهم الإنتاجية"².

في حين تناول بعض الكتاب، لتعريف سوق رأس المال بمزيد من الإفصاح والتوضيح فقالوا: "أسواق رأس المال هي الأسواق التي تتعامل في أدوات الدين طويلة الأجل وكذا الأسهم، والغرض الأساسي منها تحويل المدخرات إلى إستثمارات، لذلك فإن الأوراق المالية المتعامل عليها في هذه الأسواق، هي تلك التي تستحق بعد مدة تزيد عن عام، أو تلك التي ليس لها تاريخ استحقاق كما هو الحال بالنسبة للأسهم. وتضم هذه السوق الأوراق المالية الحكومية طويلة الأجل والتي يمكن تسيلها بسهولة، وكذا سندات الشركات، وأسهمها، وسندات البلدية التي تصدرها الدولة أو الحكومات المحلية فضلاً عن سندات الخزنة وسندات الرهن العقاري"³، وصكوك الإستثمار الإسلامية بأنواعها.

ومجمل القول، أن سوق رأس المال تؤدي دور بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية، فهي تعكس مستوى الركود أو الإنتعاش أو التقدم والرخاء أو التخلف، وأن أحد رافدي هذه السوق، هي سوق الأوراق المالية، والتي تعد حجر الزاوية على خريطة سوق المال، وغياها عن ساحة النشاط الإقتصادي في عالمنا المعاصر لا يمكن تصوره.

ثانياً: سوق النقد:

وهي الشق الآخر لسوق المال، ويتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي لا يتعدى فترات استثمارها سنة واحدة غالباً، وتتميز بسرعة وسهولة تحولها إلى سيولة فورية.

حيث تيسر عقد الصفقات بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز المؤقت، من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل، ومن أهم المؤسسات التي تنشط في هذه السوق، نجد السماسرة والبنوك التجارية والجهات الحكومية⁴ ممثلة في البنك المركزي وبنوك الإستثمار وشركات التأمين.

فقد جاء في تعريف سوق النقد، بأنها "تلك السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية قصيرة الأجل، والسلعة التي يتم تداول عليها هي الإئتمان Credit وأما المشترون فهم وسطاء الأوراق التجارية Brokers Bill، وبيوت القبول والخصم، أما البائعون فهم البنوك عادة"⁵. وتتميز أدوات الأسواق النقدية في قدرتها على تجميع المدخرات السائلة وفي خلق الإستثمارات قصيرة الأجل، حيث تعتبر أكبر أمناً من سوق رأس المال لإمكانية توقع نسبة المخاطرة. وتعد البنوك التجارية أكثر نشاطاً في هذه السوق، إذ تتوسط فيها رغبة في تحقيق عوائد مجزية نسبياً بإقراض أموالها الفائضة أو تسهم في تعديل مركز سيولتها من خلال الإقتراض.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص17.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص:40.

³ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص24 نقلاً عن Charles Henning, William Pigott, financial market and the economy, 3rd ed.

⁴ راجع: عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010، ص93.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص22.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

كما تستخدمها السلطات الحكومية ممثلة في البنك المركزي، لتطبيق سياسة نقدية انكماشية كانت أم توسعية، بشراء أو بيع للأدوات المالية المتداولة أو الأوراق المصدرة من طرفها، للحفاظ على التوازنات الإقتصادية لهذه الحكومات.

1 - مكونات السوق النقدية:

وينقسم سوق النقد إلى فرعين، على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما¹:

أ - سوق الخصم أو السوق ما بين البنوك: ويعد السوق الذي يتم فيه خصم الأدوات المالية قصيرة الأجل، ومن أمثلتها: الأوراق التجارية العادية (الكبيالات والسندات الأذونية)، القبولات المصرفية، أذون الخزانة. ويتأسس البنك المركزي جلسات هذه السوق ويعد كأحد الفاعلين فيه، بالإضافة إلى البنوك التجارية التي تعرض أوراقها لإعادة الخصم لدى البنك المركزي.

ب - 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 أم أفراد من ناحية، والبنوك التجارية وبعض مؤسسات المالية المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

2 - أهمية السوق النقدية:

تكتسب السوق النقدية أهمية بالغة في توفير الائتمان قصير الأجل، وتكمن هذه الأهمية في²:

أ - تأمين السيولة النقدية وأدوات الدفع الأخرى، لاحتياجات الأنشطة الإقتصادية للمشروعات القائمة من التمويل قصير الأجل، كما توفر إحتياجات الأفراد من الائتمان الإستهلاكي.

ب - مواجهة زيادات الإنفاق الحكومي عن الإيرادات بطرح أذون الخزانة للإكتتاب.

ج - تمكن البنك المركزي من ممارسة وظيفة الرقابة على الائتمان، وتسمح بتوظيف الموارد النقدية الفائضة لدى البنوك التجارية.

ثالثاً: أسواق الصرف الأجنبي:

وهي تمثل الفرع الثالث للسوق المالية، حيث تشمل هذه الأسواق على كافة المعاملات المتعلقة بتبادل العملات الأجنبية وتحدد أسعار صرف العملات المحلية.

فهي الأسواق التي " تسهل العمليات التجارية والمالية، يباع أو شراء، للسلع أو الخدمات، للأصول الحقيقية أو المالية، يتم بموجبها تبادل العملات الأجنبية لتحديد أسعارها"³. وتتم عن طريق وسائل الإتصال الإلكترونية الحديثة من هاتف، فاكس وغيرها.

¹ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص 94.

² محمد مطر، إدارة الإستثمارات، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص ص: 197-198.

³ Fleuriet Michel et Simon Yves, bourse et marchés financiers, deuxieme édition, economica, paris, sd ,p.47

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

فالتطور الحاصل في أسواق الصرف بعد تبني نظام الصرف العائم في سنة 1973، أدى إلى تميزها لأسواق حاضرة تتم فيها المعاملات الفورية على العملات، أما في الأسواق الآجلة، فالمعاملات تهدف بشكل أساسي لحماية المتعاملين فيه من مخاطر تقلبات سعر الصرف أو لتحقيق عوائد مربحة لهم¹ عن طريق المضاربة في عملة أو عملات معينة.

فالإنفتاح الإقتصادي الذي عرفته الأسواق المالية من جهة، وتنامي النشاط الدولي للشركات والمؤسسات المالية من جهة أخرى، ما زاد إلا في تعزيز دور أسواق الصرف، من حيث حجم المعاملات اليومية على العملات القابلة للتحويل، مما أدى إلى تمايز سوقين، أحدهما للجملة أو دولي، تدخل فيه البنوك الكبيرة ذات البعد الدولي بالدرجة الأولى كصناعة للسوق، مع البنوك المركزية للدول -عند دخولها في الشراء أو البيع-، أما السوق الآخر فهو سوق التجزئة أو محلي، ويجمع هنا البنوك التجارية بزبائنهم، والتي يكون حجم وقيمة الصفقات المبرمة فيها صغيرة نسبياً ومتقطعة مقارنة بسوق الجملة، غير أن بعض الشركات الغير مالية والمستثمرون التأسيسيون، الذين يمتلكون فوائض مالية معتبرة يمكنهم التعامل مباشرة مع صناع السوق من البنوك الكبرى².

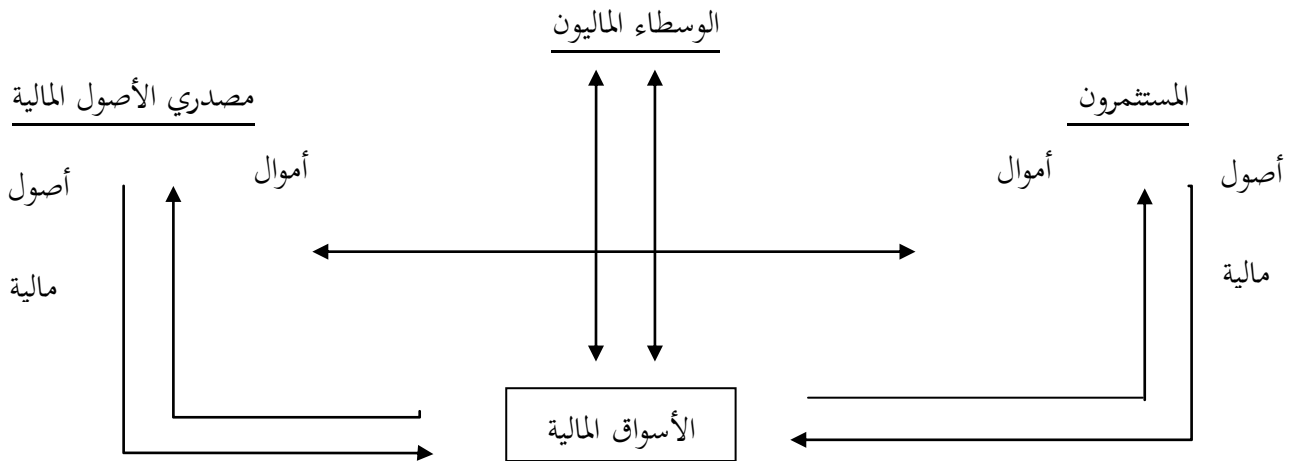
الفرع الثالث: العناصر المتعاملة في السوق المالية

تظم السوق المالية، العديد من المتعاملين الأساسيين والأطراف المشاركة في أي نظام مالي معين، من العناصر أو الوحدات الطالبة للأموال -التي تصدر الأوراق المالية- والتي تعرف بالمقرضين، وتضمن بالخصوص قطاع الأعمال والحكومة وهذا لما تسجله من عجز دائم في مواجهة مصروفاتها، تقابلها العناصر أو الوحدات العارضة للأموال -سيولة أو نقدية فائضة- والتي تعرف بالمقرضين، وتضم بالأساس وحدات من القطاع الأعمال إلى جانب القطاع العائلي.

ولكي تتم عملية المقاربة بين الطرفين، يتعين توافر الوسطاء الماليين، الذين يقومون بدور نقل للموارد المالية من فئة المدخرين إلى المستثمرين وذلك وفق أسس وقواعد تحكم هذه المعاملة. ويمكن تمثيل المتعاملون في السوق المالية من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (1): المتعاملون الرئيسيون في السوق المالية.

المتعاملون الرئيسيون في السوق المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 45.

¹ Simon Yves et Delphine Lautier, finance internationale, sixieme édition, economica, paris, 2006, p.284

² Fleuriet Michel et simon yves, bourse et marchés financiers, Op Cit.p.51.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

و من بين أهم الفئات الرئيسة من الفاعلين أو المتعاملين في السوق المالية نجد:

أولاً: المقترضون النهائيون أو الطالبون للأموال:

الطالبون للأموال، هم الذين يحصلون على الأموال اللازمة من المدخرين بالإقتراض في السوق المالي، ويتم ذلك عادة بإصدار لأوراق مالية تستخدم حصيلتها في سد عجز الوحدات المالية التي تريد أن تنفق أكثر من دخلها العادي الجاري¹، حيث كانت الحكومات أول السابقين إلى إصدار الأوراق المالية بتشكيل الدين العمومي، ولكن في "اليوم الحاضر أصبحت الشركات الخاصة كذلك من بين المصدرين الأكثر نشاطاً في السوق المالي"²، وذلك قصد تعظيم أرباحها وقيمتها السوقية على المدى البعيد، فعمدت الشركات على زيادة استثماراتها الانتاجية، بإحلال المعدات القديمة المهتلكة بمعدات حديثة وحديثة وتوسيع نشاطها بإستحداث فروع لها. ويتم طلب الأموال من طرف المقترضين بأحد الشكلين³ إما بالإقتراض من البنوك - الإقتراض المباشر-، وإما إصدار سندات مديونية أو أسهم ملكية جديدة.

ومن أمثلت المؤسسات والشركات التي تعمل على الحصول على أموال المدخرين بإصدار الأوراق المالية، صناديق الإستثمار وشركات التمويل والشركات العامة والخاصة⁴.

1 - صناديق الإستثمار:

تحصل صناديق الإستثمار على الأموال بتجميع ودائع كل من الأفراد والمؤسسات وذلك بإصدار الأسهم تمثل نسبة ملكية في هذا الصندوق، وتستثمر حصيلة الأموال المجمعة في شراء أوراق مالية أخرى متوفرة في السوق وتدفع عوائد على هذه الأوراق للمساهمين في الصندوق بحسب مشاركتهم فيه⁵. ومن العوامل التي أسهمت في جاذبية هذه الصناديق وأسهمت في انتشارها:

- وجود تنوع في أسهم هذه الصناديق، مما يسمح بتسييلها بسرعة أكبر.

- توفيرها على درجة عالية من التسيير الكفء والمريح.

2 - شركات التمويل:

تعمل هذه الشركات على تجميع المدخرات، من خلال إصدار الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وعادة ما توجه هذه الأموال إلى تمويل احتياجات الأفراد الإستهلاكية أو تمويل المشروعات الصغيرة⁶.

3 - الشركات العامة والخاصة:

وهي تلك الشركات- التجارية، الصناعية، الخدمية - التي تصدر أوراق مالية بهدف تمويل إستثماراتها الجديدة أو مشاريعها التوسعية أو تمويل فروع جديدة لها.

4 - الحكومات:

تلجأ الحكومات إلى إصدار أوراق مالية عادة السندات، وهذا لتلبية إحتياجاتها الإنفاقية لسد العجز في موازنتها العامة.

¹ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص69.

² Fleuriet Michel et simon yves, Op Cit, p187

³ محمد البناء، أسواق النقد والمال، زهراء للنشر، مصر، 1996، ص24.

⁴ راجع: أحمد أبو الفتوح علي الناقبة، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص25.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص50.

⁶ أحمد أبو الفتوح علي الناقبة، مرجع سابق، ص25.

ثانيا: العارضون للأموال أو المقرضون :

العارضون أو المقرضون، فئة مصدرية للأموال في السوق ويعرفون بالمستثمرين أفراد أو شركات، والذين يزيد دخلهم النقدي عن إنفاقهم ومصاريفهم، ويرغبون في توظيف مدخراتهم أو فوائضهم المحققة بالإقتراض المباشر، أو بشراء الأوراق المالية التي تحقق لهم العائد المرغوب فيه¹، بالمفاضلة بين السيولة والمخاطرة والعائد المرتقب. ويتم عرض الأموال بطريقتين، الأولى الإقتراض الغير المباشر، والذي يتمثل في فتح حساب ادخاري بأحد فروع البنوك لإيداع الأموال الفائضة مقابل نسبة فائدة. والطريق الثاني المباشر بشراء وتملك مختلف الأوراق المالية المتوفرة في السوق المالي من أسهم، سندات، حصص صناديق الإستثمار، حصص صناديق التقاعد. ويعرف المختصون الذين يقومون بعمليات تسيير الفوائض المالية في السوق المالي بالمستثمرين التأسيسيين، وذلك لما يتمتعون به من وفرة مالية معتبرة، تجعلهم من الأطراف الفاعلة في أي سوق يدخلون إليه والحركية التي ينعمون بها تداول الأوراق المالية². ومن أهمها صناديق الإستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين، على أن توظف مدخرات وأموال ومعاشات وأقساط التأمين المدفوعة إليهم بشكل جيد مع مراعاة جانب العائد والمخاطرة في الإستثمارات المراد الدخول فيها.

1 - صناديق التقاعد:

تعتبر صناديق التقاعد مؤسسات اجتماعية واقتصادية، إضافة إلى كونها مؤسسات ادخار واستثمار. وتلعب هذه الصناديق دورا فاعلا في الأسواق المالية باعتبارها مؤسسات استثمارية كبيرة، وتصنف ضمن المستثمرين التأسيسيين، وهذا لمساهماتهم في استقرار الأسواق المالية ولإبتعادهم عن طابع المضاربة والريح السريع، في حين توفر الأسواق لفرص استثمارية مناسبة لهذه الصناديق من حيث تنوع استثماراتها وزيادة عوائدها، مع الأخذ في الإعتبار سيولة سوق الأوراق المالية³، مما يساهم في زيادة عمق الأسواق المالية، وتحسين أداء الشركات التي تملك أسهما لها لما توفره من استقرار لها.

2 - شركات التأمين:

تعد شركات التأمين شركات مالية تجمع مواردها على فترات سنوية وعلى أساس تعاقدية، وتستطيع التنبؤ بدرجة معقولة من الدقة بمقدار ما ستدفعه من موارد لصالح المتضررين في السنوات القادمة. وتتوفر على أموال فائضة مما يجعلها تميل إلى إستثمار أرصدها في الأوراق المالية طويلة الأجل من أسهم وسندات بالإضافة إلى القروض العقارية.

ثالثا: الوسطاء الماليون:

تعمل فئة الوسطاء الماليون بشكل حيوي ومهم للتقريب بين أصحاب الفائض المالي من المدخرين، وأصحاب العجز المالي المقترضون أو المستثمرون في شراء وبيع الأوراق المالية، في مقابل تقاضي رسوم أو عمولة⁴ من الطرف الذي يعمل من أجله كوكيل. فالتعامل في أسواق المال لا يكون مباشرة بين صاحب العجز والفائض ولكن من خلال الوسطاء الماليين، فكل من المستثمرين أو المدخرين لا يقومون عمليا بالدخول مباشرة إلى سوق الأوراق المالية، والقيام بنفسه بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية ولكن التعامل يكون محصور في الوسطاء الذين ينفذون أوامر عملائهم طبقا للإتفاقات المكتوبة بينهم.

¹ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص70.

² Fleuriet Michel et simon yves, Op Cit, p.203

³ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص83.

⁴ محمد البناء، مرجع سابق، ص25.

1 -وظائف الوسيط المالي: ويمكن إجمال وظائف الوسيط المالي فيما يلي¹:

- أ - تخفيض المخاطر: يعمل الوسطاء على تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون الأفراد، من خلال تحويل وتوزيع للأوراق المالية عالية الخطورة (قروض المقترضين) إلى أوراق مالية منخفضة الخطورة (مدخرات المقترضين).
- ب - تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات: يتميز عمل الوسطاء بكثرة العمليات والصفقات المبرمة في اليوم الواحد، مما يؤدي إلى تقليل تكاليف المعاملات المرتبطة بالأوراق المالية التي تتم بين المقترضين والمقرضين .
- ج -توفير السيولة ونقل أجل الاستحقاق: من أهم الأدوار التي يقوم بها الوسطاء، الموافقة بين رغبات المدخرين في مطالبتهم بمعدل عائد مرتفع من المقترضين على المدى الطويل مقارنة بالمدى القصير، وان لم تتم هذه المعادلة كما ينبغي ينتج عنه خلل في توفير السيولة وتسيير استحقاقية الأموال وهو الدور الرئيس للوسطاء الواجب القيام به على أحسن وجه.
- د - توفير آلية لسداد المدفوعات: للوسطاء الماليين القدرة على الوعد بإلتزاماتهم إتجاه المستثمرين بدون إستخدام للأموال السائلة، ويظهر هذا الدور بشكل واضح في مؤسسات الإيداع التي يمكن تحويل الأصول التي لا يمكن إستخدامها في تسوية المدفوعات، لأي أصول يمكن إستخدامها في أداء المدفوعات².

2 -تقسيم الوسطاء الماليين:

ويمكن تقسيم الوسطاء الماليين في السوق المالي إلى فئات بحسب نشاطها الأساسي ورأس مال للواحد منهم، ونجد:

- أ - شركات السمسرة في الأوراق المالية: وتقوم شركة السمسرة في التوسط بين تفضيلات كل من البائعين والمشتريين في السوق المالية مقابل عمولة محددة مسبقا، وينشط فيها كل من السمسار، السمسار الوكيل، سمسار الصالة، المندوب الرئيس، الوسيط، وتنقسم شركات السمسرة إلى نوعين: شركات الوساطة وشركات الاستشارة المالية³.
- ب -الوسطاء الماليون المتخصصون: يمارس الوسطاء المتخصصون لنفس الأنشطة السابقة، غير أن ما يميزهم، هو أن مشاركتهم في الأسواق المالية أكثر فاعلية وان كانت قصيرة الأجل. كما بإمكانهم ممارسة تلك العمليات لحسابهم الخاص وينقسم الوسطاء الماليون المتخصصون إلى فرعين رئيسيين هما: تجار أوراق المالية وصناع السوق. ويتم توضيح دور كل واحد على حدى فيما يلي:

- تجار الأوراق المالية: وهم أعضاء مسجلون عادة بالسوق الغير المنظمة، ويقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص⁴، وبيعها عند ارتفاع أسعارها والاستفادة من فروق الأسعار. ونجد نوعين تاجر الصالة وهم تجار جملة وتاجر التجزئة وهو مضارب في كسور الأسهم.

¹ المرجع السابق، ص27.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص133.

³ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص90.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص116.

الخط الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

- **صناع السوق:** يتوسط صناع السوق، بين المتعاملين النهائيين للنظام المالي في الأسواق المنظمة -المقرضون والمقترضون-، من جهة هو الشخص المتخصص الذي يجمع بين وظيفة المتعامل في الأسهم بيعة وشراء لحسابه الخاص، وهو بذلك يعمل كتاجر أو المتعامل، يهدف إلى تحقيق هامش من الربح الناتج عن عملية البيع والشراء، و من جهة أخرى دور الوسيط بين أولئك الذين يرغبون في الشراء- أصحاب المشاريع-، ويتحصل على عمولة عن عملية البيع والشراء لفائدة زبائنه¹.

ويؤدي صناع السوق، استعداداه التام وفي الحين لبيع الأوراق المالية التي يرغب المستثمرون في شرائها، كما يؤدي نفس الإستعداد لشراء الأوراق المالية المعروضة للبيع².

¹ راجع: عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص92.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 116.

المطلب الثاني: مفاهيم عامة عن أسواق الأوراق المالية

يتناول هذا المطلب سوق الأوراق المالية في اللغة والإصطلاح، ونبذة عن نشأة هذه السوق وتطورها، مع تبيان مختلف أنواع و تقسيمات هذه السوق، وهذا من خلال العناصر التالية:

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها
الفرع الثالث: أنواع أسواق الأوراق المالية
الفرع الرابع: تقسيمات أسواق الأوراق المالية

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

قبل أن نعرف سوق الأوراق المالية، نبدأ بتعريف المصطلحات ذات الصلة بها، وهي: السوق والأوراق والمال. أما السوق والمال فقد تم التعريف بهما في المطلب الأول، أما الأوراق فتعرف:
أولاً: مفهوم الأوراق لغة وإصطلاحاً: ويتم التطرق لماهية الأوراق وفق مايلي:

1 - مفهوم الأوراق لغة: الورق: "الفضة وعند العرب:هي المال. والمال : الإبل والغنم. والورق، وهذا هو الأشهر وهي الدراهم المضروبة. والجمع أوراق وورق"¹.

2 - مفهوم الأوراق إصطلاحاً: الورقة في الإصطلاح الإقتصادي " PAPIER كميالية، سفتحة، أو: كل سند يشكل ركيزة لدين، أو لحق بملكية يمكن أن يكون محل تداول واسع في أسواق رؤوس الأموال، و الأوراق التي تمثل الملكية هي الأسهم، والتي تمثل مديونية هي السندات"².

ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية اصطلاحاً:

من خلال التعريفات السابقة لكل من السوق والأوراق والمال سنقوم بتقديم مفهوم لسوق الأوراق المالية بذكر لبعض التعريفات التي تتميز بالوضوح والشمول.

1 - مفهوم سوق الأوراق المالية:

التعريف الأول: لقد عرفت السوق المالية بتعريفات عدة منها: "بأنها المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين، وإنسيابها إلى حوزة المستثمرين، مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم أو سندات) وحصول الطرف الثاني على المدخلات النقدية، الأمر الذي يترتب عليه تحويل المدخرات النقدية إلى أوراق مالية (إستثمارات مالية)"³.

¹ أحمد الشرباصي، مرجع سابق، ص476.

² شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سابق، ص28.

³ فيصل محمود الشواورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية ، دار وائل للنشر ، عمان، 2008، ص45.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

التعريف الثاني: هي "سوق يلتقي فيها البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات (سلعة، فكرة، خدمة)، ومن ثم فإن نشاط سوق الأوراق المالية يتسع ليشمل كافة المعاملات والأنشطة، التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع رغبتهم"¹.

التعريف الثالث: وعرفها آخر بكونها "إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، وهي موقع (جغرافي أو لا جغرافي) لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها التداول بيعة وشراء، بعد أن تم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولى"².

التعريف الرابع: كما عرفت بأنها "سوق مستمرة يجتمع فيها المشترون والبائعون، الذين يرغبون في التعامل بشراء وبيع السندات الحكومية وأسهم الشركات المقبولة بتسعييرة البورصة، وتتم جميع الصفقات عن طريق السماسرة المعتمدين"³.

التعريف الخامس: كما جاء في تعريف آخر لسوق الأوراق المالية، هي "سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، ينشط فيها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الإستثمار، والناشدون للإستفادة من تقلبات الأسعار. تتعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء بالمليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين"⁴.

و من خلال التعاريف السابقة، يمكن إعطاء التعريف الآتي لسوق الأوراق المالية، فهي مكان معلوم ومحدد مسبقا، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل بيعة وشراء، ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تنعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، كما تتحدد بها الأسعار التوازنية بحسب آلية العرض والطلب.

2 - صفات سوق الأوراق المالية:

ومن التعريفات السابقة، يتضح أن سوق الأوراق المالية سوقا خاصة، لها صفات تنفرد بها عن الأسواق المعروفة، من أبرزها:⁵

أ - نظامية السوق، فهي سوق منظمة تميزها لها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقيد بقوانين ونظم وارشادات سوق الأوراق المالية.

ب - أنها مكان معلوم ومحدد مسبقا، ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية لجميع المتدخلين فيها وعامة الجمهور.

ج - التعامل في سوق الأوراق المالية لا يتم على سلع موجودة بالفعل أو خدمات حاضرة بعين المكان، وإنما على أساس أوراق مالية من أسهم وسندات وغيرها ذات خصائص نظرية غير ملموسة، مما ينعكس بالإيجاب على حجم أو كمية المبيعات المتداولة، الأمر الذي يجعل الصفقات المبرمة كثيرة نسبيا مقارنة بالأسواق الأخرى، وهذا ما ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء.⁶

¹ محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، إتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص9.

² محمود محمد داغر، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص239.

³ علي سعيد عبد الوهاب مكي، تمويل المشروعات في ظل الإسلام، دار الفكر العربي، الكويت، 1979، ص108.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية "دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص27.

⁵ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص29.

⁶ فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 46.

ثالثا: تسميات سوق الأوراق المالية:

تعددت التسميات التي أطلقها الإقتصاديون والماليون على هذه السوق، فمنهم من سماها بسوق الأسهم والسندات والبعض الآخر أطلق عليها اسم سوق رأس المال، و سماها البعض السوق المالية ومن الأسماء التي شاع إطلاقها اسم بورصة الأوراق المالية. ونفضل بدورنا إستخدام مصطلح سوق الأوراق المالية، لأن البورصة تشمل سوق التداول فقط (السوق الثانوية)، أما سوق الأوراق المالية بالإضافة لسوق التداول تشمل أيضا سوق الإصدار (السوق الأولي).

الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها

لم تنشأ البورصات بميكلها ونظمها وإدارتها كما هي اليوم، بصورة فجائية وإنما هي نتاج تاريخ طويل من التطور، فأسواق الأوراق المالية قد إنشقت عن بورصات البضائع، كما أنه لم يكن في الماضي خط يفصل بين بورصات البضائع والأسواق المالية، حيث أدى التخصص المتزايد إلى إنفصال بعضها عن البعض على مر الزمن، ومن آثار ذلك الإرتباط أنهما ليزالان في بناء واحد في بعض المدن .

أولا: نشأة سوق الأوراق المالية:

يمثل مصطلح "سوق الأوراق المالية" المصطلح المعرب لكلمة بورصة التي هي من أصل لاتيني ولاحقا فرنسي وتعني الصرة الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها، والكلمة تشير أيضا إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في قصر المصري VENDER BURSEN في منتصف القرن السادس عشر .

1 - معنى كلمة بورصة: ويرجع بعض الكتاب كلمة البورصة إلى معنيين :

أ - المعنى الأول: فندق في مدينة Bruges كان يزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاثة أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصرف الأعمال¹.

ب - المعنى الثاني: هو إسم أحد كبار التجار الأغنياء وينسب إلى عائلة Van der Burse البلجيكية والتي كانت تعمل في المجال البنكي، والتي كان فندقها بمدينة بروج Bruge²، حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة السلع وكان يقال : ذهبنا chez les bourses وبعدها تطورت فأصبحت ذهبنا à la bourse ولذلك أطلق لفظ "بورصة" على المكان الذي يجتمع فيه التجار، خاصة التجار الإيطاليين لإتمام فيه عملية البيع والشراء.

ولقد جرت العادة في تلك الفترة، أن تجتمع العائلات الستة الأكبر العاملة في مجال الصرافة في منزل Van der Burse من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع، ومن ثمة كتابة بوالص التأمين³، إضافة إلى كل ما له صلة بعمليات بيع النقود وشراؤها.

2 - نشأة البورصة:

يرجح نشأة البورصة إلى العام 259 بعد إنشاء مدينة روما أي 493 ق.م تحت إشراف كلا من Appius Claudius و Publius Servilius أطلق عليها آنذاك اسم Collegium Mercatorem .

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص11.

² عبد القادر السيد منولي، مرجع سابق، ص161.

³ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص33.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

وفي القرن الرابع عشر ميلادي ظهرت البورصة في إيطاليا في كل من فينيسيا و فلورنسا وبيزا و جنوة Gênes. وفي 1393م ببرشلونة ، غير أن في القرن الخامس عشر بدأت البورصة تتبلور أكثر وظهرت في 1409 Bruges م و* ANVERS سنة 1460م، ليون 1460م ، أمستردام 1530م، في لندن أسست سنة 1554م ودشنت من طرف الملكة إليزابيث وأطلقت عليها تسمية البورصة الملكية، وباريس في عام 1563م، ونيويورك عام 1772م¹. و بقيت بورصة باريس وملتد طويلا في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن، ومع بداية القرن العشرين، أمكن ملاحظة زيادة عدد الشركات الصناعية المسجلة بالبورصة، مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط ببورصتي لندن وباريس، بل في كافة البورصات الدولية. وفي العشرة الأخيرة من القرن الماضي، أمكن ملاحظة أن ترتيب البورصات قد تغير، لصالح بورصات الولايات المتحدة واليابان من حيث رؤوس الأموال، تاركة ورائهما البورصات الأوروبية : لندن، فرانكفورت، باريس².

ثانيا: تطور سوق الأوراق المالية:

عرفت أسواق الأوراق المالية لتطورات مهمة منذ القرن الرابع عشر، حيث انتقلت من مكان يتم فيه ملاقاتة التجار بينهم، إلى مكان منظم يخضع لقوانين تحكم عملياته.

1 - البورصة في المفهوم القديم:

وقد مرت فكرة أسواق الأوراق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا، بمراحل عدة يمكن إيجازها في الآتي³:

أ - بورصة "مقهى التجار": امتدت هذه المرحلة، من القرن الخامس عشر إلى القرن السابع عشر، وتميزت بتداول السندات الحكومية وبعض الأسهم، وغلب عليها التعامل على أرصفت المقاهي أين يجتمع التجار والكتاب والصرافين، من أجل عقد الصفقات التجارية على السلع والأوراق الحكومية والتأمينات البحرية، وكان التعامل يتم عبر وسطاء، وكل فرد يريد أن يشتري أو يبيع لابد أن يصدر أمره عبر المقهى، ولم ترقى إلى ما هي عليه السوق ولكن بقيت كمقهى للتجار.

ب - البورصة كازينو أو مكان القمار: بدأت هذه المرحلة، في أواخر القرن السابع عشر وامتدت إلى بداية القرن الثامن عشر، عند قيام كلا من بورصتي باريس ولندن، حيث تميزت هذه المرحلة بمضاربات في الأوراق المالية المتداولة على قتلها، وعرفت "بتجارة الرياح" لسرعة شراء وبيع هذه الأوراق وتحويلها إلى نقود والعكس كذلك، مع سيادة منطق الإشاعات في سير العمليات.

وحق القرن التاسع عشر، كانت عمليات التبادل و الإتفاقيات التجارية وعمليات البنوك و البورصات، تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد. هذا وقد عرفت هذه الفترة نوعين من البورصات:

أحدهما بورصة الأوراق المالية، وتتعلق بالتعامل على الأسهم والسندات، والأخرى بورصة التجارة، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.

* حيث انفردت بورصة هذه المدينة بنشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لول مرة سنة 1592. مصطفى يوسف كاتي، مرجع سابق، ص12.

¹ Fleuriet Michel et simon yves, Op Cit, p.24

² راجع: زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص34.

³ Fleuriet Michel et simon yves, Op Cit, pp:24-26

2 - البورصة في المفهوم الحديث:

شهد القرن العشرين، تطور ملحوظ لسوق الأوراق المالية، وبمرور الزمن إزداد تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل السوق، وسرعان ما تظهر الخيل ويتم التعامل من أجل الحصول على المال والإثراء السريع بشتى الطرق، وبالفعل، أمكن للكثيرين من تحقيق أموال طائلة، وبدأت المشاكل والتعقيدات تتفاقم، الأمر الذي إقتضى تدخل الحكومات في إقتصادياتها الحرة، لتنظيم هذه الأسواق لحمايتها من الإلتهار وتأمين مصالح صغار المساهمين، وذلك بسن القوانين والتشريعات والإرشادات اللازمة¹. والملاحظ في العقود الأخيرة، وما أعقبه من ثورة في تكنولوجيا المعلومات ووسائل الإتصال المختلفة، وظهور للأسواق المتخصصة آنية وآجلة في بيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات، وإندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، وإندماج الأسواق المالية المحلية مع أسواق المال الدولية²، وما خلفه من شبه إرتباط بين هذه الأسواق فيما بينها.

الفرع الثالث: أنواع أسواق الأوراق المالية

هناك أنواع عديدة من أسواق الأوراق المالية تمارس نشاطها في الدول المختلفة، ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت أسواق الأوراق المالية العاملة فيها، فهي دليل على حيوية وفاعلية هذه المجتمعات، ومقياس واضح لمدى نضجها وتكامل صروحها، وإتحاذا لأوضاع تنموية حقيقية، فضلا عن توافر أسباب استمرارها وتقدمها. إن تنوع وتعدد سوق الأوراق المالية، وامتداد نشاطها إلى مختلف مجالات الحياة الاقتصادية، يعمل على ترشيد قوى الإستثمار، وزيادة جودة وقوة المشاريع القائمة، وهو ما يعني حسن استغلال الإمكانيات المتاحة والمتوفرة في الاقتصاد. ويهدف التطرق إلى أنواع الأسواق المالية، لمعرفة التطورات الحاصلة في مجال تقسيمها وتخصيصها حسب المنتجات والأدوات المالية المتداولة فيها، ومن حيث موقعها وفترة الزمنية، وفيما يلي أهم أنواع الأسواق المالية³:

أولا: أسواق الأوراق المالية من حيث المنتجات المتداولة:

يمكن لنا أن نميز بين عدة أنواع من الأسواق من حيث المنتجات المتداولة، و تقسم إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي:

- 1 - المجموعة الأولى: وتشمل الأسواق التي تتداول فيها سلع معينة مثل المنتجات الزراعية(قطن، قمح، بن، شاي...) أو سلع ذات طبيعة خاصة مثل العقارات والأراضي والسيارات المستعملة إلى كل ما هو مالي ملموس ويمكن التعامل فيه⁴.
- 2 - المجموعة الثانية: وتظم أسواق الخدمات، وهي شديدة التنوع نظرا لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها. وأهمها السياحة والفنادق والتأمين والنقل وتأجير العقارات بمختلف أنواعها، وتجارة الديون وغيرها.
- 3 - المجموعة الثالثة: وتمثل في أسواق الأفكار، وهي أحدث أنواع أسواق الأوراق المالية، والتي تتعلق بعرض وبيع حقوق الملكية الفكرية من الاختراعات والإبتكارات وحقوق المعرفة والعلامات التجارية، ونظم المعلومات⁵.

¹ راجع: مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص12.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص56.

³ راجع: حسن أحمد الحضيري، ص: 23-26.

⁴ عبد الباسط مولود كريم، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2009، ص54.

⁵ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص43.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

ثانياً: أسواق الأوراق المالية من حيث المدى الزمني: ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين وهما¹:

- 1 - أسواق المنتجات الحاضرة: يتم التعامل على الأوراق المالية بالاستلام والتسلم وقبض ثمنها في الحال فوراً ودون تأجيل.
- 2 - أسواق العقود الآجلة: يتم الاتفاق عليها دون تسليم ولا استلام لا للمنتجات ولا للإلتئمان، ولكن تؤجل إلى موعد لاحق محدد مسبقاً بين الطرفين .

ثالثاً: أسواق الأوراق المالية من حيث التعامل الجغرافي: ويمكن التمييز بين نوعين أساسيين لأسواق الأوراق المالية وهما²:

- 1 - أسواق تعمل فقط على المستوى المحلي: عادة تدار معاملات هذه الأسواق في نطاق حدودها، وتأثيرات الأحداث غالباً ماتكون قصيرة الأجل ومحلية المدى، وتتميز بمحدودية النشاط عادة، وصغر حجمها وقلة انفتاحها على الأسواق الدولية.

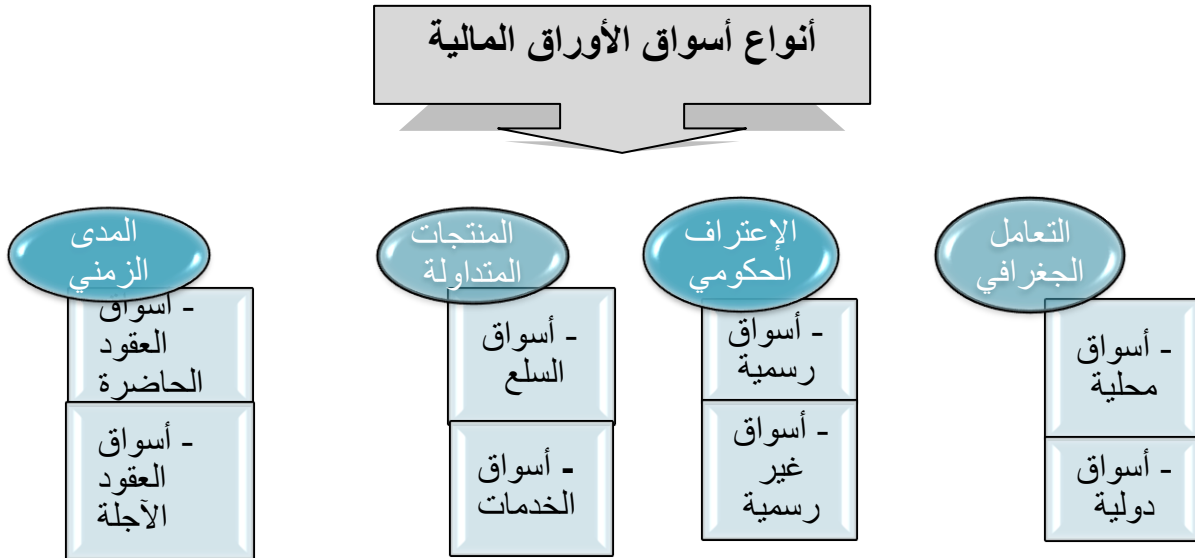
- 2 - أسواق تعمل على المستوى الدولي: وتمتد معاملاتها إلى خارج حدود بلدها، مما يجعلها تتعرض إلى أخطار تقلبات أسعار الصرف واختلاف في القوانين والأنظمة السارية المفعول، وتتسم بأنظمة مالية متكاملة ضخمة ومتوسطة الحجم.

رابعاً: أسواق الأوراق المالية من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي: حيث يمكن أن نميز بين سوقين رئيسيين هما³:

- 1 - أسواق رسمية: ويطلق عليها أيضاً أسواق الأوراق المالية، تعد الهيئة الرسمية التي تتولى تقييد الأوراق المالية والتعامل فيها، ولها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق. تنشأ وفق قوانين وإرشادات تسمح بممارسة تعاملاتها وفق النظام الساري المفعول، ويتواجد ممثل الحكومة يراقب هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر التي قد تكتنف هذه الأخيرة.

- 2 - أسواق غير رسمية: أي نشاطها غير رسمي، تعمل في ضوء قواعد خاصة بها ولا تتدخل الحكومة في تعاملاتها، مما يجعلها ذات مخاطر حتمية مقابل عائد مجزي للمتعاملين فيها.

شكل رقم (2): أنواع أسواق الأوراق المالية حسب أصنافها.



المصدر: - محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص26.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص18.

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص:70-71.

³ محسن أحمد الخضيري، مرجع سابق، ص26.

الفرع الرابع: تقسيمات سوق الأوراق المالية

تقسم سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع وفقاً لعدة معايير وأسس منها الأسواق الفورية والأسواق الآجلة¹.

أولاً: الأسواق الفورية أو الحاضرة:

والهدف الأساسي من العمليات العاجلة، هو "توظيف الأموال لتحقيق عائد دوري من الأوراق المشتريّة، أو تحقيق عائد رأس مالي متمثل في الفرق بين سعري الشراء والبيع، أو تدنية خسارة رأس مالية متوقعة في حالة البيع"². وتقسم وفقاً لطبيعة عملها إلى سوق أولي وسوق ثانوي.

1 - السوق الأولي أو سوق إصدار الأوراق المالية:

أ - مفهوم السوق الأولي: فالسوق الأولية هي "تلك السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية أو المكتتب الأول فيها، فيختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس المال"³. إذ توفر هيئة الأوراق المالية جميع الظروف للاكتتاب في الأوراق المالية الجديدة بموجب قوانين وتعليمات وإرشادات تشريعية لهذا الغرض⁴.

ويعني آخر، فهي السوق التي تنشأ بين المقرض والمقرض في وجود مبادلة المال السائل بالمال الورقي بين الطرفين، ففي هذه الحالة، السوق الأولية تعد أداة لتجميع المدخرات الخاصة، وتقديمها للمشروعات الجديدة لم تكن قائمة من قبل⁵. ويمكن للحكومات أن تطرح السندات وأذون الخزانة لتمويل العجز في ميزانيتها، بينما الشركات والمؤسسات المالية تصدر الأسهم والسندات للحصول على احتياجاتها التمويلية، لتنفيذ خططها الاستثمارية، وذلك من خلال الاكتتاب في سوق الإصدارات الجديدة بأسلوب البيع الغير مباشر والمباشر:

- **أسلوب البيع الغير مباشر:** وهو الاكتتاب العام المفتوح للجميع في إصدارات الشركات للأوراق المالية الجديدة التي تطرح لأول مرة، وتعرف هذه الطريقة بأسلوب البيع الغير المباشر⁶.

- **أسلوب البيع المباشر:** وهو أن تقوم الشركة المصدرة للأوراق المالية ببيع الأوراق المالية بنفسها، عن طريق الاتصال المباشر بكبار المستثمرين المحتملين⁷، من أفراد أغنياء أو مؤسسات مالية كبيرة في السوق دون تدخل الوسطاء وما يتبعه من مصاريف وأتعاب إضافية على الشركة، وتوفير الوقت والجهد، إلا أنه يترتب عليها عادة سلبات كفرض شروط قاسية من قبل المقرضين، بالإضافة إلى عدم توفر الخبرة التسويقية الكافية، -من طرف البائعين-.

¹ راجع: زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص40.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص18.

³ عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص49.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص93.

⁵ عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص49.

⁶ مصطفى يوسف كاكي، مرجع سابق، ص72.

⁷ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص131.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

فالسوق الأولية، هو الفضاء الذي تجمع من خلالها الوحدات الإقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها. وبذا تعد بمثابة سوق الإستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، وسوق الإستثمار المالي للأطراف المشتري للأوراق المالية¹.

2 - السوق الثانوي أو سوق تداول الأوراق المالية:

ترتبط تعاملات السوق الأولية بنشاط وحجم السوق الثانوية، فسوق التداول يتم فيه إدارة وتدوير الأوراق المالية ونقل ملكيتها وحيازتها بين المتعاملين فيها، وكلما كانت حركية السوق الثانوية نشطة كلما كانت حيوية الإقتصاد منتعشة ومرنة، فالتعامل الحقيقي والرئيسي يرتبط ارتباطا قويا بالسوق الثانوية²، مما ينعكس بالأثر الإيجابي على سوق الإصدار بزيادة نشاط هذا الأخير.

أ - مفهوم السوق الثانوي: وهو "ذلك المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي يتم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة، وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري، وتتحدد فيها الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب"³، وهنا يتجلى دور الوسطاء والسماسة بتحقيق عملية صناعة السوق من خلال تنفيذ الأوامر المتدفقة من الزبائن. فالسوق الثانوية يتم التعامل فيها بالأوراق القديمة المصدرة سابقا، وذلك بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية، فهو يقوم بتحويل الأوراق المالية إلى أموال جاهزة أي القيام بوظيفة تسهيل هذه الأوراق، وهي إحدى الوظائف الهامة التي تقوم بها الأسواق الأوراق المالية بالنسبة للبائع، بتجنب الاحتفاظ بما حتى ميعاد استحقاقها، وتقوم بتخزين للقوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية بالنسبة للمشتري⁴.

ب - خصائص السوق الثانوي : من خصائص هذه السوق:

- يستطيع المقرض أو المساهم، من بيع الورقة المالية متى أراد أو جزءا منها إلى مستثمر آخر، كما أنها لا تمثل استثمارا حقيقيا، وإنما نقلا للملكية من مستثمر إلى آخر دون أن تستفيد الشركة المصدرة للورقة⁵.
- السوق الثانوية سوق للمتاجرة والمضاربة إذ يمكن لبعض المتعاملين أن يشتروا الأوراق المالية لا بغرض الاحتفاظ بها ولكن بغرض إعادة بيعها عند ارتفاع سعرها والإستفادة من الهامش المحقق بين سعر البيع وسعر الشراء.
- سهولة تداول الأوراق المالية بصفة مستمرة ودائمة ومتكررة، حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية في أي وقت⁶، عن طريق القيد في سجلات الشركة المقيدة إذا كان الإسم مكتوب على الورقة (اسمية) أو بالتسليم إذا كانت الورقة لحاملها.

وتقسم السوق الثانوية طبقا لصيغة تنظيمها وطبيعة المتعاملين فيها، وفيما يلي شرحا مفصلا لهذه الأسواق:

¹ أحمد أبو الفتوح علي الناقبة، مرجع سابق، ص22.

² محسن أحمد الحضيري، مرجع سابق، ص40.

³ عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص55.

⁴ راجع: زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، القاهرة، 2007، ص15.

⁵ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص137.

⁶ محسن أحمد الحضيري، مرجع سابق، ص41.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

3 - السوق المنظمة: وتدعى بورصة الأوراق المالية، وتتميز بكونها "موقعا جغرافيا محددًا لتداول الأوراق المالية المختلفة يباعا وشراء، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون، محاطة بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر"¹. وتتصف هذه الأسواق بالآتي²:

- وجود مكان محدد ومعلوم للتعامل بالأوراق المالية.

- وجود إجراءات محكمة للتداول بالأوراق المالية.

- يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد وارشادات معينة.

وتنقسم بدورها أسواق الأوراق المالية المنظمة إلى قسمين:

أ- أسواق مركزية: وهي تلك الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية المقيدة عند لجنة الأوراق المالية والبورصة، بغض النظر عن المقر الإجتماعي للشركة المصدرة لتلك الورقة المالية³، وعادة تضم الشركات الكبيرة المعروفة، ومن أمثلة هذه الأسواق نجد بورصة نيويورك، لندن، طوكيو.

ب - أسواق محلية: وتدعى أيضا بالبورصات الإقليمية الخاصة بمناطق محددة، وتتركز تداولاتها على الأوراق المالية المتعلقة بالشركات المحلية لهذه المناطق، وتشكل نسبة ضئيلة من إجمالي التعاملات على الأوراق المالية، وتضم الشركات الصغيرة التي تنشط في هذه المناطق⁴.

4 - الأسواق الغير منظمة: وهي "الأسواق التي لا تحوز على موقع جغرافي محدد، فلا ترتبط بمكان ولا بزمان معين، وليس لها هيكل تنظيمي ومؤسسي محدد، وتعتمد على شبكة اتصالات متطورة، تربط بين الوسطاء المنتشرين قصد تنفيذ أوامر البيع والشراء على الأوراق المالية الغير مدرجة في السوق المنظمة"⁵ سوق الأوراق المالية.

ويطلق اصطلاح "المعاملات فوق الطاولة أو على المنضدة"، على التداولات التي تجري خارج مقصورة البورصة بوساطة بيوت السمسرة المنتشرة، تميزا لها على المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة.

كما أن العمولات لا تحسب وفق نسب محددة، بل تحدد وفق فرق أسعار البيع والشراء، ولا يوجد نظام معروف يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة بل يترك لرضى الأطراف المتعاملة⁶. وهذا ما يدفع بعض المستثمرين والشركات باختلاف أوزانهم وأحجامهم إلى اللجوء إلى هذه الأسواق غير المنظمة قصد تخفيض تكاليف المعاملات إلى أقصى مايمكن.

ويتفرع عن السوق الغير منظمة، أسواق أخرى منها السوق الثالث والسوق الرابع.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص241 .

² زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص45.

³ راجع: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص95.

⁴ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 29.

⁵ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص103.

⁶ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص244.

الفصل الأول:.....مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

أ - السوق الثالث: يعتبر السوق الثالث جزءا من السوق الغير منظمة، ويضم بيوت السمسة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة وان كان يحق لهم شراء وبيع الأوراق المتداولة في البورصة، خاصة وأن أعضاء السوق المنظمة لا يحق لهم في إجراء معاملات خارج البورصة في الأوراق المسجلة بها¹.

وتبرر الحاجة للتعامل في هذه السوق، كون مؤسسات الاستثمار الكبيرة، مثل صناديق الضمان والتقاعد ومؤسسات التأمين، لا تتمتع ميزة خصم العمولة عند تعاملها في الأسواق المنظمة - البورصة- بينما توفرها هذه السوق ويتم التفاوض بشأنها، بالإضافة إلى قلة المتخصصون في البورصة في عقد الصفقات المالية الكبيرة وبالسرعة المطلوبة، فضلا عن إتاحة الفرصة لبيوت السمسة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في البورصة بالتعامل في هذه السوق².

ب - السوق الرابع: وهو يشبه السوق الثالث في أن "الصفقات تتم خارج السوق المنتظمة، غير أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة لأعضاء بيوت السمسة"³، في ظل توفر لشبكة اتصالات حديثة ومتطورة، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق هو الحد من التكاليف والعمولات التي تدفع للسماسة. ويتم التعاقد في هذه السوق على جميع الأوراق المالية المسجلة والغير مسجلة في السوق المنظمة.

ثانيا: الأسواق الآجلة:

ويتم من خلال هذه السوق " تنفيذ العمليات الآجلة للأوراق المالية. ويقصد بالعمليات الآجلة تلك العمليات التي يتم الاتفاق عليها في موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل وسداد القيمة. وفقا لهذا الاتفاق يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع وعدد وسعر الأوراق المالية محل التعامل، على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق محل التعامل والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق"⁴، وتأسيسا على ذلك يعد الزمن عنصر رئيس في إبرام العقد وتنفيذه من عدمه.

وأما تقسيمات وخصائص الأسواق الآجلة فإننا نوجز الحديث عنها فيما يلي:

1 -أسواق العقود المستقبلية: وهي أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بعقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة، على أن يتم " التعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتر بغرض تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق "⁵، ويتم التعاقد فيها بشرطين، أولهما أن يتم من خلال أحد بيوت التسوية الذي يقوم بدورين في نفس الوقت، بائع بالنسبة للمشتري، ومشتري بالنسبة للبائع، ضمنا لتنفيذ الصفقة إذا تعذر على أحد طرفيها الوفاء بالتزاماته تجاه الآخر، والثاني إيداع هامش مبدئي من جانب المستثمر لدى بيت التسوية (السمسة) لضمان تنفيذ المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم.

2 -أسواق عقود الاختيارات أو الخيارات: يعرف عقد الاختيار "عقد بين المشتري والبائع الذي يجزر الخيار، يعطي للمشتري حقا في أن يبيع أو أن يشتري أصلا معينا، بسعر محدد سلفا خلال فترة زمنية معينة محددة سلفا"⁶.

¹ محمد البنا، مرجع سابق، ص156.

² فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث، إربد، 2006، ص47.

³ مصطفى يوسف كاكي، مرجع سابق، ص82.

⁴ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص18.

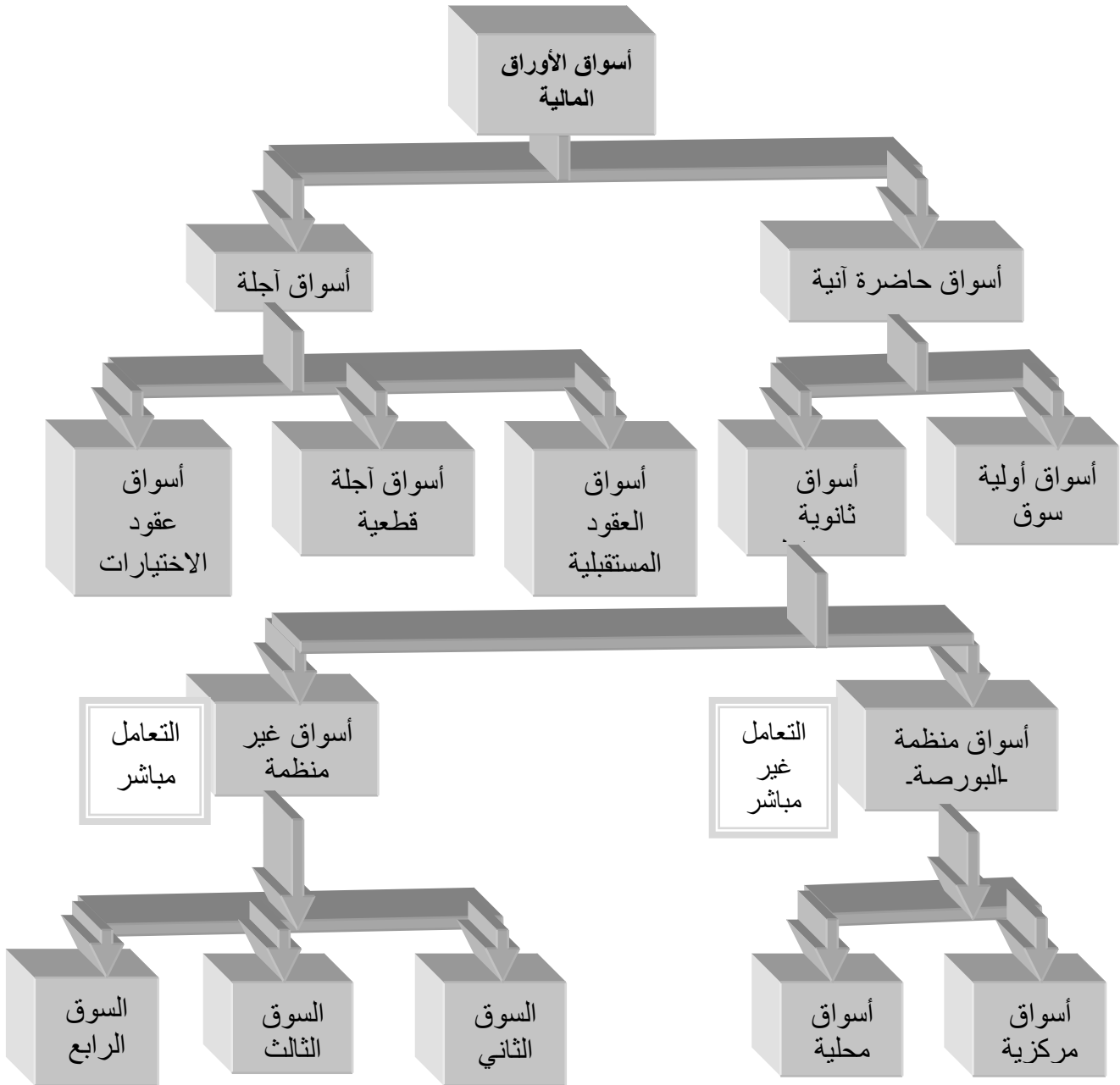
⁵ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص402.

⁶ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص153.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

فمحل عقد الاختيار هو الحق في تنفيذ العقد من عدمه دون التزام مؤكد، مقابل مبلغ محدد غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض، فمحل التعاقد هنا هو ليس الأوراق المالية، وإنما عقد اختيار الشراء أو البيع. ويهدف هذا النوع من العقود إلى إعطاء المستثمر فرصة تقليل المخاطر التي يمكن أن تحدث عند تغير أسعار الأوراق المالية، التي يمتلكها أو التي يريد شراءها في المستقبل.

شكل رقم (3) : أنواع أسواق الأوراق المالية وتقسيماتها.



المصدر: بالاعتماد على:

- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 48؛

- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 36-47.

المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية وخصائصها وأعضائها

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة وظائف، كما تتميز بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق المالية، ويتداخل فيها عدة أعضاء، لذا سيتم تناول في هذا المطلب الفروع التالية:

الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية وخصائصها **الفرع الثاني: أعضاء سوق الأوراق المالية**

الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية وخصائصها

تؤدي سوق الأوراق المالية، وظيفتها التمويلية والإستثمارية بشكل عام، من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين، أو في تسهيل حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من الفئات ذات الفائض المالي¹، الأمر الذي يترتب عليه زيادة في حجم الإستثمارات المنتجة في الإقتصاد الوطني، ومن ثم زيادة دخول الأفراد، ومن ثم زيادة رفاه المجتمع ككل.

فالوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية، تكمن في توفير قناة فعالة وذات الكفاءة العالية لتحويل الأموال على المدى البعيد من المدخرين إلى المستثمرين² وفق عائد يرضي الطرفين.

أولاً: وظيفة التمويل:

تؤدي سوق الأوراق المالية لهذه الوظيفة في الإقتصاد، بطريقتين من طرق التمويل، المباشر والغير المباشر.

1 - التمويل المباشر:

يتم حصول الوحدات ذات العجز المالي على احتياجاتها مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق الإقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار لمختلف الأوراق المالية الممكنة من أمثلتها الأسهم والسندات وأذونات الخزنة³. وطريقة التمويل المباشر إما أن تتم بدون وساطة من المؤسسات المالية، وإما أن يستعان بخدمات بعض المؤسسات المالية، التي تملك أساليب تسويقية فعالة ومتنوعة، من مصارف الإستثمار وسماسرة الأوراق المالية.

2 - التمويل الغير المباشر:

يحدث من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، من أمثلتها البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق المعاشات وغيرها، حيث تجمع هذه المؤسسات الأموال من الوحدات ذات الفائض، بفتح حسابات الودائع الجارية والودائع لأجل، وودائع التوفير وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، من وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإستثمار، ثم تحول هذه الأموال المجمعة في شكل قروض لمن يحتاجها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة المصدرة التي تطرحها للإكتتاب الوحدات ذات الإحتياج المالي⁴.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2010، ص5.

² فريد راغب النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص91.

³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص67.

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص43.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

ويعد ذلك تمويلا غير مباشر، من جهة أن الأموال انتقلت من الوحدات ذات الفائض، إلى الوحدات ذات الإحتياج بواسطة هذه المؤسسات.

ثانيا: أهم وظائف سوق الأوراق المالية:

وبشكل أكثر تحديد، يمكن حصر أهم وظائف سوق الأوراق المالية بالرغم من تعددها وتنوعها إلى وظيفتين أساسيتين، وذلك إلى جانب بعض الجوانب الأخرى، التي وجدت نتيجة التطور الذي عرفته أسواق الأوراق المالية، وما نتج عنه من الحاجة لتحسين أدائها و تلخيص الوظيفتين في الآتي:

1 - إيجاد سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته:

التعامل في سوق الأوراق المالية، يتم عن طريق مدخرات الأفراد والمؤسسات والشركات المستثمرة في شكل أسهم وسندات المقيدة وبصفة عامة يمكن للمستثمر أن يسيل أوراقه في أي وقت متى شاء¹، كما يرغب أيضا في تحقيق عائد مجزي جراء ذلك، فوظيفة السوق تلعب هذا الدور، مما يجعلها تحقق التوازن من ناحية عرض للأوراق وتحويلها إلى نقود، تلي حينئذ شرط المستثمر في سرعة حصوله على الأموال لتلبية حاجاته، وخروجه من الإستثمار دون تحمل لتكلفة عالية أو خسارة فادحة. ومن ناحية الطلب توجه الأموال المراد الاككتاب بها في تمويل المشروعات الاستثمارية المختلفة المناسبة مع رغبات طالبيها. فسوق الأوراق المالية، هو المكان الذي يمكن أن تتحقق فيه سهولة ترويج الاستثمارات وحرية الأفراد في تسيل الأوراق المالية في أي وقت، ويتحقق ذلك بوجود أمرين، الأول توفر الوسطاء الذين يقومون بعملية البيع والشراء لحسابهم أو للغير، فيهيؤون بذلك للمستثمر سوقا مستمرة لأوراقهم المالية، والثاني وجود نشاط كبير في حجم التداولات لهذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين².

2 - تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

تعد هذه الوظيفة مرتبطة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى، فلا وجود لسوق تسهل تسويق الأوراق المالية على حساب الأسعار، فالمستثمر متيقن عندما رضي بتحويل مدخراته إلى أوراق المالية أن السوق ستوفر له تسيلها متى أراد ذلك وبالسعر المناسب الذي يمكنه أن يرضى به، فوظيفة السوق تلعب دور تحقيق عدالة الأسعار للبيع أو للشراء، وذلك من خلال الإلتقاء الواسع لعدد كبير من الباعين والمشتريين الراغبين في استثمار أموالهم أو تصفية استثماراتهم، وسرعة اتصالات السماسرة والوسطاء، الذين يجتهدون على تجميع الأوامر مما ينتج عنه تحقيق سعر عادل للبائع والمشتري، ولا يتعرض حينها أحد لخسائر محتملة كبيرة³.

¹ علي سعيد عبد الوهاب مكي، تمويل المشروعات في ظل الإسلام، دارالفكر العربي، الكويت، 1979، ص110.

² عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص44.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص ص:33-34.

وإلى جانب هاتينوظيفتين، هناك وظائف أخرى تابعة ومكملة للوظائف الرئيسية منها:

1 - توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر:

في وجود كثرة وتنوع للأوراق المالية، وتوفر المعلومات تتاح للمستثمر الدراية الكافية، بدراسة ومقارنة الأوراق التي يمكن أن تشكل موضع الإستثمار وبالتالي إبعاد الخطر أو تقليله إلى مستويات دنيا.

2 - تساهم سوق الأوراق المالية في توفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط الإستثماري دون تفریط في الأوراق المملوكة، والإكتفاء باستخدامها كضمان مقابل الحصول على القروض لدى المصارف، اعتمادا على الأسعار المعلنة من قبل سوق الأوراق المالية¹.

3 - المساعدة على تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض-المقرضون- إلى الفئات التي لديها عجز -مقترضون- ، وذلك بنشر الوعي الإستثماري بين المدخرين والمستثمرين²، وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات.

4 - توفر سوق الأوراق المالية مؤشرا يوميا عن ظروف الإستثمار واتجاهات الأسعار، ويرى بعض خبراء التمويل والإستثمار في الأسواق المالية أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشرا لقوة أو ضعف الإقتصاد الوطني أو لقطاع من قطاعاته³.

5 - تفادي التقلبات العنيفة للأسعار: وذلك بتواجد المتخصصون، الذين يعملون على جعل السوق في وضع توازني بعرض للأوراق حين ازدياد الطلب، والشراء عن ازدياد العرض، محققين مكاسب من ورائها، باختلاف الغير المتخصصين الذين ينساقون وراء الإشاعات مما يؤثر على سرعة انفعالهم بيعا أو شراء للورقة المالية.

رابعا: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص، تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها⁴:

1 - سوق الأوراق المالية تتصف بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، وهذا لأن المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية واجراءات محكمة لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، ففي معظم البلدان التي تحتوي على أسواق مالية هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات واسعة لإدارة العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية والمناسبة.

2 - يتطلب وجود سوق الأوراق المالية أن يتم تداول فيها الأدوات التي تم إصدارها في السوق الأولي بما يكفل توفير السيولة، وهذا بتوفير المناخ الملائم، في ظل وجود المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة بناء على العرض والطلب.

3 - التداول في سوق الأوراق المالية يتم من خلال الوسطاء والسماسرة ذوي خبرة والكفاءة الكافية في الشؤون المالية.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص34.

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص59.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، ص34.

⁴ راجع: رشيد بوكساني، معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، غير منشورة، ص10.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

4 - سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية إستفادتها من تكنولوجيات الحديثة للإتصالات، فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تختلف عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة وعميقة، تتم فيها صفقات كبيرة وبصفة مستمرة قد يتسع نطاق تداولها من الطالبين ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي:

5 - سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل، فالإستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن إهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو العائد المرتقب أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

6 - الإستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الإستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل، يحتمل مخاطر سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك أسهم الشركات وماتعرفه أسعارها من تقلبات، على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً ومخاطرها كبيرة أيضاً، فالإستثمارات المعقولة في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية الأكيدة، وإتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة وبالتالي تحقيق العائد المناسب.

الفرع الثاني: أعضاء سوق الأوراق المالية

كأي سوق للأوراق المالية، يتم تنظيمها وتسييرها من قبل أطراف يتم تحديد مهامهم كل على حدى.

أولاً: الأعضاء المؤسسون لسوق الأوراق المالية:

يقصد بعضوية البورصة "المتعاملون في الأوراق المالية المسجلة في السوق ويشار لها بالمقاعد المخصصة، ويتم دفع مبالغ معينة للحصول على المقاعد أو العضوية"¹، وتشمل سوق الأوراق المالية ثلاثة أنواع من الأعضاء على النحو التالي:

- 1 -** أعضاء عاملون دائمون وهم سماسرة الأوراق المالية.
- 2 -** أعضاء منضمون من البنوك والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية والتي يصدر بتحديد قرار من الوزير المختص.
- 3 -** أعضاء مراسلون وهم السماسرة المقيدون في الأسواق الأجنبية، يشترط أن يعمل السمسار المراسل من خلال السمسار الوطني ويشترط المعاملة بالمثل.

ثانياً: التقسيم الإداري والتنظيمي لسوق الأوراق المالية:

تدار سوق الأوراق المالية، من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية يتمثل جلها في التالي²:

- 1 -** إدارة البورصة: هي شخصية اعتبارية تتولى إدارة أموالها بنفسها وتكون لها أهلية التقاضي، وتخضع للرقابة الحكومية ممثلة في مندوب الحكومة، مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وله حق الاعتراض ضد القرارات المخالفة للوائح³.
- كما تظم عدد من السماسرة المنتخبين، وتحتم بضمن السير الحسن للسوق، وممارسة السلطة التأديبية في حق من يخالف تنظيماتها وتشريعاتها.

¹ محمد البنا، مرجع سابق، ص 153.

² فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص: 59-60.

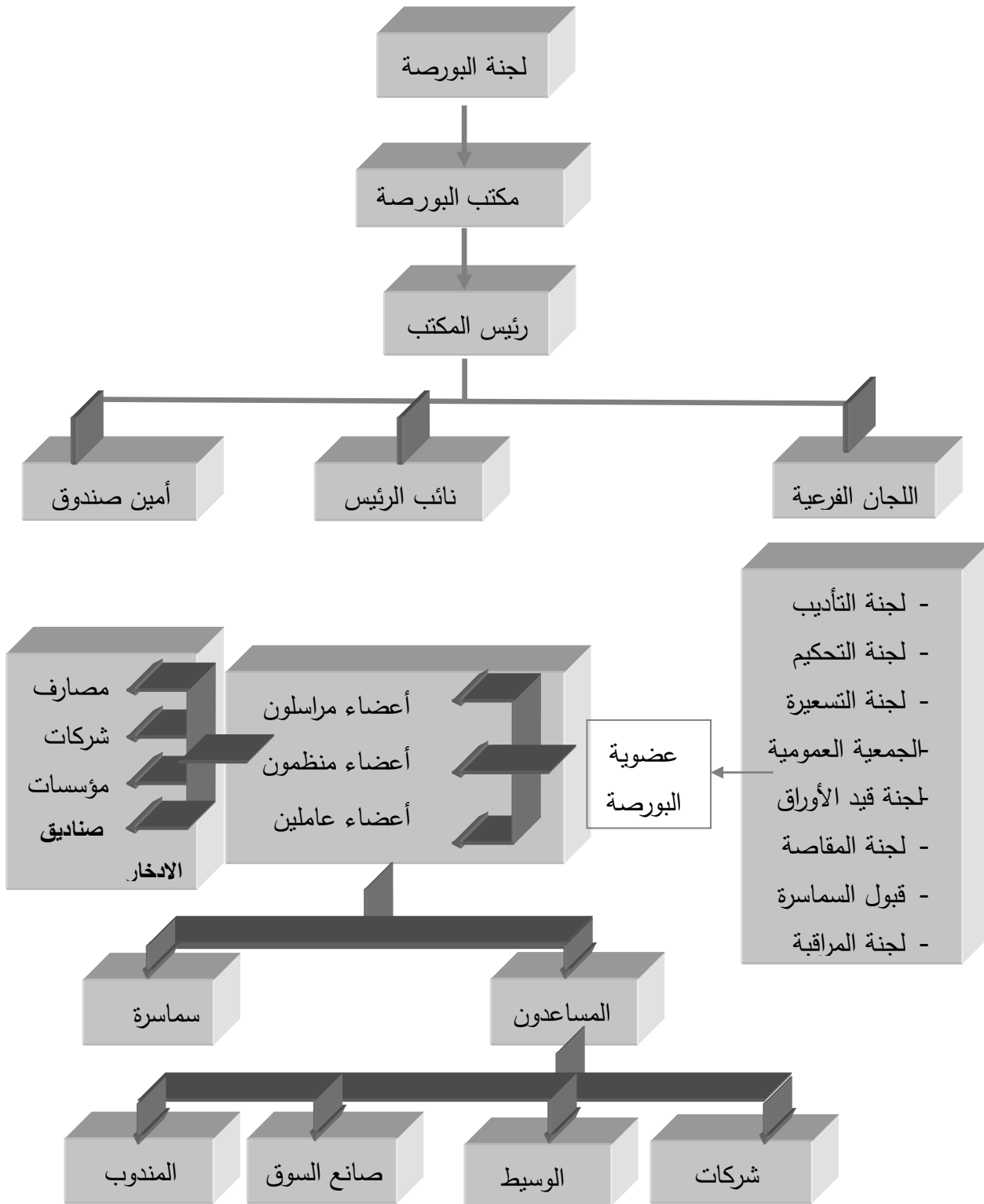
³ محسن أحمد الحضيري، مرجع سابق، ص: 30.

الفصل الأول:.....مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

- 2 - الجمعية العامة:** وتتكون من السماسرة العاملين حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة سوق أوراق المالية والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.
- 3 -اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية:** وتختلف من سوق إلى أخرى، إلا أنها "تعتبر أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة السوق، تتكون من مكتب ولجان فرعية، كما تنظم أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم"¹ حسب كل هيئة. وتقوم بمجموعة من المهام والوظائف، منها²:
- أ - الإشراف على سير العمل في سوق الأوراق المالية والعمليات الجارية بها.
- ب - تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للسوق، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.
- ج - الإشراف على الأسعار: كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها.
- د - قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.
- 4 -هيئة التحكيم:** وتختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء، بشرط أن يكون هناك إتفاق مبدئي على التحكيم، وتكون قراراتها نافذة للأطراف المتنازعة.
- 5 -مجلس التأديب:** عادة يسند لرئيس لجنة سوق الأوراق المالية أو نائبه، ويختص بالفعل في الفصل في المخالفات وفقا للقوانين والأنظمة القائمة والسارية المفعول.
- 6 -مندوب الحكومة:** من المهام التي توكل إليه بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها والتجاوزات التي تطرأ، وحضور إجتماعات الجمعية العامة وجلسات هيئة الأوراق المالية.
- و يوضح الشكل التالي لهيكل إدارة سوق الأوراق المالية.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص50.

² محسن أحمد الخضيري، مرجع سابق، ص32.



المصدر: - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2010، ص54.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأدوات والوسائل المستخدمة للتعامل في سوق الأوراق المالية، أهمية كبيرة في تنشيط العمل في هذه الأسواق، وذلك من خلال آلية العرض والطلب، التي تنشأ بواسطة عمليات البيع والشراء في الأسواق المالية، وهذا يعني وجود علاقة قوية وتأثير متبادل، بين تطور أسواق الأوراق المالية وتطور وتعدد وتنوع الأدوات المستعملة في تعاملات هذه الأسواق، مما يسمح بتوسع حركية عمل الأسواق وتطورها.

وفي إطار هذا المبحث سنتطرق للأدوات المالية المتداولة، التقليدية منها والحديثة، وذلك باستعراض للمطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية وخصائصها

المطلب الثاني : الأدوات المالية التقليدية

المطلب الثالث: الأدوات المالية الحديثة

و يمكننا أن نستهل بمفهوم الأوراق المالية وخصائصها، وذلك من خلال المطلب الأول.

المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية وخصائصها

تتعدد الأوراق المالية التي يتم إصدارها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، والتي تتعامل بها مختلف المنشآت والأعمال المختلفة في شتى النشاطات والميادين، وما تتميز به من سمات وخصائص، تسمح بأن توفر للمستثمر فيها نوعا من الطمأنينة في شرائها أو أمانا في بيعها، وسنبين في هذا المطلب العنصرين التاليين:

الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية

الفرع الثاني: خصائص الأوراق المالية

الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية

الأوراق المالية عبارة عن أدوات تمويلية طويلة وقصيرة الأجل، يتم تداولها في إطار منظم يعرف بسوق الأوراق المالية، بمعنى هي، أدوات استثمار مالي، تعد أصولا مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي صكوك أو مستندات، تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد مسبقا، كما أنها تعطي الحق للمالكها في استرداد القيمة الأصلية في نهاية مدة معينة، أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية للشركة في ظروف معينة، وكذلك الحق في التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت¹.

¹ فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص75.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

كما يمكن تعريف الأوراق المالية، بأنها "صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد، أو الحق في جزء من الأصول للمنشأة أو في الحقين معا، تبعا لنوع الورقة المالية التي يمتلكها"¹.

وتعرف أيضا: "بالورقة المصدرة من طرف الأعوان الإقتصاديين، الذين يمنحون مالكيها حقوقا خاصة، تتمثل في الحقوق النقدية وحقوق المشاركة في التسيير، مع وجود اختلاف في هذه الحقوق بحسب المصدر إن كان تابعا للقطاع الحكومي أو خاصا، و تشترك الأدوات المالية من حيث قابليتها للتداول، كما يمكن أن تقيّد في سوق منظم للأوراق المالية"². ويشترط في الأوراق المالية أن تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وذلك بالنسبة لشركات المساهمة، أما بالنسبة لشركات الأشخاص التجارية والمدنية، فيكون رأس مالها من حصص غير قابلة للتداول وليس أسهما³.

الفرع الثاني: خصائص الأوراق المالية

تباين الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية، من حيث خصائصها ووظائفها وأهدافها. ويمكن تقسيم الأصول المالية إلى أصول ملموسة وأخرى غير ملموسة، وتعتمد قيمة الأصل الملموس على خصائصه المادية من مباني وآلات، أما الأصول الغير ملموسة فهي تمثل حقوقا قانونية تعطي لمالكها حيازة منفعة معينة. كما تتميز الأصول المالية بخصائص، قد تضيف أو تحد من جاذبيتها، سواء لمصدري تلك الأصول أو المستثمرين فيها، ولعل من أهم خصائص الأصول المالية:

أولا: قابلية التحول إلى نقود:

حيث تستخدم بعض الأصول المالية كوسيلة للتبادل ولتسوية المدفوعات، يجعلها ترقى لمرتبة النقود، وهي تمثل السيولة الحالية أو الفورية، وثمة أنواع أخرى تقل درجة سيولتها وتحولها إلى نقود، بتحمل تكلفة أقل وأدنى خطر ومن أمثلتها الودائع الإدخارية، وكلما زادت درجة قرب الأصل المالي من النقود كلما زادت رغبة المستثمرين في اقتناؤه⁴.

ثانيا: القابلية للتجزئة أو التقسيم حسب فئات الإصدار:

ترتبط خاصية القابلية للتجزئة بالأثر على مستوى تسييل الأصل المالي أو تحويله إلى نقود، أي إمكانية التدرج في فئات إصدار الأصل المالي إلى وحدات نقدية، فتزيد رغبة المستثمرين في طلب الأصل المالي كلما زادت درجة قابليته للتجزئة⁵.

ثالثا: السيولة:

ويقصد بالسيولة، "سهولة تحويل الورقة المالية من أصل مالي غير نقدي إلى نقود جاهزة يمكن التصرف فيها"، بمعنى الشراء أو البيع بسرعة وبسعر قريب من أسعار البيع السابقة للورقة المالية مع فرض عدم ولوج معلومات جديدة إلى السوق، وهذا ما يدفع المستثمرين على اختلافهم باستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية على أن تمكنهم من تصفية استثماراتهم أو تنويع محفظتهم المالية⁶.

¹ زياد رمضان ومروان شحوط، مرجع سابق، ص96.

² Fleuriet Michel et simon yves, Op Cit, p.30

³ أحمد محمد لطفى أحمد، معاملات البورصة، بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص43.

⁴ راجع: عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص60.

⁵ منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص355.

⁶ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص56.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

وإذا كانت سيولة الورقة المالية لها أهميتها بالنسبة للمستثمر، لها أيضا أهمية بالنسبة للجهة المصدرة، فيبيع الورقة المالية بسعر مرتفع، بسبب تميزها بخاصية السيولة المرتفعة حيث لها تأثير مباشر وآخر غير مباشر على القيمة السوقية للمنشأة¹.

رابعا: تكلفة إعادة بيع الأصل المالي:

ويقصد بها التكلفة المصاحبة لعملية الإستثمار في الأدوات المالية، ثم إعادة بيعه أو التخلص منه بتحويله إلى نقدية ثانية. وهذه الخاصية تنطوي على تكاليف يتحملها المتعاملون في أسواق الأوراق المالية، التي تأخذ صورة هامش البيع أو الشراء، إضافة إلى تسليم الأصل المالي والتي تعود إلى صانع السوق في تقديرها، بحسب الخطر المتعلق بالورقة المالية، وهو بدوره يرتبط بعاملين أساسيين هما مدى تغير أو تقلب السعر ويقاس بمدى درجة تشتت العائد على مر الزمن، ودرجة اتساع السوق ويقصد بها درجة تكرار تداول الورقة المالية².

خامسا: العائد الدوري:

العائد الدوري، هو توزيعات الأرباح المدفوعة لحامل السهم أو مدفوعات الكوبون على السندات ممثلة في الفائدة، بينما يعكس العائد الكلي مجموع كل من العائد الدوري والأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي قد تتحقق خلال الفترة على الورقة المالية. ويمثل معدل العائد بعد الضريبة أقوى حافز لاقتناء الأصل لأنه يعكس قيمة الإضافة إلى ثروة المستثمر³.

سادسا: فترة الاستحقاق:

وهو الوقت المستغرق بين تاريخ اقتناء الورقة المالية وأجل سداد المدفوعات النهائية، أو تاريخ طلب مالك الأصل المالي لتسليمه. وتتنوع آجال إستحقاق الأوراق المالية من أربعة وعشرون ساعة إلى عدة عقود الى ما لانهاية، وتختلف بنوع الأصل المالي من سندات تستحق في تاريخ معين وأسهم إلى آجال غير محددة، وقد يحدث تسويتها قبل أجلها المحددة.

سابعا: الخطر وعدم التأكد:

تعتبر هذه الخاصية محدد أساسي لقيمة الورقة المالية، فمع افتراض أن المستثمرين كارهين للخطر، فان نسبة الخطر المتوقع لأي أصل مالي تتمثل في عدم التأكد للعوائد النقدية الخاصة به، وثمة فرق بين الخطر وعدم التأكد يتمثل في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق العوائد النقدية المستقبلية، فالخطر عندما تتوافر معلومات تاريخية، تساعد متخذ القرار على وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المتوقعة للورقة المالية. وعدم التأكد يتصف بالموقف الذي لا تتوافر فيه معلومات تاريخية لمتخذ القرار تساعد على وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية للورقة المالية⁴.

و فيما يأتي نوجز لأهم الأدوات المالية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص525.

² راجع: عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 60.

³ المرجع السابق، ص62.

⁴ منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص: 222-223.

المطلب الثاني: الأدوات المالية التقليدية

يتداول في سوق الأوراق المالية نوعان من الأدوات المالية، أحدهما يعبر عن ملكية، و هي الأسهم بأنواعها وأخرى يعبر عن مديونية، و هي السندات بأنواعها، و يعتبران من بين الأدوات القديمة حيث يحدد تاريخ ظهورها إلى بداية نشأة الأسواق المالية. و سيتم استعراض في هذا المطلب، للفرعين التاليين:

الفرع الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها
الفرع الثاني: أنواع الأسهم
الفرع الثالث: مفهوم السندات وخصائصها
الفرع الرابع: أنواع السندات

الفرع الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها

الأسهم، هي نوع أساسي من أنواع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وللسهم مفاهيم عدة منها:

أولاً: مفهوم السهم في اللغة والإصطلاح: ويمكن التطرق الى تعريف السهم من خلال:

1 - مفهوم السهم في اللغة: "السهم: الحظ والنصيب، وجمعه أسهم وسهمان، وسهام وسهمة"¹، و"السهم: النصيب ويقال أسهم الرجلان، إذا اقترا، وذلك في السهمة"².

2 - مفهوم السهم في الإصطلاح: في إصطلاح الإقتصاديين والماليين، تم تعريف السهم بعدة تعاريف نذكر منها: أما السهم فيطلق على معنيين:

أ - المعنى الأول: "حق الشريك في الشركة، بأنه الصك المثبت لهذا الحق"³.

ب - المعنى الثاني: الصك المثبت لهذا الحق، بأنه: "صك يمثل حصة أو جزء من رأس مال شركة مساهمة، أو إحدى شركات الأموال، يزيد وينقص تبعاً لرواجها"⁴.

وعرف أيضاً بأنه: "صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح"⁵.

وقد جاء تعريف السهم حسب القانون التجاري بأنه: "سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها"⁶.

¹ أحمد الشرباصي، مرجع سابق، ص261.

² إبن منظور، لسان العرب المحيط، دار الجليل، بيروت، الجزء 3، 1988، ص229.

³ مبارك بن سلمان آل فواز، مرجع سابق، ص11.

⁴ أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص45.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص265.

⁶ منشورات بيرتي، القانون التجاري، الطبعة السادسة، الجزائر، 2010، ص262.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

وعلى ضوء ما تقدم يمكن تعريف السهم كونه ورقة مالية متساوية القيمة، تثبت لمالكها حصة أو جزء من رأس مال الشركة، ويتمتع حاملها بحقوق قابلة للتداول بالطرق التجارية.

ثانياً: حقوق حملة الأسهم وخصائصها:

يتمتع حملة الأسهم بمجموعة من الحقوق، وتتميز بخصائص عديدة نذكر أهمها:

1 - حقوق الأسهم:

الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم، بصفتهم مشتركين في ملكية الشركة، يمكن تقسيمها إلى حقوق مالية وأخرى غير مالية¹.

أ - **الحقوق السياسية:** وهي الحقوق التي تسمح للمساهم بالمشاركة في حياة الشركة ومنها²:

- حق التحكم في أعمال الشركة، وذلك من خلال الترشح لمجلس إدارة الشركة، واختيار أعضاء مجلس الإدارة، والإطلاع على ميزانية الشركة وغيرها.

- حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين، والتصويت على القضايا المطروحة أمام الجمعية.

- الحق في الحصول على معلومات من طرف الشركة في أي وقت، مثل الإطلاع على الميزانية، القانون الداخلي للشركة، تقارير مجلس الإدارة، وأسماء المسيرين ورواتبهم السنوية، كما لهم الحق في استدعاء العدالة، حتى يتسنى لحملة الأسهم مساءلة المسيرين على حسن إدارتهم للشركة.

- الحق في تقديم الحلول والبرامج المستقبلية، وذلك بوضع المشروع وعرضه على الجمعية العامة لمناقشته.

- حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصل أي مساهم من الشركة، لأن المساهم يمتلك نسبة من الشركة، فلا يجوز انتزاع ملكيته إلا برضاه³.

ب - **الحقوق المالية:** وهي الحقوق التي تسمح للمساهم للحصول على العوائد المحققة من طرف الشركة، ومنها⁴:

- حق الحصول على الأرباح السنوية والأرباح المحتجزة عند توزيعها.

- الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها.

- الحق في نقل ملكية السهم عن طريق البيع أو الإهداء أو توريثها أو غير ذلك.

- حق الأولوية في الإكتتابات الجديدة في أسهم الشركة، وذلك بشراء أي حصص إضافية تباعها الشركة.

¹ Erwan LESAOUT, introduction aux marchés financiers, economica,deuxiem édition , paris, 2008,pp :50.52

² أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، ترجمة سرور علي إبراهيم سرور، الجزء الأول، دار المريخ لنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص391.

³ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، السعودية، 1426هـ، ص71.

⁴ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص89.

2 - خصائص الأسهم:

- أجمعت كافة قواعد وأحكام أنظمة الأسواق المالية والنصوص التشريعية الوضعية، على أنه يمكن إجمال خصائص السهم في:
- أ - **تساوي الأسهم في القيمة:** بإصدار أسهم بقيم مختلفة غير ممكن، ويتم تحديدها من قبل القانون، وتصدر على مبدأ المساواة في الحقوق والالتزامات وهذا حتى يتسنى تقدير الأغلبية في الجمعية العامة، وتسهيل توزيع الأرباح¹.
- ب - **قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية** من شخص إلى آخر بأي طريقة من طرق نقل الملكية، كالتظهير أو لحامله، أو قيد اسم الشخص في سجل الشركة².
- ج - **عدم قابلية السهم للتجزئة:** ومعنى ذلك أن مالك السهم يجب أن يكون شخصا واحدا في مواجهة الشركة، ولا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة إن كانوا ورثة، حتى يتسنى تسهيل معرفة الشركة لحاملي الأسهم وممارسة حقوقهم كاملة كحق التصويت في الجمعيات العمومية³.
- د - **تحديد مسؤولية المساهم:** تقتصر مسؤولية المساهم عن ديون الشركة في حدود ما يملكه من نسبة في أسهم الشركة فقط، خلاف حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموما فتكون مسؤوليته غير محدودة⁴ لتصل إلى أمواله الشخصية.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تتعدد أنواع الأسهم وتباين بتباين أسس تقسيمها، وبحسب الإعتبار الذي يتخذ للتصنيف، وذلك على النحو الآتي:

أولا: أنواع الأسهم من حيث الشكل القانوني:

- من خصائص السهم أنه قابل للتداول، فيجب أن يتخذ شكلا يسمح بتداوله بسهولة، وله أنواع وأشكال كما يلي:
- 1 - **أسهم اسمية:** وهي "الأسهم التي تحمل اسم مالكةا، وذلك بأن يدون اسمه على شهادة السهم"⁵. ويقيد اسم المساهم في سجلات خاصة، تحتفظ بها الشركة المصدرة للأسهم. ويتم تداولها، ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسم المساهم الجديد في تلك السجلات.
- 2 - **أسهم لحاملها:** وهي "الأسهم التي يكتب عليها (لحاملها) فقط، دون تسجيل الاسم"، ويعتبر حامل السهم هو المالك الشرعي في نظر الشركة، وتتداول بطريقة الحياة الفعلية⁶ بالانتقال من يد إلى يد..

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 47.

² فيصل محمود الشاورية، مرجع سابق ص 80.

³ نزيه محمد الصادق المهدي، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق و البورصات، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص 26.

⁴ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سابق، ص 97.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 117.

⁶ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 90.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

3 - أسهم لأمر: حيث يذكر "اسم صاحب الحق في السهم مسبقا بعبارة "لأمر" أو " لإذن" ويكون نقل ملكية هذه الأسهم عن طريق تظهير صك السهم" من البائع وتحويله للمشتري، فيصبح المشتري مالكا لها كسائر الأسهم التي تحمل شرط لأمر¹.

ثانيا: أنواع الأسهم من حيث طبيعة حصة الشريك:

بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم، نجد ثلاثة أنواع :

1 - الأسهم النقدية: وهي تلك الأسهم التي تمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة، أو هي التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية، سواء بعملة قانونية أو شيك أو أية أوراق تجارية قابلة للإنتقال والتداول².

2 - الأسهم العينية: هي "الأسهم التي تعطي لمن تقدم بحصة عينية، من آلات أو موجودات أو منقولات أو عقار أو غيرها من حصة في رأس مال الشركة". وتخضع الأسهم العينية لنفس القواعد التي تسري على الأسهم النقدية، فيما عدا أنه يجب الوفاء بقيمتها كاملة، مع تقدير الحصص العينية تقديرا صحيحا قبل منحها، وأنه لا يجب تداولها قبل مضي سنتين من تاريخ تأسيس الشركة³.

ثالثا: أنواع الأسهم من حيث التصويت: وهي تلك الأسهم التي يسمح لها بالتصويت في الجمعية العامة أم لا وتنقسم إلى⁴:

1 - الأسهم المصوتة: وهي "الأسهم التي تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب".

2 - الأسهم الغير مصوتة: وهي "الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع، دون أن يكون لملكها حق الإدارة أو التصويت" في حين يسقط حق الانتخاب أو الترشيح لعضوية مجلس إدارة الشركة.

رابعا: أنواع الأسهم من حيث الحقوق الممنوحة لملكها:

الأصل أن تتمتع جميع أسهم شركة المساهمة بحقوق متساوية. إلا أنه يجري العمل على إقامة نوع من التفرقة بين الأسهم من حيث الحقوق، فتعطي لبعض الأسهم امتيازات لا تخول لأسهم أخرى. وعلى هذا الأساس يمكن تقسيم الأسهم كالاتي:

1 - الأسهم العادية: وهي "عبارة عن ورقة مالية تصدر عن شركة المساهمة، بقيمة اسمية، تضمن حقوق وواجبات متساوية لملكها وتطرح على الجمهور عن طريق الإكتتاب العام في الأسواق المالية الأولية"، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، لتتحدد قيمتها سوقيا حسب العرض والطلب⁵.

2 - الأسهم الممتازة: هي تلك الأسهم التي تخول لأصحابها حق الحصول على الأولوية في قبض ربح معين، أو أولوية في استرداد ما دفع من رأس المال عند التصفية، أو حصول الأمرين معا، بعكس أصحاب الأسهم العادية⁶.

¹ أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص19.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص269.

³ نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص5.

⁴ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص96.

⁵ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص92.

⁶ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص224.

الفصل الأول:..... مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

3 -أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم هذه الأسهم إلى الأنواع التالية¹:

- أ - أسهم أولوية: ويتمتع أصحابها عادة بحقوق مالية، في حين يفقدون لجزء أو كل الحقوق المتعلقة بحق التصويت.
- ب - أسهم ذات الصوت المتعدد: يعطي لصاحب هذه الأسهم أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة.
- ج - أسهم مجمعة للأرباح: تضمن لملاكها نصيب من الأرباح عن السنوات السابقة التي لم يعلن عن توزيعها.
- د - أسهم مشاركة أو غير مشاركة في الأرباح: وهي أسهم لها حق الأولوية في الأرباح بنسبة ثابتة، كما تعطي الحق أيضا أولا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.
- هـ - الأسهم القابلة لتحويل: تعطي امتياز لحاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي.

خامسا: أنواع الأسهم من حيث استهلاكها:

ويقصد بها "رد القيمة الإسمية للمساهم، أثناء حياة الشركة -دون انتظار لإنقضائها بانتها مدتها أو الحل أو التصفية-" أي أن استهلاك الأسهم يحدث استثنائيا، لأن الأصل هو عدم استهلاك الأسهم وعدم استرداد المساهم قيمة أسهمه، إلا بعد حلول فترة انتهاء وجودها أو تصفيتها وتقسيم موجوداتها²، وتنقسم إلى الأنواع التالية:

1 -أسهم رأس المال: هي التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند تصفيتها أو انقضائها، أي بزوال الأمر الذي أنشأه من أجله³.

2 -أسهم التمتع: تعرف أسهم التمتع أنها أوراق مالية التي يتحصل بمقتضاها على القيمة الإسمية لأسهمه، إثر عملية تسمى بإستهلاك رأس المال في أثناء حياة الشركة⁴.

ففي مثل هذه الحالات تعمل الشركة إلى رد قيمة أسهم المساهم، وتمنحه بدلا عن ذلك سهم تمتع، يخوله حقوق أسهم رأس المال، إلا في الأرباح، وتقسّم موجودات الشركة عند حلها، ويعطى مالك أسهم التمتع نصيبا من الأرباح أقل مما يعطاه مالك أسهم رأس المال، كما يستوفى أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم قبل ملاك أسهم التمتع في موجودات الشركة عند تصفيتها⁵.

سادسا: أنواع الأسهم من حيث التداول: وللأسهم بهذا الاعتبار نوعان⁶:

1 -أسهم ضمان: وهي أسهم "غير قابلة للتداول يقدمها عضو مجلس إدارة الشركة المساهمة لضمان إدارته، حيث لا يجوز تداول هذه الأسهم حتى تنتهي مدة وكالة العضو" في مجلس إدارة الشركة ويصادق على ميزانية آخر سنة مالية قام فيها بأعماله.

2 -أسهم التداول: وتشمل "جميع الأسهم عدى أسهم الضمان، فيجوز تداول الأسهم بيعا وشراء" حسب المتعارف عليه.

¹ Erwan LESAOUT, Op Cit, p.57

² نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص6.

³ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص59.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق ص273.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص119.

⁶ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص62.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

سابعاً: أنواع الأسهم من حيث المنح وعدمه: ويقصد بها نوعان من الأسهم¹:

- 1 - أسهم غير مجانية: وهي الأسهم "التي يدفع صاحبها قيمتها" نقداً أو ماشابه، فهذا هو المتداول المعروف.
- 2 - أسهم منح (مجانية) : وهي الأسهم "التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً، في حالة زيادة رأس مالها على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الإحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم" بالتساوي، ويعتبر حق المساهمين في الحصول عليه.

ثامناً: أنواع الأسهم من حيث القيمة: للأسهم في الشركة قيم متعددة ، وهي²:

- 1 - القيمة الإسمية : وهي القيمة التي تكون مبنية على السهم وتحدد عند الإصدار والاكنتاب العام، أي ما يدفعه المساهمون من أموال كحصة لإكتسابهم عند اعلان انشاء الشركة.
- 2 - قيمة الإصدار : وهي "القيمة التي تصدر بها الأسهم الجديدة"، كزيادة رأس مال الشركة لدعم مشاريعها أو التوسع في نشاطها، وقد تكون مساوية للقيمة الإسمية أو أعلى أو أقل منه.
- 3 - القيمة الحقيقية أو الدفترية: وهي "القيمة التي يستحقها السهم في جميع أموال الشركة"، أي يشمل رأس المال المدفوع، وموجودات الشركة وأرباحها، بعد انقاص ما عليها من ديون، ويحسب بمحاصل موجودات الصافية للشركة على عدد الأسهم المصدرة.
- 4 - القيمة السوقية للسهم: وهي "القيمة التي تتحدد في سوق الأوراق المالية"، وتتغير إرتفاعاً وإخفاضاً تتحكم فيها عوامل كثيرة، منها مدى سلامة المركز المالي للشركة ونجاح مشروعها والأرباح المحققة والموزعة³.

الفرع الثالث: مفهوم السندات وخصائصها

تمثل السندات مصدراً من مصادر التمويل وأداة من الأدوات المالية، التي تلجأ إليها الشركات المساهمة والحكومات المركزية والمحلية، لسد احتياجات المالية الكبيرة، وذلك في وجود لسوق أوراق مالية نشطة، تمتص كل الإصدارات التي يتم إصدارها. والسندات من أدوات الدين، وتتميز بخصائص مختلفة، وتضم أنواعاً متعددة.

أولاً: مفهوم السندات في اللغة والإصطلاح:

وتتطرق لمفهوم السندات لغة واصطلاحاً، فهي:

- 1 - مفهوم السندات في اللغة: السندات لغة "جمع سند، وهو بمعنى الإعتماد، والركون إليه، وكل شيء أسندت إليه شيئاً، فهو مسند، والسند: ما إرتفع من الأرض في قُبَل الجبل أو الوادي، وعلا من السفح"⁴.
- 2 - مفهوم السندات في الإصطلاح: أما ما عرف في الإصطلاح الإقتصادي فهو: السند هو "عبارة عن أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض(المصدر للسند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة، في توزيع محدد لحامل السند(المقرض)، ويحمل السند قيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين، ومعدل فائدة محدد"⁵.

¹ شعبان محمد إسلام البرزاري، مرجع سابق، ص96.

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 95-96.

³ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص61.

⁴ إبن منظور، مرجع سابق، ص215.

⁵ عبد النافع الزرري وغازي فوح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص160.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

وجاء تعريف السندات حسب القانون التجاري بأنها: "سندات دين قابلة للتداول، تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير، يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها، وتقوم على القيمة الاسمية للسند"¹. وعرفه البعض بأنه: هو "عقد طويل المدى، يوافق فيه المصدر (المقترض) على تسديد دفعات الفائدة والأصل، في تواريخ محددة لحملة السندات"².

ويمكن إعطاء تعريف لسندات بأنها: "التزام مالي تعاقدى مكتوب (ورقة مالية) يتعهد بموجبه المقترض (مصدر السند) تقديم مدفوعات إلى المقترض (المحتفظ بالسند) والتي هي الفائدة بغض النظر عن النتائج المحققة، فتدفع خلال عدد محدود من السنوات (حتى تسديد القرض في وقت مستقبلي) بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الإسمية"³.

ثانيا: عناصر السند: وتشمل السندات على⁴:

- 1 - الكوبون: وهو ذلك الدخل الذي يحصل عليه حامل السند ويتحدد معدله بأسعار الفائدة السائدة في سوق السندات.
 - 2 - تاريخ الاستحقاق: وهو الموعد الذي يسترد فيه حامل السند على القيمة الاسمية للسند، وهناك نوعان من تاريخ الاستحقاق: فعلي وأصلي⁵.
 - 3 - القيمة الإسمية: وهي القيمة المكتوبة على السند و يلتزم مصدر السند بردها إلى حامل السند في موعد الإستحقاق.
 - 4 - شروط نقل الملكية: يتم نقل ملكية السند القابل للتداول إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد والتسجيل في سجلات الشركة حتى يتم معرفة الدائنين الجدد.
- هذا و يصاحب هذه السندات نوعان أساسيان من الوثائق هما⁶:

- شهادة السند: وهي الوثيقة التي تثبت ملكية السند من طرف صاحبه ويتم ذكر فيها عن توقيت وطريقة تسديد الفوائد والقيمة الإسمية للسند.

- وثيقة عقد إصدار السند: وهي الوثيقة التي توضح حقوق وواجبات، كل من المصدر ومالك السند.

ثالثا: حقوق حملة السندات وخصائصها : لحامل السند حقوق يتمتع بها ولها خصائص تختلف عن باقي الأوراق المالية.

- 1 - حقوق أصحاب السندات: ويمكن اجمال بعض هذه الحقوق في النقاط التالية⁷:
 - أ - يحق لمالك السند من فائدة ثابتة، مهما كانت أوضاع الشركة المصدرة للسند من ربح أو خسارة، يستوفها في المواعيد المتفق عليها عند الاكتتاب في هذه السندات.
 - ب - الحق في استرداد القيمة الإسمية للسند في الموعد المتفق عليه مسبقا دون تأخير أو استهلاك السندات.
 - ج - لحامل السند حق الأولوية في الحصول على قيمة السند عند التصفية قبل حملة الأسهم.

¹ منشورات بيرتي، القانون التجاري، مرجع سابق، ص270.

² أوجين بريجهام وميشيل إيزهاردت، مرجع سابق، ص338.

³ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص109.

⁴ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص140.

⁵ Erwan LESAOUT, Op Cit, p.32

⁶ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص76.

⁷ أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 93-95.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

- د - لحامل السند الحق في بيعه عن طريق تداوله بالطرق التجارية، وهذا بحسب الأسعار السائدة في السوق¹.
- هـ - الحق في انشاء هيئة لحاملي السندات، تحضر الجمعيات العامة للشركة، ويحق لهذه الهيئة اتخاذ التدابير التحفظية لحماية حقوق حملة السندات.
- 2 - خصائص السندات: يمكن تلخيص خصائص السندات إلى عامة وأخرى منفردة، يمكن ذكرها كما يلي:
- أ - خصائص عامة:
- السند أداة دين: ينشأ لمالك السند حق دائنية على الشركة المصدرة، مقارنة بالأسهم، لذا يعطى لحامل السند الأولوية في تصفية حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها قبل حاملي الأسهم في حالة الإفلاس أو تصفية الشركة².
- السندات أداة استثمار ثابتة الدخل: يتحصل حامل السند على دخل ثابت ممثلاً في الفائدة، بغض النظر من النتيجة المحققة للشركة ربحاً أم خسارة، وفي حال عدم تسديد هذه الفوائد في آجالها، له الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة³.
- القابلية للتداول: يحق لحامل السند تداوله في الأسواق الثانوية كالأسهم، خاصة وأنها تساهم في توفير السيولة اللازمة للسندات طويلة الأجل، مما يجعلها من الأوراق المالية التي تنوع المحفظة الاستثمارية أيضاً.
- محدودية الأجل: يصدر السند بأجل استحقاق محدد بتاريخ حلوله، تتراوح مدته غالباً بين سنة و 30 سنة، مصرح به في عقد الإصدار ويعتبر عنصراً هاماً في تحديد معدل الفائدة، وكذلك سعره السوقي⁴.
- قرض السندات قرض جماعي: فالشركة أو الحكومة تتعاقد مع مجموعة من المقترضين، فتصدر بمقدار المبلغ الإجمالي للقرض عدداً من السندات متساوية القيمة⁵.
- السند أداة تمويلية: حيث تصدرها كل من الحكومات والشركات لتمويل مشاريعها المختلفة، عندما يتعذر الحصول على الأموال بالطرق الأخرى، فيتم تجزئة القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، وتصدر عن كل جزء سند، يحمل قيمة اسمية مساوية لذلك الجزء، بحيث يمثل مجموع أجزاء هذه السندات مجموع المال الذي تريد جمعه من اصدار السندات⁶.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 203.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص 221.

³ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سابق، ص 106.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 253.

⁵ عبد الله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص 13.

⁶ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 202.

ب - الخصائص المنفردة:

- قابلية الإستدعاء: يحق للجهة المصدرة للسند استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه، بسعر محدد يسمى سعر الإستدعاء، هذا في وجود بند في عقد الإصدار ينص على ذلك، وإما بتحديدته مستقبلاً، مع اخطار مسبق بفترة معينة مثل شهر واحد، وفي كل الحالات سيفقد حامل السند، أي عوائد مستقبلية سيجنيها من ارتفاع قيمة السند¹.
- قابلية التحويل إلى أسهم: والتي تسمح لحاملي السندات بالإستفادة من فروقات العوائد والإميازات، التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه، وهذا قد يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة، إذ أن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد الطلب عليها، ومن جهة أخرى أن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحملة السندات المعنية².
- خاصية الإطفاء: تعطي هذه الخاصية الجهة المصدرة للسندات الحق في استرداد السندات التي حل موعد إطفائها، عادة بالقيمة الإسمية، وتتم هذه العملية بإنشاء الجهة المصدرة لصناديق الإطفاء واسترداد السندات بطريقة اليانصيب، أو انتظار الوقت المناسب عند انخفاض سعره وشراؤه من السوق، مما يضمن لحملة السند من استرداد أموالهم³.

الفرع الرابع: أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات إلى أصناف كثيرة، وذلك من خلال حيثيات واعتبارات مختلفة، نذكر أهمها في ما يأتي:

أولاً: أنواع السندات باعتبار مصدرها:

تنقسم السندات باعتبار الجهة التي تقوم بإصدارها، إلى الأقسام التالية:

- 1 - سندات الهيئات والمنظمات الدولية والإقليمية:** وتتنوع باختلاف الهيئات والمنظمات المصدرة لها كالبنك الدولي⁴، والتي يجري إصدارها وتداولها في مختلف الأسواق المالية العالمية، عبر المؤسسات المالية المختلفة، وذلك بتجميع الفوائض المالية للدول لتمويل الإستثمارات، أو باعادة اقراضها لتغطية العجز في موازين المدفوعات للدول.
- 2 - السندات الحكومية:** تصدر الحكومات في مختلف البلدان عن طريق البنك المركزي، سندات متساوية القيمة تمثل دينا مضموناً من طرف هذه الدول، لتغطية مصاريفها من الإنفاق العام أو استعمالها كأداة للسياسة النقدية⁵ لامتناس السيولة، وهي تنقسم بدورها إلى⁶:
- أ - السندات الادخارية:** وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل كما لا يجوز لحامله رهنها لصالح الغير. وتعد وزارة المالية المصدر الوحيد لشراء تلك السندات أو اللجوء إليها لإسترداد قيمتها عند استحقاق أجلها.

¹ محمد عدنان بن الضيف وربيح المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول: الإقتصاد الإسلامي، الواقع، ورهانات المستقبل، ب م، ب ت، ص ص: 3-4.

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 111.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 259.

⁴ راجع: أوجين بريجهام وميشيل إيهاردت، مرجع سابق، ص 338.

⁵ أرشد فؤاد التميمي، ص 262.

⁶ محمد عدنان بن الضيف وربيح المسعود، مرجع سابق، ص 4.

الفصل الأول:.....مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

ب - سندات الخزينة: تصدرها الحكومة ويطلق عليها سندات أوراق الخزانة، آجالها في المدى القصير وتتراوح بين ثلاثة أشهر والعام، كما لا تحمل فائدة وإنما تباع بخخص معين على قيمتها الاسمية، أو تمنح الحكومة عليها فائدة محددة لأجل معين ولا تتجاوز مدتها العام الكامل.

ج - سندات البلدية: تصدرها هيئة تابعة للحكومة، أو البلديات، أو الإدارات المحلية، وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل.

د - شهادات الاستثمار: وهذه الشهادات تصدرها عادة البنوك، وتعتبر دين في ذمة الحكومة.

3 - سندات الشركات: وتعرف بسندات القطاع الخاص، وهي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، وذلك لتمويل مشاريعها أو توسيع استثماراتها، وتكون مضمونة في الغالب بأصول هذه الشركات¹. وتتميز هذه السندات، بأنها تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية، ولكنها أكثر تعرضا للمخاطر المترتبة على احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية في التواريخ المتفق عليها مسبقا². وتصدر هذه السندات بدرجات أو رتب مختلفة حسب جودتها، وتنقسم إلى:

أ - سندات عالية المردودية: وهي سندات ذات جودة عالية، يعتبر مصدرها ذا ملاءة مالية ممتازة ودرجة تصنيف إئتماني عالية ومخاطر متدنية، وهي بذلك تدر أرباحا كبيرة.

ب - السندات الرديئة (متواضعة الجودة): تصدر من أجل تمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الشركة التي يديرونها، وتستخدم حصيلتها لشراء أسهمها المتداولة في السوق³.

ثانيا: أنواع السندات من حيث شكل الإصدار:

تقسم السندات من حيث زاوية الشكل الذي تصدر به إلى:

1 - سندات لحامله: يكون "السند لحامله عندما يصدر خاليا من اسم المستثمر" (مالكه)، كما لا يسجل في هذه الحالة اسم المالك الجديد في سجل الملكية لدى جهة الإصدار⁴. وتنتقل ملكية السند بطريق الإستلام.

2 - سندات اسمية أو المسجلة: وهي "سندات التي يصدر ويذكر فيه اسم صاحبه (دائن) " ⁵ كما يوجد سجل خاص بملكية السندات محتفظ به لدى الجهة المصدرة. ويمكن التسجيل كاملا فيشمل التسجيل على أصل الدين وفائدته وقد يكون جزئي ويقتصر التسجيل على أصل الدين فقط.

ثالثا: أنواع السندات من حيث الأجل:

وهنا يعتمد على مدة الأجل كقياس وهي على ثلاثة أنواع:

1 - سندات قصيرة الأجل: وهي "سندات التي تقل مدتها عادة عن السنة، ويتم التعامل بها في السوق النقدية"، من مميزاتا درجة مخاطرة منخفضة وعائد أقل وسيولة مرتفعة.

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص115.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص223.

³ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سابق، ص29.

⁴ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سابق، ص108.

⁵ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها، مرجع سابق، ص87.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

- 2 -سندات متوسطة الأجل: وهي التي "تزيد مدتها على السنة إلى خمس أو سبع سنوات"، لها فائدة أعلى عن تلك سندات قصيرة الأجل ومخاطرة متوسطة.
- 3 -سندات طويلة الأجل: وهي التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية وتمتد مدتها إلى أكثر من عشرين سنة، تكون درجة مخاطرتها أكبر وسيولة أقل وعائد أعلى مقارنة بسندات قصيرة والمتوسطة الأجل¹.
- رابعا: أنواع السندات من حيث الاستحقاق: وتنفرع إلى:

- 1 -سندات ذات استحقاق ثابت "سندات عادية: وهي سندات ذات قيمة متساوية، تعطى عليها فوائد ثابتة، فضلا عن استرداد قيمتها عند نهاية مدة القرض².
- 2 -سندات ذات استحقاق بعلاوة إصدار: وهي تلك السندات التي تصدر بأقل من قيمتها الإسمية والفرق يمثل علاوة الوفاء أو علاوة الإصدار، وذلك مقابل الفائدة الثابتة التي لاتدفع سنويا وإنما عند حلول تاريخ إستحقاق تسديد مبلغ السندات، فيتم دفعها جملة واحدة³.
- خامسا: أنواع السندات من حيث الضمان: وتنقسم إلى سندات مضمونة وغير مضمونة.

- 1 -سندات الغير مضمونة بأحد أصول الشركة:
- فيعتمد فيها التزام المصدر بالوفاء لحامل السندات فقط، ويكون "الضامن الوحيد سمعة الشركة من حيث مركزها المالي وحجم إيراداتها" وتعرف بالسندات العادية. وفي حالة حل الشركة أو اشهار إفلاسها يعامل حملة هذا النوع من السندات معاملة غيرهم من دائني الشركة، وتحصل ديونهم من أصول الشركة⁴.
- 2 -السندات المضمونة: وهي "السندات المضمونة بأصل معين من الأصول التي تمتلكها الشركة وتعرف باسم سندات الرهن أو السندات العقارية"، وتكون في العادة أصلا حقيقيا مثل المباني والأراضي والآلات، ففي حالة توقف الشركة المصدرة للسندات عن الوفاء بالتزاماتها، كالتأخر في دفع الفائدة أو عدم سداد الأصل الدين في تاريخ استحقاقه أو في حالة افلاس الشركة، فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته⁵.
- سادسا: أنواع السندات من حيث قابلية التحويل: ويمكن التمييز بين نوعين هما:

- 1 -غير قابلة للتحويل: "لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها لأسهم عادية للشركة المصدرة"⁶. وعادة ما تكون ذو معدل فائدة أعلى من تلك السندات القابلة للتحويل.
- 2 -سندات قابلة للتحويل: ويمكن أن نجد الأنواع التالية⁷:
- أ - سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وهي التي "تخول لحاملها الحق أن يستبدلوا بها عددا من الأسهم العادية" التي تصدرها الشركة وهذا عندما يتم ذكره في نشرة الاكتتاب.

¹ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص:255-256.

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص135.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص293.

⁴ راجع: مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص209.

⁵ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سابق، ص110.

⁶ فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص78.

⁷ M.Montoussé et al, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, quatrième édition, BREAL édition, Clamecy, 2010, p.102

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

- ب - السندات القابلة للتحويل إلى سندات أخرى: وهي "السندات التي تصدرها الحكومات، وتحول لحاملها الحق في أن يستبدلوا بها سندات أخرى" في تاريخ استحقاقها إذا رغب حاملوها في ذلك.
- ج - السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات: وهي التي "تعطي الحق لحاملها بتحويلها إلى أسهم عادية أو سندات".
- سابعاً: أنواع السندات من حيث الدخل:

من حيث نوع العوائد المالية التي يجنيها حملة السندات، يمكن تقسيم هذه السندات إلى الأقسام التالية:

- 1 - سندات ذات معدل فائدة ثابت: أي التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، وتدفع بشكل دوري إلى أن يجل أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بالقيمة الاسمية للسند¹.
 - 2 - السندات ذات معدل فائدة عائِم (متغير): وتعرف بتغير سعر فائدتها تبعاً لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق، حيث تتغير هذه السندات بإعادة النظر في معدل الفائدة كل ستة أشهر، ويكون مقياس التغير سعر الفائدة على السندات الحكومية قصيرة الأجل في سوق معينة، مثل سوق لندن ويعرف بـ LIBOR.²
 - 3 - السندات التي لا تحمل معدلات للفائدة (السندات ذات الكوبون الصفري): وهي السندات التي تباع بأقل من قيمتها الاسمية، فلا يحصل حاملوها على الفائدة، وإنما الفرق بين القيمة التي دفعها المستثمر عند شراء السند وبين القيمة الاسمية، التي تعد مقدار الفائدة الذي يتحصل عليه صاحب السند³.
 - 4 - سندات الدخل: وهي "سندات ذات فائدة متغيرة تبعاً للأرباح المحققة من طرف الشركة"⁴. ولا تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتصفية الشركة أو إعلان إفلاسها، في حالة ما لم يتم تسديد القيمة الاسمية للسند.
 - 5 - سندات المشاركة في الربح: وهي تلك التي تحول لحاملها حق الحصول على نسبة من الربح المحقق للمشروع، إذا تجاوزت النتيجة الصافية قدر معيناً، بالإضافة للفوائد الثابتة الدورية⁵.
- ثامناً: أنواع السندات من حيث عملة الإصدار: من حيث هذا المعيار نجد⁶:

- 1 - سندات محلية: تصدرها مؤسسات القطاع العام والخاص بالعملة الوطنية لصالح مقترضين محليين، ويجرى تداولها في السوق المالي المحلي.
- 2 - سندات أجنبية: وهي التي تصدر لصالح مقترض أجنبي وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي طرحة بها السندات.
- 3 - سندات دولية: يطلق مصطلح السندات الدولية على السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته، ولصالح مقترض أجنبي، فهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية، وتعرف بسندات الأورو دولار.

¹ M.montoussé et al, Op Cit, p.98

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 206-207.

³ عبد النافع زرري و غازي فرح، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص166.

⁴ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص137.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص297.

⁶ راجع: محمد عدنان بن الضيف وريبع المسعود، مرجع سابق، ص7؛ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص78؛ زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص112.

المطلب الثالث: الأدوات المالية الحديثة

تزايدت أهمية المبتكرات المالية على مدار العقدين الأخيرين من القرن الماضي، سواء من ناحية حجم التعامل أو من ناحية تنوعها، بسبب الثورة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال، والتي صارت تعرف بعصر العولمة، حيث زادت عمقا وإتساعا لهذه الأسواق، وقد أدت الثورة الحادثة في عالمي الإستثمار والتمويل، وما صاحبها من تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثاني، وبذلك توفر لهذا السوق خاصتي العمق والاتساع، وفي اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته¹، فكانت المشتقات المالية من أهم مستحدثات الأسواق المالية، وستتطرق إلى أنواعها وأهم خصائصها في هذا المطلب من خلال العناصر التالية:

الفرع الأول: المشتقات المالية

الفرع الثاني: الأوراق المالية المضمونة بأصول "التوريق"

الفرع الثالث: شهادات الإيداع الدولية

الفرع الأول: المشتقات المالية

نورد فيما يلي أهم التعريفات المتعلقة بالمشتقات المالية، عناصرها، المتعاملون بها وكذا استخداماتها بالإضافة إلى أهم أنواعها.
أولا: مفاهيم عن المشتقات المالية:

تعد المشتقات المالية بالحديثة نسبيا مقارنة مع الأسهم والسندات، غير أنها أعطت الكثير من الحلول والخيارات للمتعاملين في الأوراق المالية في المستقبل من حيث السعر أو الكمية أو المدة.

1 - تعريف المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب إستثمارا لأصل المال في هذه الأصول"². فهي عقود تجمع بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد المرتقبة. وتعرف المشتقات المالية على أساس أنها "أدوات مالية يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى، أي مشتقة من أدوات مالية أخرى"³. فهي تعتمد على نتائج وأداء ومردودية الأدوات المالية الرئيسية كأساس لقياس وإدارة المخاطر المالية المشتقة. وعرفت كذلك المشتقات المالية، بأنها "عقود تشتق قيمتها من قيمة أصول معينة، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع من الأصول الحقيقية، من سلع ومعادن وطاقة، والأصول المالية من أسهم وسندات وعمليات وقروض" وتسمح المشتقات المستثمرين بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل الأول موضوع العقد⁴.

¹ محمد مطر، مرجع سابق، ص 295.

² سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 59.

³ فريد راغب النجار، المشتقات و الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 19.

⁴ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 5

2 - عناصر المشتقات المالية: وبناء على التعريفات السابقة، يمكن التوصل إلى عناصر المشتقات فيما يلي¹:

- هي عقود، يتم تسويقها في تاريخ مستقبلي.
- لا تتطلب استثمارات مبدئية، في حين تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود.
- تعتمد قيمتها أي المكاسب أو الخسائر للأصل المعني، أي الأصل موضوع العقد -أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات-.

3 -متضمنات عقد المشتقات: ويتضمن عقد المشتقات ما يلي²:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، مع تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تعيين الشيء محل العقد والذي قد يكون: سعر فائدة محددة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي.

4 -المتعاملون في عقود المشتقات: من بين المتعاملين الأكثر نشاطا في إجراء تعاملاتهم على المشتقات نجد³:

- أ - المتحوظون: يعمل المتحوظون على تخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، فجاءت المشتقات لتسمح لهم بتحسين درجة التأكد غير أنها لا تضمن تحسين النتائج.
- ب - المضاربون: ويراهنون على تقلبات الأسعار في المستقبل، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق بعض المكاسب.
- ج - المراجحون: وينشطون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر، بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في سوق مرتفع السعر⁴.

ثانيا: أهمية عقود المشتقات المالية واستخداماتها:

لم يكن ظهور عقود المشتقات، وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل كان وليد حاجة وضرورة، وناول الأهمية الإقتصادية لعقود المشتقات من خلال:

1 -استخدام المشتقات في إدارة المخاطر:

تستخدم هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الإستثمار أو زيادتها. فمن يشتري في السوق الآنية الحاضرة ويبيع آجلا في سوق العقود المستقبلية أو الخيارات إنما بغرض تقليل المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها⁵.

¹ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص ص: 238-239.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 7.

³ راجع: محمد مطر، مرجع سابق، ص 301.

⁴ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 8.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 68.

2 - أداة لإستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

تعد أسواق عقود المشتقات، سوق مهمة لتزويد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل في المستقبل، الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر، لذا يقال أنها أداة جيدة لاستكشاف السعر¹، أي تحديد المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ تسليم.

3 - إتاحة فرص استثمارية للمضاربين:

توفر أسواق المشتقات، مكان بديل للمضاربة في أسعار الأسهم والسندات، فقد أصبح بوسع أي من المحترفين أو المتعاملين في هذه الأسواق، أن يدخل السوق مضاربا من خلال عقود المشتقات، وذلك بغرض تحقيق الربح، وليس بغرض تأمين تملك الأصل، على أساس أن تأمين الأصل، يهم من يرغب في تملك الورقة المالية بغرض تحقيق عوائد مستقبلية².

4 - كفاءة السوق:

هناك ارتباط بين الأسعار الحاضرة وأسعار المشتقات. فالتكاليف المنخفضة وسهولة التعامل تساعد في التأثير على سيولة السوق، مما تجعل السوق أكثر كفاءة، ويتيح بذلك فرصة أفضل لإبرام العقود بسعر قريب من السعر العادل.

ثالثا: أنواع المشتقات المالية:

تشتمل عقود المشتقات المالية على العقود الفرعية التالية: العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلات.

1 -العقود الآجلة:

على الرغم من أن العقود الآجلة قد ظهرت منذ زمن بعيد، خاصة فيما يتعلق بالعمليات الآجلة على السلع كالحبوب والأرز، إلا أنها كانت أقل استيعابا.

أ - ماهية العقود الآجلة: من أهم التعريفات في شأن العقود الآجلة، نجد:

العقد الآجل هو "اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع. الأصل محل التعاقد، وسعر التسوية، وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين، وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد للمشتري"³ على أن يتم الوفاء بالثمن المتفق عليه مسبقا من طرف المشتري.

ب - التعامل بالعقود الآجلة: ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا، وهو الطرف الذي يقبل بشراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويقبل هو الآخر على بيع الأصل في نفس التاريخ المستقبلي مقابل نفس السعر⁴.

¹ أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص 13.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات: المشتقات، الجزء الثاني، منشأة المعارف، لإسكندرية، 2003، ص 20.

³ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص 208.

⁴ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص 258.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

ويشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسم سعر التسليم، ووقت الدخول في العقد يتم اختيار هذا السعر، بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين¹. ويعني ذلك أن إتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئا للطرفين. وبصورة عامة، إن العقود الآجلة ليست أدوات إستثمارية بمفهومها التقليدي بل هي نوع من الإتفاقيات التجارية تعقد بين طرفين، يتم تنفيذه في وقت لاحق في المستقبل².

2 - عقود المستقبلية:

يجرى التعامل بالعقود المستقبلية، من خلال أحد الأسواق المنظمة وهي سوق الأوراق المالية.

أ - ماهية عقود المستقبلية:

فقد عرفت العقود المستقبلية على أنها عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها من خلال أحد الأسواق المنظمة، وتخضع لإجراء تسوية يومية، تخصص من خلالها خسائر أحد الأطراف، من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة، لتضاف إلى حساب الطرف الآخر³.

وعرفت العقود المستقبلية، بأنها "اتفاق بين طرفين البائع والمشتري، يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل مالي (سهم، سندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد"⁴.

ب - أنواع العقود المستقبلية: تنوع العقود المستقبلية طبقا للشيء محل التعاقد إلى⁵:

-**العقود المستقبلية على السلع:** وهي العقود المستقبلية في سلع حقيقية لها سوق نشطة مثل البن والسكر والقطن والنفط والمعادن الثمينة.

-**العقود المستقبلية المالية:** وهي العقود المستقبلية على أصول مالية كالأسهم والسندات أو أصول نقدية مثل الودائع.

-**العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** وتتعقد على مؤشرات الأسهم العالمية، التي تعد بمثابة إلتزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه، وهو المسمى بثمن الشراء.

ج - أهم سمات وخصائص العقود المستقبلية: من أهم خصائص العقود المستقبلية نجد⁶:

- تعدد شروط التعاقد فلا يتشابه عقد مع عقد آخر ولا يخضع لرغبة المتعاقدين، كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته وصفاته أو جودته.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص12.

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص155.

³ أشرف محمد دوابه، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص:5-6.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات: المشتقات، مرجع سابق، ص92.

⁵ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص:253-254.

⁶ راجع: سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص217.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

- المتعامل في هذه العقود يودع تأميناً وذلك خلافاً للعقود الآجلة، التي يجري التعامل عليها في السوق الغير رسمية والتي لا تتطلب إيداع مثل هذا التأمين أياً من أطرافها.
- يمكن للمستثمر في السوق الرسمية أن يتجنب الإستلام الفعلي للسلعة من خلال بيع العقد لآخر.
- العقود المستقبلية توصف جميعها بأنها MARKED TO MARKET بمعنى أنها تخضع للتسوية اليومية فيتم تعديل ثمن التعاقد يومياً كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.

3 - عقود المبادلات:

تمثل عقود المبادلات أحد أدوات نقل المخاطر، من طرف إلى آخر سواء بقصد التحوط أو لأسباب المضاربة.

أ - ماهية عقود المبادلات:

تعرف عقود المبادلة بأنها "سلسلة من العقود الآجلة، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، نصف سنوية...)"، وعقد المبادلة ملزم لكلا طرفي العقد، حيث الأرباح والخسائر لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، كما لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة¹. ويمكن أن نعتمد على هذا التعريف، بأن عقود المبادلات عبارة عن "إتفاقيات خاصة بين شخصين أو شركتين، لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل وفقاً لصيغة مرتبة أو محددة مسبقاً"²، ومع تحديد تاريخ التسليم وكيفية الحساب.

ب - أسباب إستخدام عقود المبادلات : من أهم الأسباب التي تلجأ إليها الأطراف المتعاقدة لهذا النوع من العقود³:

- الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة أو ما يسمى Q.U.S أي QUALITY

.SPREAD

- أنها أداة لإدارة المخاطر والتحوط والمضاربة، ومنخفضة التكلفة، كما أنها تتمتع بمرونة عالية.

ج - أشكال عقود المبادلات:

تتنوع عقود المبادلات المتعامل بها في الأسواق المالية إلى أنواع عديدة، ومن أهمها نوعان أساسيان من المبادلات النمطية، والتي يجري التعامل عليها يومياً من خلال أغلب صناعات السوق وهما: مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملات، وأقل درجة مبادلات الأسهم ومبادلات السلع.

- مبادلات أسعار الفائدة: تعرف مبادلات أسعار الفائدة بأنها "إتفاقية بين طرفين يوافقان بموجبها على تبادل مدفوعات الفائدة وفقاً لصيغة معينة"⁴.

- مبادلات العملات: وهي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل العملتين⁵، في شراء إحداها وبيع الأخرى عند سعر الصرف الحالي مقابل سعر الصرف اللاحق.

¹ محمد صالح حناوي وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص371.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص229.

³ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص261.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص249.

⁵ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص171.

4 - عقود الخيارات:

تمثل عقود الإختيار أحد أدوات الإستثمار الحديثة، فهي توفر للمستثمر فرصة الحد من المخاطر المحتملة التي تحيط به، وعلى وجه الخصوص، مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يفكر في شراءها أو بيعها مستقبلا. وتسمى هذه العقود حقوق إختيار نظرا لأنها تعطي لمشتري العقد الحق وليس الإلتزام في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه. فحقوق الخيارات قدمت بعدا جديدا¹ للأدوات المالية حيث صار من الممكن المتاجرة بها، في مختلف الأسواق.

أ - ماهية عقود الإختيار:

عرف عقد الإختيار بأنه "عقد بين المشتري والبائع -محرر الخيار-، يعطي للمشتري حقا في أن يبيع أو أن يشتري أصلا معيناً، بسعر محدد سلفا خلال فترة زمنية معينة محددة سلفا"². ويتعهد البائع بتحسيد هذا العقد إذا ما طلب إليه ذلك، إما بشراء أو بيع الأصل المتعاقد عليه بالسعر المرتضى عليه، في حين المشتري فله الحق دون التزم بتنفيذ العقد أو فسخه، مقابل دفع علاوة معينة مسبقا للبائع.

ب - أنواع عقود الإختيار: وفقا لطبيعة وشروط العقد تقسم الخيارات إلى نوعين رئيسيين هما:

- **عقد خيار الشراء:** عبارة عن "عقد بين طرفين يمنح حامله حق شراء أصل معين أو عدم شرائه من محرر الخيار -البائع- بسعر وبتاريخ تنفيذ محدد على أن يدفع مقابل ذلك علاوة"³ عادة تدفع وقت إنشاء العقد.

- **عقد خيار البيع:** عبارة عن "عقد بين الطرفين، يمنح الطرف الأول-محرر الخيار- البائع، للطرف الثاني-المشتري- الحق في الإختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع في تاريخ مستقبلي محدد، وبسعر محدد مسبقا في العقد، على أن يدفع مقابل ذلك علاوة" في أغلب الأحيان تدفع وقت إنشاء العقد⁴.

ج - أركان عقد الخيار: كباقي عقود المشتقات يتكون عقد الخيار من الأركان التالية⁵:

- **مشتري الحق** وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الإختيار أ كان حق إختيار شراء أو حق إختيار بيع، في حين نجد ما يقابله وهو **بائع الحق-المحرر-** الشخص الذي يقوم بتحرير حق الإختيار لصالح المشتري، نظير مكافأة أو علاوة.

- **سعر التنفيذ:** هو سعر الأصل المعين وقت إبرام العقد، عادة السعر الجاري في السوق، أما **السعر السوقي** فهو سعر الأصل المعين في تاريخ إنتهاء أو ممارسة الإتفاق.

- **تاريخ التنفيذ** أي تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة يوم بدأ سريان الإتفاق، و**تاريخ الإنتهاء** الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، وذلك نظير **مكافأة** متفق عليها مسبقا، يدفعها مشتري حق الإختيار للبائع، نظير تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

¹ محمد صالح حناوي وآخرون، مرجع سابق، ص309.

² سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، مرجع سابق، ص153.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص352.

⁴ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص44.

⁵ راجع: عبد الغفار حنفي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص:408-411.

الفرع الثاني: الأوراق المالية المضمونة بأصول "التوريق"

مع تطور الأسواق المالية المستمر والتطورات التي شهدتها أدوات الإستثمار، تم التوصل إلى فكرة قيام المقرض بإصدار أوراق مالية، في شكل سندات بقيمة القرض- أو مجموعة القروض من النوع نفسه مثل: القروض العقارية أو القروض الغير عقارية- ويتم عرضها في أسواق المال للتداول، وبذلك يسترد المقرض ما قام بإقتراضه من خلال البورصة، ويقوم بدفع العوائد على السندات من الفوائد التي يسدها المقرض، وتكون الأوراق المالية في هذه الحالة مضمونة بأصل وما يعرف بـ **Asset Securities Backed** وهو تدفقات أقساط القرض الأصلي.

أولاً: مفهوم التوريق:

في الإصطلاح، يمكن تعريف التوريق "بأنه تحويل حقوق مالية مستحقة متدفقة من مجموعة من الأصول مثل: القروض العقارية، قروض السيارات مستحقات بطاقات الإئتمان وغيرها إلى أوراق مالية" عن طريق إصدار لأوراق مالية معظمها تتشكل من سندات تضمنها هذه القروض أو المستحقات¹.

وبمعنى آخر، فإن التوريق عبارة عن تجميع أصول مالية مولدة لتدفقات نقدية وذات طبيعة متجانسة ولكنها تفتقر إلى السيولة الكافية في الحين، ليتم إصدار أوراق مالية لها مضمونة بهذه الأصول.

ثانياً: مفهوم الأوراق المالية المضمونة بأصول:

الأوراق المالية المضمونة بأصول هي "أدوات إقتراض يتم تداولها في السوق الثانوية، وتكون مضمونة بأصل، له عائد أو إيراد، تمتلكه الشركة المصدرة، أو مجموعة من المستحقات، وهذه الأوراق المالية تتميز بعائدها المرتفع" مما يحفز المستثمرين الذين لديهم رغبة في تملكها وتحمل مخاطر الإئتمان لشرائها والدفع مقدماً للحصول عليها بالإضافة إلى تميزها بالسيولة العالية لكونها أوراق مالية جديدة².

ثالثاً: أنواع الأصول التي تصلح لضمان هذه الأوراق:

من الناحية النظرية، يصلح أي نوع من الأصول المدرة لعائد أو إيراد مستمر، بأن تصدر ورقة مالية مضمونة بهذا الأصل يتم تداولها في الأسواق المالية، ومن ناحية التطبيق فإن معظم الأوراق المالية المضمونة بأصول، تصاحبها قروض أو أي أصول مالية أخرى³.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية المضمونة بأصول إلى:

1 -أوراق الرهن العقاري:

وهي "أوراق مالية تم إصدارها مقابل ضمان مجموعة من قروض الرهن العقاري، التي جمعها مؤسسات مالية متخصصة مثل شركات الإدخار والقروض، والبنوك التجارية والعقارية وشركات الرهن العقاري، عند تمويلها لبناء مسكن، أو شراء مسكن أو أي أصول عقارية أخرى، في محفظة تشمل على قروض متجانسة، ثم تصدر مقابلها أوراق مالية تطرح للتداول، وتحمل عائد ثابت وتاريخ استحقاق محدد"، مما يجعل هذه القروض أكثر سيولة من قبل، أي تحويلها إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

¹ حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والإستثمار، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، دمشق، 2006، ص96.

² عبد القادر السيد منولي، مرجع سابق، ص153.

³ حسن حمدي، مرجع سابق، ص97.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

وتكون محفظة القروض، كضمان للمستثمرين في الأوراق المالية الجديدة المصدرة، ويتم إنشاء شركة خاصة يوكل لها تسيير هذه المحفظة، بتحصيل الفوائد من القروض ودفعها إلى المستثمرين في شكل أوراق مالية جديدة¹.

ومن أكثر أنواع الأوراق المالية المضمونة بأصول عقارية انتشارا، ما يعرف بإسم الأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية -Pass Through وهي "تمثل لحصة شائعة في ملكية محفظة من قروض الرهن العقاري المضمون، كما تتوفر في هذه الأوراق سمة التنميط" أي كونها ذات مواصفات محددة تجعل سوقها يتميز بالسيولة.

أما النوع الثاني، فيعرف بإسم السندات الناقلة للتدفقات النقدية للقروض العقارية Pay-Through وهي "هجين من الأوراق المالية الصادرة عن محفظة القروض العقارية، والأوراق المالية الناقلة للتدفقات النقدية"، على أن حامل هذه السندات الناقلة يعتبر مستثمر في صك مديونية².

2 - الأوراق المالية غير العقارية أو الأوراق المالية المضمونة بأصول غير عقارية:

وتشمل هذه النوعية حاليا أنواع جديدة من الأصول، مثل: إلتزامات السندات المضمونة وإلتزامات القروض المضمونة Collateralized Bond Obligations و Collateralized Loan Obligations والقروض الغير مؤداة Non Performing loans والممتلكات التي تصدرها مصلحة الضرائب استثناء لحقوقها Tax liens وديون المشروعات الصغيرة Small Business Loan ، والسيارات المؤجرة Rental Cars والأوراق المالية المضمونة بأصول Asset Back Commercial Paper وبطاقات الائتمان وقروض شراء وتأجير سيارات، وقروض شراء وإمتلاك المنازل Home Equity Loan وقروض شراء الأراضي وشراء المنازل أو أية أوراق مالية أخرى³.

الفرع الثالث: شهادات الإيداع الدولية

تمثل شهادات الإيداع الدولية أحد أدوات الاستثمار المبتكرة والتي تعتبر أداة جديدة من أدوات التمويل تربط الأسواق المحلية بالأسواق المالية الخارجية.

أولا: مفهوم شهادات الإيداع الدولي وأنواعها:

تعد شهادات الإيداع الدولية من الأوراق المالية الحديثة التي تربط الأسواق المحلية بالأسواق الدولية، ولها أنواع، من شهادات الإيداع الأمريكية وشهادات الإيداع الدولية.

1 - مفهوم شهادات الإيداع الدولي

شهادات الإيداع الدولي هي "أداة مالية مبتكرة قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، ويقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل: سيتي بنك أو دويتش بنك، بالدولار الأمريكي أو أي من العملات الأجنبية الأخرى المتداولة بالسوق الصرف الحر، مقابل الإحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية"⁴، وذلك بناء على اتفاق مسبق مع شركة مصدرة محلية.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية بإستخدام التوريق والمشتقات: التوريق، الجزء الأول، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، لإسكندرية، 2006، ص426

² المرجع السابق، ص464.

³ حسن حمدي، مرجع سابق، ص116.

⁴ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص156.

2 - أنواع شهادات الإيداع الدولية

توجد في الأسواق الدولية نوعان من هذه الشهادات هما: شهادات الإيداع الأمريكية، وشهادات الإيداع الدولية¹.

أ - شهادات الإيداع الأمريكية: وهي شهادات يتم إصدارها وتداولها في الولايات المتحدة مقابل إيداع أوراق مالية لإحدى الشركات الأجنبية (من خارج الولايات المتحدة الأمريكية).

ب - شهادات الإيداع الدولية: وهي شهادات يتم إصدارها ثم تداولها في أكثر من سوق مالية دولية (خصوصا في أوروبا)، وفقا لشروط وقواعد تلك السوق.

ثانيا: شروط إصدار شهادات الإيداع الدولية ومزاياها:

تتميز شهادات الإيداع الدولي كباقي الأوراق المالية بشروط اصدار وعديد المزايا.

1 - شروط إصدار شهادات الإيداع الدولية:

يجب توافر مجموعة من الشروط عند القيام بإصدار شهادات الإيداع أهمها²:

أ - أن تكون أسهم أو سندات الشركة المصدرة لهذه الشهادات مقيمة في سوق الأوراق المالية، على أن تصدر الشهادات بعد خصم المصاريف، وأن يكون التداول بشراء وبيع شهادات الإيداع من قبل المستثمرين المحليين والأجانب.

ب - أن تكون عملة الإصدار لشهادات الإيداع بالدولار أو باليورو أو بالين، أو أي عملة متداولة في الأسواق الدولية.

ج - تصدر شهادات الإيداع في الأسواق الخارجية وتقيّد في أسواق أوراق المال الدولية.

د - أن تتم التسوية والمقاصة من خلال أنظمة متعارف عليها مثل: يورو كلير EURO CLEAR على مستوى العالم وكلير ستريم CLEAR STREAM في أوروبا، أو نظام دي تي سي في أمريكا.

هـ - يتم توزيع الأرباح بالعملة المحلية، ثم يقوم بنك الإيداع بتحويلها إلى العملات الأخرى المصدرة بها.

2 - مزايا شهادات الإيداع:

تحقق شهادات الإيداع الكثير من المزايا لكل أطرافها، بالنسبة للشركات:

أ - ضمان وسيلة مرنة في الحصول على التمويل في المستقبل مع توفرها لسيولة عالية مقارنة بوسائل التمويل الأخرى.

ب - بالنسبة للشركات المحلية توسع من قاعدة مساهميتها، وتحقيق الانتشار في الأسواق الدولية.

أما بالنسبة للمستثمرين، فمزاياها تتمثل في ارتفاع درجة شفافتها وسهولة إجراءات التسوية والمقاصة، بالإضافة لكونها أداة استثمار مناسبة للإستثمار في الأسواق المالية، كما أن سهولة إجراء عمليات البيع والشراء على هذه الشهادات بالكمية المطلوبة، يوفر بدوره سيولة للمستثمر.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات: التوريق، مرجع سابق، ص 347.

² عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص 156.

المبحث الثالث: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية وأهميتها الاقتصادية

لكي تتسم أي سوق أوراق مالية بالكفاءة، يجب أن تنعكس الأسعار فيها على الأدوات المالية المتداولة بها، وهذا في وجود لمؤشرات تقيس حركية هذه الأسعار، وتوفر شروط حتى يتم الوصول إلى هذه المرحلة، وهذا ما ينعكس على الدور الاقتصادي الذي تلعبه الأسواق المالية. وسنتحدث في محاور هذا المبحث للنقاط التالية:

المطلب الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية وسيولتها.

المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: الفعالية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية.

و يمكننا أن نباشر بمعرفة مؤشرات سوق الأوراق المالية وسيولتها، وذلك من خلال المطلب الأول.

المطلب الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية وسيولتها

تثار في سوق الأوراق المالية، تساؤلات عن المقاييس والمعايير التي يمكن بها أن نعرف مستوى أداء هذه الأسواق، جيدة كانت أو دون المستوى، من حيث الربحية والإنتاجية والاستقرار والمرونة. وإن كانت الأطراف الفاعلة في هذه الأسواق، تنشده أن تتصف هذه الأخيرة بالكفاءة، وتعمل السلطات الاقتصادية على تحقيق كفاءة أسواقها المالية ضمن سلم أولوياتها، فتستحوذ على رضا كل من المدخر والمستثمر في آن واحد. وتأسيسا على ما تقدم يتطرق هذا المطلب للعنصرين التاليين:

الفرع الأول: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

الفرع الثاني: سيولة سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

تقاس حركة وإتجاهات الأسعار في أسواق الأوراق المالية، من خلال المؤشرات والمتوسطات والتي يتكون كل منها من مجموعة من الشركات والتي يفترض فيها أنها تعكس السوق جميعه.

أولا: مؤشرات سوق الأوراق المالية

مؤشر السوق، عبارة عن "قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية، تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للمتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم، في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال"¹، عادة سوق الأسهم وفي السوق منظمة أو غير منظمة.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص298.

وهناك نوعان من المؤشرات¹:

1 - مؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة، مثل: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة، ومؤشر ستاندرد أند بورز 500 (S&P 500) في الولايات المتحدة الأمريكية ومؤشر FTSE 100 في بريطانيا و مؤشر CAC 40 في فرنسا.

2 - مؤشرات قطاعية: أي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة، ومنها على سبيل المثال: مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندارد أند بورز لصناعة الخدمات العامة.

ثانيا: أهمية المؤشرات في الحياة الاقتصادية:

تمثل أسهم الشركات المتداولة في سوق رأس المال الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا تحققت كفاءة سوق الأوراق المالية، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس مؤشر السوق ككل، من شأنه أن يعكس الحالة الاقتصادية للدولة بشكل جيد، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم أن تعطي نظرة مستقبلية لما سيكون عليه السوق، وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

وهناك بعض المصطلحات التي تطلق على أسواق الأوراق المالية، موازاة مع إتجاهات مؤشرات أسواق أوراق المالية صعودا أو هبوطا، فعندما تتجه حركة مؤشرات الأسهم المتوقعة نحو الصعود أو التقدم، يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي².

ثالثا: إستخدامات المؤشر:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية إستخدامات عديدة، تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق أوراق المالية ومن أهم هذه الإستخدامات³:

1 - يعطي نظرة سريعة تلخص حركة النشاط الاقتصادي للسوق المالية، عبر معطيات كمية يسهل إستخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء السوق ممكن نسبيا من خلال تغييرات المؤشرات العامة أو القطاعية للسوق.

2 - يساعد على تكوين فكرة سريعة عن أداء المحفظة، فالمستثمر أو مدير الإستثمار يقارن بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية بالإيجاب أو بالسلب، مع التغيير الذي يطرأ على مؤشر السوق كونه يعكس محفظة جيدة وكثيرة التنوع.

3 - معرفة الإتجاهات الحالية والتنبؤ بالوضعية التي ستكون عليها السوق، والتي تعكس في أحد جوانبها إتجاهات النشاط الاقتصادي.

رابعا: أنواع المؤشرات:

يرى بعض الإقتصاديين أن البلدان التي تتميز بإقتصاد قوي، يعد مطلبا أساسيا لأي شركة أو صناعة رابحة، ولذلك فإن مؤشرات الإنتاج الصناعي والنتاج القومي الإجمالي والدخل القومي وتقديرات الدخل المتاح، تعد من المؤشرات التي ينبغي على المستثمر أن يستعين بها للتعرف على إتجاهات السوق المستقبلية.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 93.

² عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص: 193-194.

³ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 299.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الاقتصادية

ومن بين أهم المؤشرات الاقتصادية التي يستخدمها المستثمرون كمرشد أو دليل لتحديد الاتجاهات المستقبلية للإقتصاد ككل نجد¹:

1 - مؤشر إتساع السوق:

ونعني بهذا المؤشر عدد الأسهم الشركات التي تم التعامل عليها إرتفاعا وإخفاضاً في نهاية التداولات وتلك التي ثبتت أسعارها. وبحسب المؤشر بطرح عدد الأسهم الشركات التي ارتفعت (الصاعدة) من التي نزلت (الهابطة) ويمكن أن نطرح الهابطة من الصاعدة لتحصل على صافي الصعود أو صافي الهبوط، على أن نقسم هذا الصافي على عدد الشركات المتعامل عليها، والنتيجة الحصول على الرقم القياسي لإتساع السوق.

2 - مؤشر حجم التعامل:

يعد مؤشر حجم التعامل على الأسهم في السوق النظامية كدليل على مدى قوة السوق أو ضعفها، ووفقاً لمفهوم هذا المؤشر تعتبر حركية الأسعار صعوداً أو هبوطاً دليل حيوية هذه السوق إذا ما صاحبها حجم ضخم وكبير من التعاملات على هذه الأسهم، أما تغير الأسعار سواء في إتجاه الصعود أو الهبوط و لا يصاحبها حجم كبير من التداولات فتعد من وجهة نظر ومؤيدي هذا المؤشر دليل على ضعف السوق.

وحتى يمكن معرفة أداء سوق الأوراق المالية، يجب الاستعانة ببعض المؤشرات التي يستعان بها لقياس نتائج أعمال هذه الأسواق، وفيما يلي نتطرق إلى أهمها²:

أ - معدل تعبئة وتوجيه المدخرات إلى إستثمارات ومعدل المخاطر في التعامل في الأوراق المالية.

ب - عدد أدوات التعامل (المنتجات المالية) وعدد الشركات المدرجة بالبورصات الوطنية منها والأجنبية.

ج - مؤشر الربحية والكفاءة التشغيلية وكفاءة المعلومات المقدمة لكل من البائع والمشتري في أسواق الأوراق المالية.

د - درجة تقلبات أسعار الأوراق المالية والاتجاه العام لأسعار البورصة وحجم التداول ومعدل دوران التداول.

3 - مؤشرات ورتبة السندات:

في تناولنا لمؤشرات السوق والتي تعكس سوق الأسهم بشكل رئيس، تمثل السندات أدوات إئتمانية فهي صك دين، وبسبب إنفصال النشاط الإقتصادي للشركة المصدرة لهذه السندات نسبياً عن أسعار السندات وعوائدها في السوق المالي، فإن مؤشرات السوق غير قادرة على عكس حالة تداول السندات وأسعارها وعوائدها بشكل جيد.

لذلك يتم اللجوء إلى عملية ترتيب أو تقييم السندات، ويقصد به تقييم نوعية الإئتمان للسندات، بناء على الحالة المالية للشركة المصدرة للسند والظروف المحيطة بها³. ولكون أن سندات الشركات لا تخلو من مخاطر عدم السداد لأصل المبلغ والفوائد، لذا نجد في أسواق المال ثلاث أكبر وكالات تصنيف إئتماني معروفة، تمارس ترتيب سندات الشركات المحلية كانت أم دولية وهي:

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص88.

² فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص251.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص260.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

Moody's، S & P و Fitch. وكما هو موضح في الجدول التالي، تستخدم هذه الوكالات بعض النسب المالية لتحديد الدرجة الإئتمانية للسندات وكذا شهرتها ونشاطها وحوادث عدم الدفع السابقة إن وجدت وغيرها من العوامل التي تحكم عملية التقييم الإئتماني.

جدول رقم(1): الدرجات الإئتمانية للسندات وفقا لوكالتي S & P و Moody's

| تعريف الدرجة الإئتمانية | Moody | S & P |
|---|-----------|-----------|
| تسمى سندات الحافة الذهبية لقدرتها العالية لدفع الفائدة وأصل المبلغ و ضمانات قوية. | Aaa | AAA |
| سندات النوعية العالية قدرة قوية لدفع الفائدة و أصل المبلغ. | Aa | AA |
| قدرة بدفع الفائدة وأصل المبلغ، عناصر الضمان تتأثر وتتغير بتغير الظروف الإقتصادية. توصف بسندات الدرجة الإستثمارية. | A | A |
| لها قدرة كافية لدفع الفائدة وأصل المبلغ. ومركزها قد يضعف بتغير الظروف الإقتصادية . لذلك توصف إلتزاماتها من الدرجة الإستثمارية الوسطى. | Baa | BBB |
| ذات درجة منخفضة للفائدة وأصل المبلغ وطبقا لأجل السند على الرغم من توفر درجة النوعية والحماية لعناصر الضمان. | Ba B | BB B |
| ذات درجة مضاربة لأصل المبلغ. والفائدة مرتفعة على الرغم من إمتلاكها لدرجة النوعية والحماية | Caa Ca | CCC CC |
| تقترب من السندات الدخل في حالة عدم دفع الفائدة وتسمى سندات المضاربة إلى حد ما. | C | C |
| سندات النكول وإحتمالات الإفلاس عالية للجهة المصدرة وتسمى سندات الخردة Junk | D | D |

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص261.

4 - معايير تصنيف السندات:

وتؤسس هذه الوكالات على عدة معايير في تصنيفها للسندات، من أهمها¹:

- معدلات مختلفة تتضمن: معدل الدين، المعدل الزمني للفائدة، ومعدل العائد قبل الفائدة و الضرائب، إهلاك الدين.
- شروط الرهن، فإذا كان السند قابل للضمان والرهن كون قيمة الملكية إلى الدين مرتفعة، فإن السند يقوم بشكل جيد.
- الشروط التابعة، إذا كان السند مرتبط بديون أخرى فإن ترتيبه متدنيا مقارنة بالسند المنفصل عن دين آخر.
- شروط الضمان: إذا كان السند مؤمنا -مضمونا - من قبل مؤسسات ائتمانية كبيرة فإن الترتيب يكون عاليا.
- الاستحقاق: مع ثبات العوامل الأخرى فإن السند قصير الأجل وذو استحقاق قريب أقل مخاطرة من السندات بعيدة الأمد.
- الاستقرار: كلما كانت جهة الإصدار أو الجهة التي تباع السندات مستقرة كان الترتيب أفضل.
- التكييف: كلما كانت منشأة الإصدار ذات إجراءات تكييف مناسبة كلما دعمت التقييم الإئتماني لسنداتها.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص315.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

- عدم الاحتكار: يجب أن لا تتعرض جهة الإصدار إلى إجراءات محاربة الاحتكار والتي تضر بموقعها الإقتصادي وبالتالي بسناداتها.

- العمليات الخارجية: ويقصد بها مبيعات الشركة وأصولها وأرباحها من العمليات الخارجية وما هي الشروط الحكومية لدى الدول المضيفة لنشاط الشركة صاحبة السند.

- العوامل البيئية: طبيعة النفقات الموجهة لمكافحة التلوث وغيرها من المشاكل البيئية.

- الالتزامات على المنتج: ونعني بها قدرة الشركة على تسويق منتجاتها بسلاسة.

- الالتزامات التعاقدية: وهي قدرة الشركة على تحمل الضغوط العمالية من إضرابات وتقاعد مسبق وغيرها.

الفرع الثاني: سيولة سوق الأوراق المالية

تعتبر السيولة عن أحد أهم خصائص الأوراق المالية، من حيث الزمن والتكلفة الواجب تحملها لتحويلها إلى نقود فورية. مما يعطي للنقود الحاضرة خاصية السيولة في أكبر صورها¹.

أولاً: تعريف السيولة وأهميتها:

تعرف السيولة في صورة النقود الحاضرة ولذا فلها أهمية كبيرة للمستثمرين أو بالنسبة للشركات المصدرة للأوراق المالية.

1 - تعريف السيولة:

وتعني السيولة في هذا السياق سهولة ترويج الورقة المالية، أي إمكانية الشراء أو البيع بسرعة، وبسعر قريب جداً من السعر الذي تمت به آخر صفقة عن تلك الورقة، مع فرض عدم ورود معلومات جديدة للأسواق².

2 - أهمية السيولة:

تتوقف أهمية تخصيص الشركات والأفراد لأموالهم في الأوراق المالية، حسب درجت سيولتها وعلى المميزات التي تقدمها حسب احتياجات كل طرف.

أ - أهمية السيولة بالنسبة للمستثمر: توفر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة وقابلية للتسويق، مما يدفع المستثمرين للإقبال على توظيف مدخراتهم، بشراء أوراق مالية تمكنهم من تصريف إستثماراتهم أو تنويع محفظتهم المالية، دون حدوث تغيير كبير في أسعار البيع والشراء³.

ب - أهمية السيولة بالنسبة للشركة: إذا كانت السيولة مهمة للمستثمر، فإن لها أهمية بالنسبة للشركة المصدرة للورقة المالية، ولديها تأثير مباشر وآخر غير مباشر⁴.

- التأثير المباشر للورقة المالية للشركة: يارتفع سعر الورقة المالية في السوق، يكون له الأثر الإيجابي على كامل

القيمة السوقية للشركة، بفرض اعتماد الشركة بالكامل على حقوق الملكية في التمويل، والعكس صحيح .

¹ محمد البنا، مرجع سابق، ص 84.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 525.

³ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 56.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 525.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

– التأثير الغير مباشر للسيولة: إذا ما تم بيع الورقة المالية بقيمة مرتفعة نتيجة سيولتها، فهذا يعني زيادة حصيله الإصدارات الجديدة المستقبلية مما ينتج عنه إنخفاض في تكلفة الأموال، وهكذا ترتفع القيمة السوقية للشركة.

ثانيا: مقياس السيولة:

هناك عدة طرق لقياس سيولة ورقة مالية معينة، من أهمها هامش الربح الذي يحققه صناع السوق، ونسبة السيولة¹.

1 – هامش ربح صانع السوق:

يقصد بهامش ربح صانع السوق، في الفرق بين سعر شراء وبيع الورقة المالية. وتشكل تكلفة المعاملات التي يتحملها المستثمر لقاء تخلصه من الورقة تعد مؤشر لما تتمتع به من سيولة. وهذا نسبة إلى درجة الصعوبة في بيع الورقة أي تحويلها إلى نقد سائلة، مما يؤسس على أن هامش الربح المحقق من طرف صانع السوق يعد مقياسا ملائما للسيولة. فهامش الربح يمثل تكلفة تنفيذ الأوامر على وجه السرعة، فالمشتري يوافق على دفع قيمة إضافية للحصول على الورقة فورا ودون تأجيل، وكذلك البائع يقبل خصما على سعر الورقة حتى يبيعها بسرعة وبلا إنتظار. فالهامش هو فارق الثمن الذي يحصل عليه صانع السوق ليوافق للورقة المالية السيولة اللازمة، ويزداد الهامش كلما كان سوق الورقة يتميز بضعف السيولة. كما أن لهامش الربح علاقة عكسية مع العديد من خصائص السيولة منها: حجم التعامل على الورقة، عدد حملة الورقة المالية، عدد صناع السوق الذين يتداولون هذه الورقة، ومدى إستقرار الورقة المالية.

2 – نسبة السيولة:

ويقصد بها متوسط قيمة حجم المعاملات التي أبرمت على الورقة المالية في الفترة الأخيرة*، إلى متوسط النسبة المئوية للتغير المطلق في سعرها اليومي خلال نفس الفترة. وترتبط علاقة طردية بين القيمة السوقية للورقة المالية للشركة وبين نسبة السيولة. غير أن هامش الربح لصانع السوق، هو الأكثر إستعمالا مقارنة بنسبة السيولة، ولعله يرجع إلى توافر المعلومات عن الهامش.

ثالثا: سيولة السوق:

تتصف سوق الأوراق المالية بالسيولة إذا توافرت فيها الخصائص التالية: عمق السوق، وإتساع السوق، ومرونة السوق.

1 – عمق السوق:

تتصف السوق بكونها عميقة إذا كانت هناك أوامر حقيقية أو غير حقيقية تتعلق بالأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في السوق²، ويتحقق ذلك باستمرارية صدور لأوامر البيع والشراء من طرف الزبائن، وأن أي خلل في التوازن بين الأوراق المطلوبة والمعروضة في الغالب يسفر عن تغير طفيف في سعر الورقة، وهو ما يعني تقليص الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت³.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 530-532.

* عادة تكون الفترة محددة بشهر واحد.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 60.

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 534.

الفصل الأول:.....مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

وعكس السوق العميقة تتصف "السوق الضحلة Shallow Market بعدم إستمرارية التداول على الورقة المالية"، مما يؤدي إلى حدوث عدم توازن بين العرض والطلب¹ وإلى تغيرات كبيرة في الأسعار قد تحدث أكثر من مرة في اليوم. أما في حالة وجود كثرة الطلب على ورقة مالية معينة، فإن أسعارها سترتفع مما يؤدي بالمستثمرين إلى تأجيل قرارهم بالشراء لموعد لاحق حتى تنخفض الأسعار، وأما في الحالة الثانية، بوجود فائض في العرض فإن الأسعار ستنخفض إلى أدنى مستوياتها، مما يدفع أصحابها إلى تأجيل قرار البيع بعض الوقت تجنباً لخسائر كبيرة أو الاحتفاظ بها حتى توزيع الأرباح².

2 -إتساع السوق:

إتساع السوق عكس السوق المحدودة، توصف السوق بالسعة في وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء المصدرة من العملاء، بأحجام كبيرة أو غير محدودة على الورقة المالية، هذا ما يحقق إستقراراً نسبياً في سعرها النهائي ويخفض بالتالي من مخاطر التعرض للخسائر الرأس مالية*، وكلما زاد إتساع السوق، زاد إستقرار التغيرات في الأسعار والتي تصاحب عادة إختلال أوامر البيع والشراء. وكلما زاد عدد المستثمرين الذين يتحصلون على معلومات تغير أسعار العرض والطلب في حينها، كلما كان ذلك دليلاً على إتساع السوق³.

3 -مرونة السوق:

يقصد بمرونة السوق، سرعة إستجابة السوق لأوامر الغير متوقعة من جانبي العرض أو الطلب على الورقة المالية، والتي ينتج عنها تغير طفيف في الأسعار ما يمكن معالجته بسرعة⁴. وهذا ما يقلل الخسائر الرأس مالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، مما يخفض فرص تردده في بيعها كما يضمن أيضاً عدم انتظار المشتري لفترة أطول حتى ينخفض سعر الورقة لشرائها. وكما هو الحال لعمق السوق، فإن سرعة الإستجابة للسوق يجب أن تتوفر على نظام تداول ووسائل إتصال فعالة للربط بين الأطراف المتعاملة.

غير أن هذه المؤشرات لا تكفي لوحدها لمعرفة مدى قدرة الأسواق على عكس نتائج أعمال البورصة، إذا كانت كفاءتها في غير المستوى المطلوب. وهذا ما سنتطرق إليه بالتفصيل فيما سيأتي.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص164.

² زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص57.

*الخسائر الرأس مالية هي الفرق بين سعر شراء الورقة المالية وبيعها.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص61.

⁴ المرجع السابق، ص64.

المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية، إهتمام الكثير من المالىين على المستوى النظري أو الدراسات التطبيقية، معرفة مدى العلاقة الموجودة بين أسعار الأوراق المالية وما يتم نشره من بيانات ومعلومات. وفي تناولنا لكفاءة سوق الأوراق المالية، سنتطرق لأهم النقاط التي نعتقد واجب الإلمام بها في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وخصائصها **الفرع الثاني: صيغ ومؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية**

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وخصائصها

تقوم سوق الأوراق المالية بمهام حيوية في تخصيص وحشد وتوزيع المدخرات والفوائض النقدية، نحو الإستثمارات المنتجة والأنشطة الإقتصادية، وهي تمثل بهذا قناة تضمن من خلالها تمويل الاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية، وتحقيق نمو متوازن بين كافة القطاعات الإقتصادية النشطة، وبالتالي الإستحواذ على رضا المدخر والمستثمر في وقت واحد، والوصول في النهاية إلى الأسعار التوازنية¹. ولكي تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه، يجب أن تتصف بالكفاءة وتعكس بصورة كاملة وصحيحة لجميع المعلومات المتوفرة المتصلة بتحديد سعر الورقة المالية².

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

وقد بدأ الإهتمام بمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، وعلاقته بالمعلومات التي تصدرها شركة ما عن قوائمها المالية، بقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي، والذي يهدف إلى تحديد أسعار الأوراق المالية الغير مسعرة بقيمتها الحقيقية في السوق³. فالسوق الكفاء يعكس سعر الورقة المالية التي تصدرها شركة ما لكافة المعلومات المتاحة عنها في أي وقت معين، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في السجل التاريخي للورقة المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية. ويمكن أن نقدم بعض من التعريفات التي تقرب المعنى الصحيح للسوق الكفاء:

في ظل السوق الكفاء، " تكون القيمة السوقية للورقة المالية هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمتها الحقيقية، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر، عن ما ينطوي عليه الإستثمار لتلك الورقة من مخاطر"⁴، وبمعنى آخر، تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية المتوقعة من الإستثمار في ورقة مالية معينة- مخصومة بمعدل عائد على الإستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر-، تعادل تماما القيمة السوقية للورقة المالية في يوم شرائها⁵.

¹ فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص48.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص149.

³ الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص81.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص490.

⁵ مجلة الباحث، مفتاح صالح، معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، العدد7، ب م، (2009-2010)، ص182.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

غير أن قرارات بعض المستثمرين قليلي الخبرة في التعامل مع الأوراق المالية، قد تدفع بالأسعار إلى مستويات بعيدة عن قيمتها الحقيقية، فكفاءة السوق عندما يكون كل مستثمر مقتنع بسلامة توقعاته، أي ليس مغال فيها أو أقل مما ينبغي¹.
بصفة أخرى يمكن القول أن "في السوق الكفاء جميع الفرص الغير مستغلة في تحقيق الأرباح قد تم إقصاؤها"²، فلا تتحقق أرباح غير عادية في هذه الظروف لأي مستثمر كان، فالسوق الكفاء ليس بالضرورة أن يتصف جميع المستثمرين المتدخلين في سوق الأوراق المالية بالدراية الكافية حول كيفية تغير أسعار الأوراق المالية، أو يتميزون بتوقعات رشيدة فيما يخص تطور الأسعار، حتى يمكن الحكم على إمكانية تطبيق السوق الكفاء³.

فالسوق الكفاء، هو "ذلك السوق العادل الذي تعكس أسعار بيع الأصل فيه، كافة المعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة، حيث يشعر الجميع فيه بأنهم أمام مباراة عادلة"⁴.

ثانيا: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة:

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية، يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء⁵:

1 - يتميز المتعاملون في تلك السوق، بالرشادة في إتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة، مما ينتج عنه قرارات تهدف بالدرجة الأولى لتعظيم ثروتهم.

2 - توفر المعلومات للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات وهذا بدون تكلفة مما يؤدي إلى تطابق توقعاتهم المستقبلية بشأن أداء الشركات.

3 - حرية كاملة في تداول الأوراق المالية بدون رسوم ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.

4 - وجود عدد كبير من المتعاملين من الطالبين والعارضين، مما يعني غياب عنصر الاحتكار، وبالتالي عدم قدرة أي مستثمر التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

ثالثا: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

ويمكن أن نميز بينهما على النحو التالي:

1 - الكفاءة الكاملة:

في ضوء مفهوم السوق الكفاء الذي لا يوجد فيه متسع من الوقت، بين تحليل المعلومة الجديدة المتوفرة في السوق بالنسبة للمستثمرين وبين إنعكاسها في أسعار الأوراق المالية، بما يضمن التغير الفوري صعودا أو هبوطا، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف⁶، فهذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة.

وفي ظل إستحالة تحقيق كمال الشروط الثلاثة الأخيرة، من خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء بقي الشرط الأول رشادة المتعاملون الذين يسعون إلى تعظيم منفعتهم بما توفر من معلومات، وهذا يقودنا إلى عرض مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص491.

² Frediric Mishkin , monnaie, Banques et marchés financiers, traduction : christian bordes et al, neuvième édition, édition PEARSON Education, Paris, 2010, p179.

³ Idem, p.179

⁴ فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص49.

⁵ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص282.

⁶ مجلة الباحث، مفتاح صالح، معارف فريدة، مرجع سابق، ص183.

2 - الكفاءة الاقتصادية:

في ضل الكفاءة الاقتصادية للسوق، يتوقع مضي بعض الوقت بين نشر المعلومة ووصولها إلى الأسواق، أي إستعابها من طرف المستثمرين حتى تنعكس على أسعار الأوراق المالية، وهذا ما يفسر بقاء القيمة السوقية للورقة المالية أعلى أو أدنى من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت¹. وفي وجود لتكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من عمولات، لن تتأثر الأسعار بشكل كبير، إلى درجة أن يحقق المستثمرين من ورائها أرباحا معتبرة على المدى المنظور أو البعيد.

الفرع الثاني: صيغ ومؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية

في تعريفنا لمفهوم كفاءة السوق بأنها تلك الأسعار، التي تعكس كافة المعلومات المتاحة وبالسعة التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية، هذا يدفعنا لتحري طبيعة وماهية المعلومات المتاحة بالتعرض لمختلف فروض صيغ السوق الكفاء، ومعرفة مؤشرات قياسها.

أولاً: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية:

ثمة ثلاثة فروض لكفاءة سوق الأوراق المالية، الأول في شكله الضعيف والثاني في شكله الشبه القوي والثالث في شكله القوي.

1 -فرض السوق الكفاء في شكله الضعيف:

يقضي هذا الفرض "بإستحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية إعماداً على المعلومات المتاحة في الماضي"². وهو يفسر أن أي محاولة لتوقع الأسعار في المستقبل ستكون غير صحيحة، حيث يرى هذا الفرض أن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأوراق المالية كالأسعار وحجم التعاملات، ويعتمد بالأساس على التحليل الفني* كوسيلة على كفاءة وتطور السوق³.

وتعرف هذه الصيغة الضعيفة "بنظرية الحركة العشوائية للأسعار"، ذلك أنه في حالة إستحالة التنبؤ بالأسعار انطلاقاً من المعلومات المتوفرة عن حجم المعاملات المبرمة في الماضي، فإن الأسعار في المستقبل تأخذ اتجاه عشوائي وتكون مستقلة تماماً عن الأسعار التاريخية المسجلة في الماضي. أي أن التغيرات التي ستطرء في المستقبل على أسعار الأوراق المالية مستقلة تماماً و لا توجد أي علاقة ترابطية فيما بينها وهذا ما يعرف بالحركة العشوائية للأسعار⁴، وفي توفر هذه الظروف، لن تنجح أي محاولة يقوم بها المستثمرون لتحقيق عوائد استثنائية من وراء تحليلهم للحركة التاريخية للأسعار.

2 -فرض السوق الكفاء في شكله شبه قوي:

وفقاً لهذا الفرض، فإن "أسعار الأوراق المالية لاتعكس فقط التغيرات الماضية، بل كذلك بالإضافة لكافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تبني على تلك المعلومات"⁵. وتتمثل هذه المعلومات فيما يلي:

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص497.

² عاطف ولیم أندراوس، مرجع سابق، ص157.

*التحليل الفني يقوم بالأساس بتحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على الورقة المالية من أجل تحديد أنماط واتجاهات معروفة لتحديد فرص القرار الإستثماري بما يسمح بتنبأ قيمة الورقة

مستقبلاً. راجع : محمود محمد داغر، مرجع سابق، ص288.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص47.

⁴ محمود محمد داغر، مرجع سابق، ص284.

⁵ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص507.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

أ - الأحداث السياسية والأمنية التي تطرأ على المستوى الدولي.

ب - الحالة الإقتصادية على الصعيد الوطني وما ينعكس على ظروف الصناعة والوضعية الداخلية للشركة.

ج - مدى توفر القوائم المالية والتقارير السنوية مع تحليلها للجمهور.

و هذا الفرض من صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية، يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية لما يتوفر من معلومات. في بادئ الأمر تكون الإستجابة خاطئة، كون المعلومات تم تحليلها بشيء جزئي، و مع مضي الوقت، سوف تتوافر معلومات مع تحليلها النهائي وتنعكس المعلومات على أسعار الورقة المالية. ففي هذه الظروف، لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا استثنائية ذلك أن الوقت اللازم لتحليل تلك المعلومات غير كاف، وولوج معلومات جديدة، تحدث تغييرا في الأسعار قبل أن يتوصل المستثمرون لنتيجة لتحليلهم للمعلومات السابقة¹.

3 - فرض السوق الكفاء في شكله القوي:

يعني هذا الفرض إلى أن أسعار الأوراق المالية، تستجيب لكافة المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة للجمهور والغير متاحة، التي بحوزة فئة معينة من أعضاء إدارة الشركة وكبار العاملين فيها، أو حتى تلك المعلومات المتوصل إليها من طرف تحليلات الفنيين الأساسيين². ففي هذه الحال تحقيق أرباحا استثنائية من طرف مستثمرين على حساب مستثمرين الآخرين يستحيل.

وتعتبر فرضية السوق الضعيفة، تلقى بتأييد قوي من طرف المستثمرين، فهذا يعني أن حركة أسعار الأوراق المالية في السوق، هي حركة عشوائية، كون المعلومات تصل إلى السوق على شكل عشوائي. وقد تكون سارة أو دون ذلك³. في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر، أن يحقق عائدا كبيرا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون، لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي تكثف الاستثمار محل الصفقة.

ثانيا: مؤشر قياس الكفاءة في السوق المالي:

لكي يضمن سوق الأوراق المالية تحقيق هدفه، في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين، هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، بالإضافة إلى كفاءة السيولة.

1 - كفاءة التسعير:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها وصول معلومات جديدة للمستثمرين في السوق المالية بسرعة كبيرة مقابل تكلفة منخفضة، مما تصبح الفرصة مواتية للجميع للحصول على تلك المعلومات، وهذا ما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة. ويصير التعامل في هذه الأسواق بمثابة لعبة عادلة تتوفر للجميع المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية⁴، في حين لا تحقق أرباحا استثنائية في وجود سوق كفاء. فيما يمكن أن يتعرض المستثمرون قليلي الخبرة إلى خسائر فادحة، جراء عدم معرفتهم الكافية بآلية تحرك السوق، وعدم القدرة على تحليل المعلومات المتاحة في السوق بالشكل المناسب.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص158.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص510.

³ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 197.

⁴ المرجع السابق، ص195.

2 - كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ونعني بها تخصيص الأموال ومتابعة المعلومات وإعداد وتنفيذ الصفقات، مقابل تحمل أقل التكاليف لعمليات البيع والشراء ومصاريف الوساطة¹، ما ينتج عنه تسهيل عملية الانتقال السريع للأموال بين المدخرين والمستثمرين، ومن ثم زيادة معدل دوران الأوراق المالية وضمان لعائد مقبول لكل من البائع والمشتري. وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، ولكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق، وجب تحديد التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، وهذا مايشجع المستثمرين على العمل الدائب والمستمر للوصول إلى المعلومة الجديدة وبسرعة، مهما كان تأثير تلك المعلومات النهائية المتوصل إليها على أسعار الأوراق المالية².

وثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات منها³:

أ - السماح لأسهم الشركات أن تقيد في أكثر من سوق منظمة، وهذا يعزز المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم إنخفاض هامش الربح الذي يطلبونه.

ب - التفاوض حول عمولة الشراء بين العميل والسمسار، بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق.

ج - يمكن لإدارة سوق الأوراق المالية أن تتخذ قرارات إيقاف التعامل على سهم أو عدة أسهم، في حالة إختلال واضح بين الطلب والعرض.

3 - كفاءة السيولة:

تعبّر عن إمكانية تحويل وإسترجاع الأموال والأوراق من وإلى نقدية، في أي وقت شاء المستثمر، وبالعوائد المرجوة وبأقل الخسائر، وبالتالي تعبر الأسعار الحقيقية إلى حد ما على المعلومات المتاحة في السوق⁴.

¹ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص76.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص502.

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص156.

⁴ فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص48.

المطلب الثالث: الفعالية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

يغطي سوق الأوراق المالية بإهتمام جميع الفاعلين في الحياة الاقتصادية، وذلك للدور الحيوي والفعال الذي تقوم به في خدمة التمويل والاستثمار. ومن أجل أن تقام سوق أوراق مالية فعالة، تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي، يفترض توافر شروط معينة منها: أن يكون الإقتصاد منتعش، وجود سياسة إقتصادية رشيدة، إستقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية والقانونية وأيضاً الضريبية، وجود مدخرات كبيرة للأفراد أو الشركات، وجود جهاز متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية وكوادر متخصصة¹. وسنخصص هذا المطلب لإبراز أهم الشروط والأهمية الاقتصادية لسوق الاوراق المالية في العنصرين التاليين:

الفرع الأول: شروط إقامة سوق أوراق مالية فعالة

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

الفرع الأول: شروط إقامة سوق أوراق مالية فعالة

إن إقامة سوق مالية فعالة، يستوجب ضرورة توفر عدد من العوامل والمتطلبات، التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق، ويمكن إستعراض لأهم الشروط الواجب توافرها، حتى تتصف سوق الأوراق المالية بالفاعلية، من أهمها:

أولاً: توفير مناخ استثماري ملائم:

يقصد بالمناخ الاستثماري، مجموع الأوضاع والظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتشريعية في البيئة الاستثمارية، التي تؤثر على ثقة المستثمر ويجدوى توجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، وتعمل الدول جاهدة في توفير الظروف الملائمة في ظل سعيها لجلب رؤوس الأموال. ويأتي المناخ الاستثماري من عاملين أساسيين هما: عامل الثقة وعامل التنظيم، فمن خلالها سيكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه السوق².

ثانياً: كثرة الشركات المساهمة وتشجيع القطاع الخاص:

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق مالية، العدد الكبير من شركات المساهمة التي تعطي للسوق حيوية من خلال تداول أوراقها المالية، من مؤسسات حكومية وأخرى تابعة للقطاع الخاص فهذا يضفي نشاط كبير من حيث الحجم والقيمة. ولتشجيع دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، يتحقق من خلال³:

- 1 -** تبني سياسة اقتصادية انفتاحية قائمة على اقتصاد السوق، وإن كانت هذه السياسة لها آثار سلبية من خلال كثرة الأزمات.
- 2 -** توافر الأطر التشريعية والقانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور، في وجود نظام ضريبي من وغير مغال في أسعاره.
- 3 -** وجود عدد كاف من شركات المساهمة، ومنحها بعض المزايا الضريبية لتدعيم دورها في الحياة الاقتصادية.

¹ محمد البنا، مرجع سابق، ص ص: 41-42.

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص ص: 31-33.

³ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص 97.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

ثالثا: وجود عدد كاف من الأدوات التقليدية منها أو المبتكرة المستحدثة¹، من أسهم وسندات بأنواعها والمشتقات وصكوك الاستثمار وغيرها، مما يعطي تنوعا كبيرا للمستثمرين في استثمار أموالهم حسب إختيارهم، مما يسمح بتحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات ويتحقق هذا من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية، التي تناسب رغبات جميع المستثمرين مما يجعل السوق أكثر اتساعا، بالإضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية².

رابعا: وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الوسيطة:

تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة دورا في تعبئة وتوجيه المدخرات، وخلق الفرص الاستثمارية من خلال التقرب من العارضين والطلبين، فهي تعتبر جوهر عمليات السوق المالية، وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج وتغطية الإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين³، وتمثل هذه المؤسسات المالية الوسيطة في البنوك التجارية والاستثمارية والمتخصصة، وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والتقاعد والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.

خامسا: الوعي الادخاري والاستثماري:

إن وجود ثقافة الادخار والاستثمار في المجتمعات، يوفر فرص عديدة لتدفق مدخرات الأفراد والمؤسسات نحو استثمارها في المشاريع التي تعود بالفائدة على الاقتصاد، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها، وحجم ودائع الشركات الخاصة والعائلية، وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

سادسا: توفر هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:

ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية لسوق رأس المال، تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق، من حيث الأوراق المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق المالية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق⁴.

سابعا: نظام فعال للاتصالات:

يوفر نظام الاتصالات وفق آخر التكنولوجيات في هذا الميدان السهولة والمرونة والسرعة لجميع الأطراف العاملة في السوق المالية، مما يزيد في حجم التعاملات اليومية وإتاحة الفرص ويضفي الحيوية والنشاط على تداولها للأطراف الوسيطة في السوق لما توفره شبكة الاتصالات من هاتف وفاكس وانترنت.

كما يعد الإفصاح المالي والمحاسبي وإشهار المعلومات بمثابة الروح لأي سوق مالية، لذا يتوجب الإفصاح عن المعلومة وفق معايير وقواعد واضحة في سوق الأوراق المالية، وإصدار البيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات، التي يتم تداول أدواتها المالية⁵، من طرف وسائل الإعلام والاتصال العامة منها أو الخاصة المالية، ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

¹ محمد البنا، مرجع سابق، ص42.

² سمور نبيل خليل طه، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، غير منشورة، مرجع سابق، ص22.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص:42.

⁴ محمد مطر، مرجع سابق، ص167.

⁵ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص47.

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها وفعاليتها، من الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الاقتصاد، إذ تؤثر في كل جوانبه وكافة مجالات الأنشطة الاقتصادية.

وتؤدي سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر، لدور بالغ الأهمية في الحياة الاقتصادية للدول، حيث أنها ما قامت إلا لتؤدي وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والجزئي، من تنمية وإستثمار وتسهيل للأوراق المالية.

أولاً: دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد الكلي:

تلعب سوق الأوراق المالية في الإقتصاديات الوطنية دور هام في تحريك دواليبه وتزوده بالمدخلات اللازمة لنموه.

1 - تنمية الإدخار عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه الإدخارات لخلق الثروة للاقتصاد الوطني¹، فسوق الأوراق المالية تشجع عمليات الإدخار وتساهم في زيادة الوعي الإستثماري في المجتمع، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الأفراد الذين لا يمكنهم انشاء مشاريع مستقلة بأموالهم القليلة - وذلك بتعبئة المدخرات السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس الأموال، توظف في المشروعات والإستثمارات الأكثر إنتاجية- في توفير السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد، كما تمول سوق الأوراق المالية الشركات والمؤسسات برؤوس الأموال التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك².

2 - المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث رافق بروز دور الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة في إزدياد إتحاه الحكومات إلى الإقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة، وتمويل مشروعاتها التنموية، وذلك عن طريق السندات والأذون التي تصدرها الخزينة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الأوراق مجالاً خصبا لتوظيف الأموال وتحقيق عوائد مجزية لحاملها.

3 - تقويم أداء الشركات والمشاريع، حيث تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية وغير رسمية على أداء الشركات، وعليه فإن إتباع لسياسة رشيدة من طرف الشركات تحقق نتائج أعمال جيدة من ورائها، فتتحسن أسعار أسهمها في السوق والعكس، تنخفض عند اتخاذ لقرارات ليست في مستوى أداء عملها³.

4 - الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكتملا بعضهما في ظل تعاقب دورات النشاط الإقتصادي بالإنعاش والركود، بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي يحدد الظروف الإقتصادية المتغيرة، مما يساهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الإستثمارية وحركة رؤوس الأموال، وتلك السياسات الإقتصادية عن طريق تقديم المشورة للجهات المختصة، مما يساعد على إستقرار النشاط الإقتصادي.

5 - جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية: توفر سوق أوراق مالية ناشئة ومتطورة يساهم في جذب رؤوس الأموال الخارجية الأجنبية للمشاركة في تجسيد مختلف المشروعات المحلية⁴، وفقا لقوانين الإستثمار وإجراءات الإدارية التي تسمح بها الدول المستقبلية لهذه الأموال.

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص27.

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص46.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص35.

⁴ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص67.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

6 - سوق الأوراق المالية تتيح المعلومات للمستثمرين عن الفرص الإستثمارية الممكنة ومواقعها وتكاليفها: حيث يفترض أن تقوم بعض مكاتب الدراسات المالية، بتقييم الجدوى الإقتصادية لبعض المشروعات المهمة للإقتصاد وتصنيف نوعية الأوراق المالية¹.

7 - الإسهام في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية: وهذا ما ينتج عنه نمو وإزدهار إقتصادي، في وجود عدة سمات في سوق الأوراق المالية، من كفاءة التسعير بمعنى أن تعكس كافة المعلومات المتاحة في الأسعار، وكفاءة التشغيل بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعلومات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الحاصل عن تلك المعلومات، وتحقق عدالة السوق عندما تتساوى الفرص لكل من يرغب في إبرام الصفقات، على أن تحديد أسعار الأوراق المالية بشيء من الواقعية وعلى أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة وتوفر الأمان، بوجود وسائل الحماية ضد المخاطر التي يمكن أن تنشأ عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق²، مثل مخاطر الغش والمضاربة وغيرها من الممارسات الغير أخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

8 - التقليل من مخاطر التضخم والإنكماش المالي: تعتبر سوق الأوراق المالية، الحقل والمكان المناسب للحكومات التي تتدخل فيه لتحقيق الإستقرار النقدي والتحكم في سياستها النقدية، عن طريق دخولها مشترية أو بائعة للأوراق المالية الحكومية - سندات وأذون - ، بهدف التحكم الكمي في النقود لمعالجة التضخم والإنكماش.

9 - سوق الأوراق المالية تتيح فرصة الإستثمار قصير الأجل: تلجأ المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها التي تتوفر على فوائض مالية معتبرة، بتوظيفها في مشاريع إستثمارية لأجل طويلة أو متوسطة عادة³. ولكن هذا التوظيف يتم على جزئ من أموال المؤسسة بصورة عامة استنادا لمبدأ الحيطة والحذر، فتبقى عندها فوائض مالية، تحتفظ بها على هيئة نقدية في حساباتها المصرفية، فتقوم بإستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والتسييل قصيرة الأجل، ما يمكنها من تحويلها إلى نقد سائل في وقت قصير.

ثانيا: دور سوق الأوراق المالية على مستوى الإقتصاد الجزئي:

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة أدوار بالنسبة للإقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي:

1 - سهولة إستثمار رؤوس الأموال: يمتاز الإستثمار المالي في سوق الأوراق المالية، بالسهولة والسرعة مقارنة بصعوبة الإستثمار الصناعي أو الإنتاجي الفردي، كما تسمح بإستثمار أي مبلغ كبير كان أو صغيرا، ولأي مدة قصيرة أو طويلة، ولا تحتاج إلى خيارات عالية وخاصة، فيمكن أي شخص أن يستثمر أمواله في السوق المالية للحصول على الأرباح التشغيلية في نهاية السنة أو أرباح رأس مالية ممثلة في الفرق بين سعر الشراء والبيع⁴.

2 - بيع الحقوق وشراؤها: عند تعذر على مستثمر بيع حصته في مشروع معين، ظهرت الحاجة إلى أسواق أوراق مالية لتؤدي أهم دور والتي دعت إلى وجودها، وهي بيع وشراء حقوق الورقة المالية⁵ بدون أن يكون لها تأثير على أصول المشروع.

¹ أحمد أبو الفتوح علي الناقبة، مرجع سابق، ص 29.

² عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص: 28-29.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 47.

⁴ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق، ص 70.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 33.

الفصل الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الإقتصادية

- 3 - توفير قنوات سليمة للإستثمار:** بتخصيص واختيار المشروعات التي تخدم مصالح المستثمرين وتحقق لهم عائد مقبول، وترشيد الإنفاق الإستثماري وتحذيرهم من مخاطر الإستثمار في المجالات الأخرى¹.
- 4 - تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير** الذي لا يستطيع على إنشاء مشروعات خاصة به لقلّة أمواله، وفي ذات الوقت توفر للمستثمر الكبير فرص توظيف أمواله في الأوراق المالية التي ستصدر أو المتداولة على إختلافها².
- 5 - توفر سوق الأوراق المالية لمجموعة من الأدوات المالية** التي تتنوع وتعدد في شتى مجالات الإستثمار وتهيئ للمستثمر بذلك فرصا عديدة للإستثمار وتتميز أمواله³، مما يعطي للمدخرين المجال لإستثمار أموالهم مع ما يتناسب و ميولاتهم ومعتقداتهم، ولا يضطر المدخر لتوظيف أمواله في مجالات لا تحوز على قناعاته.
- 6 - التأمين ضد خطر تقلبات الأسعار:** يستفيد من سوق الأوراق المالية التاجر والصانع والزراع، بحيث يتمكن كل منهم من التأمين على ما يحوزه من أوراق من تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحوط أو التغطية، فالمضارب يشتري سلعة عندما يرتفع سعرها، فيحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه كمية ماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه، فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره بوجود عنصر التأمين.
- 7 - إيجاد مجال للمضاربة:** إن المضاربة بلغة الإقتصاد هي "العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة، للإنتفاع من فروق الأسعار في زمن محدد ومكان معين"⁴. وهي لازمة لإستمرار العمل في سوق الأوراق المالية ولا تصاب بالركود. غير أن الأطماع الشخصية والمصالح الفردية التي تطبع المضاربين عامة وفي وجود لتوقعات مستقبلية تؤدي أن تخرج عن إطارها وتتخذ شكل المقامرة وبوسائل غير مشروعة فتُخلل بموازن الأسعار.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص48.

² محسن أحمد الخضيرى، مرجع سابق، ص19.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص35.

⁴ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص49.

من خلال تطرقنا في هذا الفصل للإطار النظري لسوق الأوراق المالية، سمح لنا بالخروج ببعض المفاهيم، وهي أن السوق المالية تنقسم إلى سوق نقد وسوق صرف أجنبي وأخرى لرأس المال، وهذه بدورها تتمثل بالأساس في سوق الأوراق المالية التي يجتمع بها الطالبون والعارضون للأموال، فهي القناة التي تيسر تدفق الأموال من الفئات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الفئات الاقتصادية التي تعاني العجز المالي، في وجود لوسطاء ماليين كحلقة وصل بين المستثمرين والمدخرين، وتوفر لأنواع مختلفة من أسواق الأوراق المالية المنظمة منها والغير منظمة، ومصنفة إلى عدة تصنيفات بحسب معايير معينة، مما ساعدها على زيادة جذبها للمستثمرين، وإقبال الأفراد والشركات على ادخار أموالهم، وهذا إضافة لتمييزها بخصائص لا تتوفر في غيرها من الأسواق، وقيامها بوظائف عديدة أدت بالثقة فيها أكبر.

كما تناولنا أيضا لأهمية المؤشرات واستخداماتها في سوق الأوراق المالية، بالإضافة لأهم خصائص الأوراق المالية من سيولة ونقدية، وهذا ما يجفز أكثر المستثمرين على شرائها أو إصدارها، وهذا بحسب نوع الورقة المالية المتداولة من أسهم أو سندات أو لأوراق مالية مستحدثة من المشتقات المالية والأوراق المضمونة بأصول 'التوريق'، وذلك بالتطرق لأنواع المتعددة وخصائص كل أداة مالية على حدى.

كما سمح لنا هذا الفصل باستخلاص مفهوم كفاءة السوق، وهي عندما تعكس السوق وبصورة كاملة وصحيحة لجميع المعلومات المتوفرة المتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، وحتى تتحقق هذه الكفاءة يجب توفر خاصيتين هما: كفاءة التسعير: أي أن المعلومة الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير. كفاءة التشغيل: أي أن قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحميل المتعاملين لتكاليف إضافية عالية. مع الإشارة إلى مستويات السوق المالي الكفاء في صورته الضعيفة، والشبهة قوية والقوية.

وفيما يتعلق بسيولة سوق الأوراق المالية فقد تم تبيين أهميتها بالنسبة للمستثمرين والشركات ووصف كيفية قياسها بالإضافة إلى التطرق إلى خصائصها من عمق واتساع ومرونة.

وبالنسبة لشروط إقامة سوق أوراق مالية تتسم بالفعالية، فقد تم توضيح لأهم الشروط الواجب توافرها، من توفر مناخ استثماري مستقر ووعي إقتصادي ومالي للمستثمرين وسهولة الإتصال بين المتعاملين وحجم المعاملات الباتة على الورقة المالية وغيرها. أما فيما يخص الفعالية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية فقد تم توضيح لدورها في الإقتصاد الكلي عن طريق تنمية الإدخار وذلك بتشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، والمساهمة في تمويل خطط التنمية، وتقييم الأداء الإقتصادي للشركات والمشاريع، وجذب لرؤوس الأموال الخارجية، أما دورها في الإقتصاد الجزئي فتمثل في سهولة إستثمار رؤوس الأموال بالنسبة للأفراد والشركات، وتوفير قنوات سليمة للإستثمار، وتعتبر كأداة إشباع للمستثمر الصغير، وتوفر فرص عديدة لإختيار المستثمر في عديد الأدوات المالية.

الفصل الثاني:

الصكوك الإسلامية:

ضوابطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية

تمهيد:

برزت الصكوك كأحد الأدوات المالية الحديثة المبتكرة للهندسة المالية الإسلامية، وما أضافته في سوق الأوراق المالية من حركية. مما استدعى التطرق إلى مفهومها والتعريف بها حتى يتسنى التفريق بينها وبين الأدوات المالية الأخرى، باعتبارها منتجا إسلاميا خالصا بديلا عن الأوراق المالية التقليدية.

وشهدت عديد الأسواق المالية إنتشار العمل بأنواع عديدة من الصكوك الإسلامية، التي تعتبر من أفضل وسائل اجتذاب المدخرات وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية.

وتتضمن عمليات إصدار وتداول الصكوك إجراءات فنية وضوابط شرعية عامة كانت أم خاصة، تبدأ من الاكتتاب فيها لترافقها في عمليات التداول وتستمر حتى إطفاء الصكوك وانتهاء أجلها.

وهذه الضوابط تعتبر الإطار المنظم لإجراءات ومراحل هيكلية الصكوك في أي مرحلة من مراحل إصدارها، والتي تحكم العلاقة بين أطراف عملية التصكيك.

وتمثل هذه القواعد الأسس التي تعتمد عليها الصكوك في عملية هيكلتها، وتستند إليها أطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية بتحديد الدور المسند لها، وبذلك تمثل الصكوك لورقة مالية يمكن الوثوق بها لما تمتلكه من ميزات ومقومات ليست موجودة في سائر الأوراق الأخرى.

في حين، تمر عملية إصدار الصكوك الإسلامية بعدة مراحل وخطوات تتشابه في بعضها وتختلف في أخرى، وهذا بحسب كل نوع من الصكوك، وهذا ما يجعلها توفر لتشكيلة واسعة من الأدوات المالية التي يمكن تداولها من طرف المستثمرين، وتحضى بالقبول العام من طرفهم.

كما تزايدت الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة، بزيادة إصدارها وذلك بالنسبة للشركات أو الحكومات المصدرة أو بالنسبة للمستثمرين عامة أو بالنسبة للإقتصاد ككل.

وكباقي الأوراق المالية الأخرى، تحضى الصكوك الإسلامية بضمانات تعزز من ثقة الحاملين لها، وتزيد من إقبال المستثمرين عليها، كما لديها مخاطر تتعرض لها يجب معرفتها وأخذها بعين الاعتبار.

ومما سبق يمكن عرض أهم المحاور التي سنتناولها بالدراسة في هذا الفصل لتعميق المعرفة بالجوانب المتعلقة بالصكوك الإسلامية، حيث عملنا على تجرئته إلى المباحث الآتية:

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية مفهومها وأنواعها.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية ضوابط إصدارها وتداولها وآلية هيكلتها.

المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية أهميتها الاقتصادية، ضماناتها ومخاطرها.

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية: مفهومها وأنواعها

برزت الصكوك كمفهوم جديد للورقة المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية، وفق قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية، وبذلك فقد تميزت عن غيرها بخصائص لا تتوفر في سواها، وبأنواع مختلفة مبنية بالأساس على صيغ التمويل الإسلامي. ومن أجل إيضاح مفهوم وخصائص هذه الأداة المالية، سنحاول بالخصوص في هذا المبحث إيضاح النقاط التالية:

المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية وأنواعها

و يمكننا أن نبدأ بمعرفة مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها، وذلك من خلال المطلب الأول.

المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها

يعتبر مصطلح الصكوك الإسلامية حديث الاستعمال والتداول، غير أن مفهومها يتميز بنوع من المزج بين كونها أداة ملكية وأداة مديونية في نفس الوقت. وسيتم تقريب وضبط مفهوم الصكوك، وكذا سرد تاريخها مع تبيان الفرق مع الأوراق المالية الأخرى في عرضنا للفروع التالية:

الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية الفرع الثاني: تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية الفرع الثالث: الفرق بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى

الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية

تعددت المفاهيم والتعاريف التي أطلقها الإقتصاديون والفقهاء على الصكوك، بالإضافة للهيئات والمنظمات المالية الإسلامية التي اعتمدت تعاريف جامعة نستعرضها فيما يلي:

أولاً: مفهوم الصكوك في اللغة: ويعرف الصَّكُّ في اللغة العربية على أنه:

"الصك وهو كتاب الذي يكتب في المعاملات والأقارير"¹، وهو "فارسي معرب، أصله جك. والجمع أصك، وصكاك وصكوك مثل بحر وبحار وبحور، وأصك مثل أبحر. وكانت الأرزاق تسمى صكاً لأنها كانت تخرج مكتوبة"².

جمع صك: الصاد والكاف أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، كقوله تعالى: ﴿فَأَقْبَلت امرأته في صرة فصكت وجهها﴾³ أي لطمته وضربته على عادة النساء بأيديهن لسماعهن لأمر عجيب أو غريب⁴.

¹ ابن أبي بكر بن عبد القادر الرازي، مختار الصحاح، ب د ن، الطبعة الأولى، مصر، 1329هـ، ص395.

² ابن منظور، مرجع سابق، ص263.

³ سورة الذاريات، الآية:29.

⁴ ابن كثير القرشي الدمشقي، تفسير القرآن الكريم، دار طيبة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الرياض، 1999، ص421.

ثانيا: مفهوم الصكوك في الاصطلاح:

ماهية الصكوك اصطلاحا، فنجد اجتهاد بعض الباحثين في اعطاء تعريف للصكوك الاسلامية، فيما أصدرت بعض الهيئات والمنظمات المالية الاسلامية بتعاريف خاصة بها، غير أن جميعها متقاربة من حيث المعنى الرئيس.

1 - مفهوم الصكوك في الاصطلاح حسب الباحثين:

فقد تعددت عبارات الباحثين من قانونيين و اقتصاديين و فقهاء من حيث تحديد مفهوم الصكوك، نوجزها في بعض من هذه التعاريف بأنها:

أ - التعريف الأول: هي "أوراق مالية ذات مدة قابلة للتداول تثبت ملكية حملتها لأصل مولد لدخل دوري"¹، وتتسم بأنها "ذات مخاطر متدنية و إيراد قابل للتوقع"².

ب - التعريف الثاني: كما عرفت بأنها، "أوراق مالية تثبت لصاحبها حقا شائعا، في ملكية المال المراد تقليبه في مشروع تجاري، من أجل الحصول على الأرباح"³.

د - التعريف الثالث: وعلى أنها "عملية تحويل الأصول المقبولة شرعا إلى صكوك مالية، مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية، شريطة أن تكون محلها غالبه أعيان، وذات أجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خاليا من المخاطر"⁴.

هـ - التعريف الرابع: كما تعرف الصكوك بأنها "وثائق أو شهادات (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها عند اصدارها و استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها"⁵.

و - التعريف الخامس: هي "أدوات مالية إسلامية، في شكل وثائق أو شهادات اسمية أو لحاملها، وتصدر بموجب عقود شرعية وضوابط، تفصل مالكيها ومصدرها، ويجدد العقد شروط إدارتها وتداولها، وتصدر الصكوك مستندة إلى أصول حقيقية أو منافع أو خدمات، وتعطي لصاحبها ملكية جزئية في هذه الأصول والخدمات والمنافع (ملكية على الشروع)، وهي قابلة للتداول"⁶.

¹ محمد علي القرني، الصكوك الإسلامية"التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص2.

² محمد علي القرني، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص2.

³ عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص2.

⁴ فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008، ص6.

⁵ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص7.

⁶ صابر محمد الحسين، دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك والأدوات المالية الأخرى، بحث ندوة البركة الواحد والثلاثين للإقتصاد الإسلامي، 1431هـ، ص132.

2 - مفهوم الصكوك حسب الهيئات والمنظمات:

وفيما يلي نوجز لبعض من التعاريف التي أقرتها بعض الهيئات والمنظمات الإسلامية، ومنها:

أ - تعريف الصكوك من طرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

وعرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية* ومقره بماليزيا بأنها: "شهادات يمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في الموجودات العينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة"¹.

ب - تعريف الصكوك من طرف الجمع الفقهاء الإسلامي الدولي:

كما جاء في قرار بجمع الفقهاء الإسلامي الدولي**، ورد تعريف التصكيك بأنه "إصدار لوثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان، أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي، وتأخذ أحكامه"².

ج - تعريف الصكوك من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

في حين ارتأت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية***، إطلاق اسم الصكوك الاستثمارية بدلا من الصكوك الإسلامية وذلك تمييزاً لها عن الأسهم والسندات، وعرفة في المعيار رقم (17) من كتاب المعايير الشرعية للصكوك الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع، أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب، وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله"³.

وبعد تطرقنا لمختلف المفاهيم التي تناولت تعريف الصكوك الإسلامية، فيرى الباحث تقديم التعريف الموالي، كخلاصة لما تم استعراضه، وعليه فإن الصكوك الإسلامية (الاستثمارية) أوراق مالية تمثل شهادات متساوية القيمة، وحصصاً شائعة في ملكية الموجودات أو الأصول باختلافها، موجودة أو سيتم تجسيدها، تدر دخلاً دورياً، وتصدر وفق أحكام عقد شرعي، استناداً إلى صيغ التمويل الإسلامية، ويراعى في ذلك عملية الاكتتاب وتحصيل الصكوك، وبدأ تجسيد المشروع الاستثماري.

* يقع مقر مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا أسس في نوفمبر 2002، تم تشكيل هذا المجلس كمنظمة لوضع المعايير والتنظيم والرقابة الموجهة بالأساس للمؤسسات المالية الإسلامية بصفة عامة.

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية، ماليزيا، يناير 2009، ص3.

** إحدى الهيئات المبنقة عن منظمة المؤتمر الإسلامي تم تأسيسه في 1403هـ، مقره جدة، يتكون من الفقهاء والعلماء والمفكرين في شتى مجالات المعرفة الفقهية والثقافية والعلمية والاقتصادية، أعضاؤه من مختلف أنحاء العالم الإسلامي.

² قرارات وتوصيات بجمع الفقهاء الإسلامي الدولي المبنق من منظمة المؤتمر الإسلامي: القرار رقم (178) (4/19) في الدورة 19 المنعقد بإمارة الشارقة 2009/1430.

*** تم إنشاؤها بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 26 فبراير 1990م في الجزائر بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى إلى الربح. وتهدف الهيئة إلى تطوير معايير الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية: معايير المحاسبة والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية. كما تسهم الهيئة إسهاماً كبيراً في عملية التطوير المهني لهذه الصناعة. وتتجاوز عضوية الهيئة 155 مؤسسة مالية من أكثر من 40 بلداً وتتخذ من مملكة البحرين مقراً لها.

³ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص238.

الفرع الثاني: تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية

باعتبار الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية الإسلامية الحديثة، فإن نشأتها لا تعدو أن تتعدى ثلاثة عقود، كان فيها المجمع الفقهي الإسلامي، دورا كبيرا في تخرجها بضوابط تماشى مع تطورها.

اولا: نبذة عن نشأة الصكوك الإسلامية:

تعود فكرة طرح صكوك إسلامية، بعد ذلك الإهتمام الذي لاقته من طرف علماء الشريعة، كبديل مناسب للسندات الربوية، عندما طرحت للبحث في المؤتمر العلمي الأول للإقتصاد الإسلامي عام 1976م، ثم تبع ذلك عدة محاولات كانت أبرزها تلك الدراسة، التي بلورة الصورة الأولية للصكوك الإستثمارية الإسلامية، والتي قدمها الدكتور سامي حمود في بحثه "سندات المقارضة"، الذي قدمه ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي بالأردن عام 1987. وكان المقصود منها إيجاد البديل الإسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة. وقد تطورت هذه الفكرة حينما عرضت على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف، وحينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة سنة 1988م، الذي خرج بتصوير متكامل وبضوابط شرعية، أصدر بموجبها القرار رقم 30(4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الإستثمار، من فتح الباب أمام الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية لإصدار صكوك تبني على هذه الصيغ الحديثة¹.

ثانيا: تبلور فكرة إنشاء الصكوك الإسلامية:

كما يعود إنشاء الصكوك أو شهادات الإستثمار التي تم إصدارها سنة 1983 بماليزيا، وذلك بعد البدء بعمليات أول بنك إسلامي في ماليزيا، بعد عزوف هذا الأخير على تملك سندات حكومية بمعدلات فائدة المصدر من طرف البنك المركزي، بإصدار لشهادات إستثمار خالية من الفائدة الربوية، لتكون بذلك كأول خطوة نحو التعامل بالصكوك الإسلامية في أولى مراحلها². وبدأت فكرة إصدار الصكوك الإستثمارية الإسلامية، تتبلور في بعض الدول الإسلامية وهذا في سبيل مواجهة العجز في ميزانيتها، وتعزيز الإنفاق العام وتوفير الأموال اللازمة لبناء المنشآت الحيوية، ومن بين هذه الدول بالإضافة لماليزيا كلا من السودان وباكستان والبحرين والإمارات واندونيسيا وغيرهم.

وعرف إصدار الصكوك تطورا كميًا ونوعيًا في السنوات الأخيرة، في عدة دول إسلامية وغير إسلامية، مما يدفع إلى المزيد من الدراسات في هذا الصدد، وتأتي هذه الرسالة كإسهام في تعزيز فكرة التعامل بالصكوك الإسلامية، وهذا ما نحاول تبيينه.

كما عملت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) من خلال إصدار لكتاب المعايير الشرعية، بتخصيص بند خاص بالصكوك الإسلامية (البند رقم 17)، حيث حددت فيه المبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك، التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار الخاص بالصكوك. وبذلك وفرت AAOIFI لضوابط وأسس يتم اعتمادها كمرجع في عمليات إصدار الصكوك. كما قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية بإصدار معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك.

¹ وليد خالد الشاذلي وعبد الله يوسف الحجي، صكوك الإستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، معالم وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15-17 ماي 2005، ص ص: 907-908.

² أسامة عبد الحلیم الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق، 2009، غير منشورة، ص26.

الفرع الثالث: الفرق بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى

مع بروز الصكوك كأوراق مالية تمويلية إسلامية مستحدثة، تطلب الأمر إبراز أوجه الاتفاق والاختلاف بينها، و بين كل من السندات التقليدية والأسهم والوحدات الاستثمارية، حتى يتم تجنب الخلط بين هذه الأوراق والتفريق بينها.

أولاً: الفرق بين الصكوك والأسهم:

المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم يستوجب ذكر ما يتفقان فيه وما يختلفان عليه، ونوضحه فيما يلي:

1 -أوجه الشبه:

أ - كلا من الصكوك والأسهم يمثلان ملكية لأصل حقيقي موجود مدر لعائد، يصدر من أجل المساهمة في مشروع مريح¹، حسب عدد الأسهم والصكوك المستثمرة.

ب - يمثل كل منهما وثيقة إثبات تملك لحصة مشاعة في أصول الشركة المصدرة للصكوك².

ج - يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة المملوكة في صافي أصول الشركة أو المشروع الاستثماري، وذلك في التسليم والقبض والحيازة³ البيع والشراء والتداول، أي حرية التصرف كاملة.

2 -أوجه الاختلاف:

أ - الصكوك ورقة مالية قليلة المخاطر لكونها تصدر مقابل أصل معين مقارنة بالأسهم ذات المخاطر عالية، وما تعرفه من تقلبات في اليوم الواحد في الأسواق المالية نتيجة لأداء الشركة ككل.

ب - تعتبر الصكوك أداة تمويل خارج الميزانية من جهة الشركة المصدرة لها، فحامل الصك ممول لهذه الشركة بحسب الأصل المصكك، بينما تمثل الأسهم لحصة ملكية شريك معلومة من رأس مال الشركة⁴.

ج - أسهم الشركات غير محددة بزمان معين حتى تبقى صالحة، فحامل السهم يستوفي نصيبه إلا بعد التصفية الكامل للشركة، أما الصكوك فهي محددة بآجال معينة تسترجع في نهايتها بإطافئها⁵، واسترداد رأس مالها بحسب الصيغة المستعملة.

د - كما تختلف الصكوك عن الأسهم أن مالكو هذه الأخيرة، يتمتعون بقدرة تصويتية لانتخاب مجلس الإدارة الذي يعرئ مصالحهم ويقوم بالمشاركة في إدارة الشركة، أما حملة الصكوك فتتعد هذه الميزة، فلا المشاركة ولا انتخاب، وإنما تلتزم الشركة

¹ محمد علي القرني، الصكوك الإسلامية"التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص3.

² عبد الله بن منيع، الصكوك الإسلامية: تجاوزا وتصحيحا، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص6.

³ فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص17.

⁴ صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31ماي-3 جوان 2009،

ص15.

⁵ عبد الله بن منيع، مرجع سابق، ص7.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية: خواصها الشرعية وأهميتها الاقتصادية

المصدرة للصكوك بضمان حسن سير الإدارة وفق أحكام عقد المضاربة* وشروطها الشرعية¹. وإن كان لحملة الصكوك الحق في بيعها إلى الغير، تماماً كما يحق لحامل السهم بيعه وتداوله في أسواق الأوراق المالية².

ثانياً: الفرق بين الصكوك والسندات:

اطلاق مصطلح السندات الإسلامية و المقاربة مع السندات التقليدية، راجع لما بينهما من شبه في ناحية أن كليهما يصدر بقيمة اسمية ومن ناحية تقليل المخاطر، مما يتطلب تثبيت مصطلح الصكوك عوضاً عن السندات وهذا بغية تحديد أوجه الشبه والاختلاف حتى يتسنى التمييز بينها.

1 - أوجه الشبه: تشترك الصكوك والسندات في النقاط التالية:

أ - تتفق الصكوك والسندات في أن كلاهما أوراق مالية يمكن تداولها، غرضها تمويل مختلف الجهات حكومية أو شركات خاصة، كما تتحكمان في حجم السيولة النقدية المتداولة، فهما يلعبان دوراً في استقرار الوضع الاقتصادي³، كما أنهما محددة المدة الزمنية، عند انتهاء الفترة المعلنة عليها والغرض الذي أنشأه لأجلها باستردادها أو إطفائها.

ب - تصنف كل من الصكوك والسندات ضمن الأوراق المالية المتدنية المخاطر وبذات استقرار كبير⁴، كونهما مضمونتان أو مدعومتان بأصول مما يجعلها ذات جاذبية لأولئك الذين يريدون استثمار أموالهم لأجل طويل.

2 - أوجه الاختلاف: توجد عدة نقاط تفرق فيها الصكوك عن السندات، وهذا ما سنستعرضه فيما يأتي:

أ - الصك يمثل حصة معلومة في ملكية أصول مشروع استثماري، فحقوق صاحب الصك، عيني مرتبط بمأصول المشروع أو الشركة بينما السند يمثل ديناً في ذمة مصدره (الشركة)⁵.

ب - إيرادات الصكوك ليست بفوائد على القيمة الاسمية، وإنما هي متأتية من عوائد النشاط الاستثماري لأصول الصكوك (استثمار الأموال المجمعة من عملية إصدار الصكوك)، أو الإيراد من الأصول التي يملكونها (عملية تصكيك للأصول)⁶، في حين للسندات حق دين نقدي، ويحصل حاملها على فائدة مدفوعة⁷، مسبقاً أو عند انتهاء أجله.

ج - من بين أهم الفروق كون السندات الربوية أوراق مالية محرمة⁸، والصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلت على أساس عقد شرعي وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي، وهذا ما يكسبها صفة الورقة الحلال للتعامل بها في الأسواق المالية.

¹ فؤاد محمد أحمد محسن، مرجع سابق، ص 17.

* المضاربة أن يدفع رجل مالا لآخر، لينجر به، ويكون الربح بينهما، حسبما يتفقان عليه من النصف أو الثلث أو غير ذلك، بعد إخراج رأس المال. راجع محمد علي جمعة وآخرون، موسوعة فتاوى المعاملات المالية، المضاربة، المجلد الثاني، الطبعة الأولى، دار السلام، مصر، 2009، ص 20.

² معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص 8.

³ حمزة الفجر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص 4.

⁴ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 14.

⁵ فؤاد محمد أحمد محسن، مرجع سابق، ص 18.

⁶ محمد علي القرني، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص 4.

⁷ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص 8.

⁸ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم: 60(11/6) بشأن السندات.

د - في موعد استحقاق السند يستحق مالكة للقيمة الاسمية المدفوعة عليه، مضافا إليها الفوائد المحددة المعلنة عنها مسبقا، فهو لا يتأثر بالمركز المالي للمصدر ولا بنتائج أعمال الشركة، بخلاف تأثر مالك الصك بنتائج أعمال المشروع، فيتحمل الأخطار والخسائر المحتملة، كما يشارك في الأرباح المحققة، فعليه غرم المشروع وله غنمه¹.

هـ - ولكي نميز بين الصكوك التي هي أوراق مالية مبنية على أصول حقيقية، وبين أنواع السندات التقليدية (السندات المدعومة بالأصول) التي تمثل قرضا في ذمة المصدر موثقا برهن وضممان هو أصول الشركة، ففي هذه الحالة الصكوك تصدر وفق أصول حقيقية في حين السندات المدعومة بالأصول حق حاملها متعلق بذمة المصدر، والأصول عبارة عن ضمان ورهن لحامل السند²، وهنا يبرز الفرق جليا في إنشاء كل من الورقتين الماليتين.

ثالثا: الفرق بين الصكوك والوحدات الاستثمارية*:

1 - أوجه الشبه:

- أ - تصدر الوحدات الاستثمارية والصكوك قصد جمع الأموال أي أداة تمويلية، تستثمر حصيلتها في مجالات مختلفة.
- ب - كلا من الوحدات الاستثمارية والصكوك ليس لهم الحق في التصويت أو انتخاب مدير ولا أعضاء مجلس إدارة الصندوق أو الشركة.
- ج - تتفق الصكوك والوحدات الاستثمارية في أن كلا منهما يمثل حصة معلومة في ملكية شركة أو صندوق ذي نشاط استثماري.

2 - أوجه الاختلاف:

تفرد الوحدات الاستثمارية عن الصكوك بمبدأ الاسترداد دون التداول العام، وبعدم توزيع عائد دوري الذي يضم إلى رأس المال عادة، لتقدير التقويم الدوري للوحدات تيسيرا للدخول والخروج³.

كما يمكن أن نوجز الفرق بين الصكوك وكلا من الأسهم والسندات في الجدول التالي:

¹ فؤاد محمد أحمد محسين، مرجع سابق، ص18.

² حامد بن علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص3.

*الوحدات الاستثمارية عبارة عن شهادات تصدرها شركة أو صندوق استثماري، لتمويل نشاط استثماري، على أن يتم استردادها في وقت معين.

³ عبد الله بن منيع، مرجع سابق، ص7.

جدول رقم (2): الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات.

| الأسهم | السندات | الصكوك | |
|---|--|--|----------------------------|
| حصة ملكية في الشركة. | دين على المصدر. | ليس ديناً على المصدر، وإنما حصة ملكية غير مجزئة في الملكيات المحددة، المدعومة بالموجودات أو القائمة بها، أو المشاريع التجارية. | الطبيعة |
| غير مطلوب | غير مطلوب | حد أدنى لنسبة معينة من الموجودات العينية | الموجودات |
| ملكية المطالبات على التجارية. | مطالبة الدائنين على كيان الافتراض والامتيازات في بعض الحالات على الموجودات. | ملكية المطالبات على الموجودات المحددة أو المشاريع التجارية. | المطالبات |
| غير مضمونة. | عموماً السندات غير مضمونة إلا في حالات مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن، ضمان التزامات الديون، وشهادات صندوق الأمانة. | ضمان حقوق الملكية في الموجودات المعينة أو المشاريع، بالإضافة إلى أي هيكل لتعزيز الضمانات الإضافية. | الأوراق المالية |
| غير مضمونين | مضمونان من قبل المصدر | غير مضمونين من قبل المصدر | المبلغ الأصلي والعائد |
| العائد من استثمار الأصول | سعر الفائدة | العائد من استثمار الأصول | مصدر العائد |
| يمكن إصدارها لأي غرض | يمكن إصدارها لأي غرض | يجب إصدارها لأغراض التمويل المتفقة مع أحكام الشريعة. | الغرض |
| بيع الأسهم في الشركات | أداة بيع الدين (مديونية) | لبيع في الملكية الخاصة في الموجودات والمشاريع | التداول في الأوراق المالية |
| المسؤولية على شؤون الشركة تقتصر على مدى حصتها في الشركة | مالكو السندات لا توجد لديهم أي مسؤوليات بالنسبة لظروف المصدر | المسؤولية عن واجبات محددة تتعلق بالموجودات المشروع يقتصر على مدى مشاركته في هذه المسألة | مسؤولية المالكين |
| قابلة للتداول | قابلة للتداول | يعتمد على طبيعة الأصول | قابلية التداول |
| مرتفعة | منخفضة | يعتمد على طبيعة الأصول | درجة المخاطرة |
| غير مؤقتة | مؤقتة | مؤقتة | المدة |

المصدر :

- صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري دبي، 31 ماي- 3 جوان 2009، ص 16؛
- متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك و الإستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، ماليزيا، يناير 2009، ص 31؛
- وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15 - 17 ماي 2005، ص 921.

المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية وأنواعها

تتميز الصكوك الاستثمار الإسلامية عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية، بخصائص مستوحاة من مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها تحظى بقبول عامة المتعاملين في الأسواق المالية، وعلى درجة من الثقة يسمح لها بأن تكون ملاذاً آمناً لملاكها، وتتنوع الصكوك المصدرة زاد الاهتمام بها. ومن خلال هذا المطلب سيتم مناقشة لأهم خصائص ومميزات الصكوك مع التعريف بأنواعها في الفرعين المواليين:

الفرع الأول: خصائص الصكوك الإسلامية ومنافعها

الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

الفرع الأول: خصائص الصكوك الإسلامية ومنافعها

تتشترك الصكوك الإسلامية في خصائص عامة مع غيرها من الأدوات التقليدية، وأخرى تمتاز بها من الأدوات المالية الأخرى، ساهمت في انتشارها واتساع رقعت تداولها، كما لها منافع زادت في جاذبيتها.

أولاً: خصائص الصكوك الإسلامية:

و يمكن توضيحها فيما يأتي:

1 - صكوك الاستثمار لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون، أو نشرة الإصدار¹ أو مكتوبة في الصك عينه، مع تحديد العائد بنسبة شائعة من الربح يتم اتفاق الأطراف عليها².

2 - تمثل وثائق متساوية القيمة:

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

3 - الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات :

إن الصكوك الاستثمارية تمثل ملكية لحصة شائعة في أصول الشركة تدر ربحاً أو عائداً، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها كما هو الشأن بالنسبة للسندات، وهذه الأصول قد تكون أعياناً، أو منافع أعيان، أو خدمات، وتستثمر حصيلة الأموال في مشروع تجاري أو صناعي أو في شركة استثمار⁴، وقد يكون مزيجاً من كل ذلك. كما لمالك الصك الحق في الرقابة ورفع الدعوى على المسؤولين الإداريين والحق في الأرباح والاحتياطات والتنازل عن الصكوك والتصرف فيها واقتسام أصول المشروع عند التصفية إلا بما جاء بخلاف ذلك حسب نشرة الإصدار.

¹ علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار: تأصيلها وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1-2 مارس 2010، ص11.

² عبد الله المطلق، مرجع سابق، ص14.

³ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة

الشؤون الإسلامية والعمل الخيري دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص10.

⁴ Muhammad Taqi Usmani, Sukuk and their contemporary applications, p.3, avalaibal at : www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/SukukContemporary.pdf 16/01/2012

4 - الصكوك تقوم على المشاركة في الغنم(الربح) والغرم(الخسارة):

يتحصل حامل الصك الاستثماري، على حصة من الربح حسب ملكيته أو حسب ما نصت عليه نشرة الإصدار، وليس على قيمة محددة معلومة مسبقا وإلا كانت شبيهة بالسندات التقليدية¹. و في نفس الوقت حسب مبدأ المشاركات لقواعد المالية الإسلامية، حيث يلتزم صاحب الصك بتحمل أخطار الاستثمار كاملة في حال تعرض المشروع للخسارة. فحملة الصكوك كل حسب حصته يشارك في هلاك أو تلف المال².

5 - الصكوك تصدر وفق عقد شرعي:

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

6 - إتفاق الصكوك الإستثمارية مع أحكام الشريعة الإسلامية:

ونعني بذلك خلو تعاملاتها من الربا، أي نشاطها حلال من الناحية الشرعية³، أي لا تتعامل وفق عوائد مبنية على معدل الفائدة، والزامية استثمار رؤوس الأموال المجمعة من حصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك في إنشاء لمشاريع استثمارية متوافقة مع مبادئ الشريعة السمحاء، وان لم يتحقق ذلك فلا يجوز إصدارها ولا تداولها ولا الأرباح المحققة منها⁴.

7 - تحمل الأعباء وتبعات المترتبة على ملكية الأصول الممثلة في الصك:

ويقصد بذلك، مجموع التكاليف والمصاريف المترتبة على ملكية الأصول المصككة، من أعيان ومنافع والتبعات المترتبة عنها، فهي تقع على حامل الصك وليس على المستفيد⁵.

8 - صكوك الاستثمار قابلة للتداول من حيث المبدأ* ما لم يوجد ضابط يحد من ذلك أو يمنعها.

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

10 صكوك الاستثمار بديلة للسندات:

حيث زاد اهتمام المتعاملين بالصكوك من شركات وحكومات، فهي بذلك تحل مكان السندات وتشكل البديل لها، ومع مرونتها وصلاحياتها للوساطة المالية، وتلبية الحاجات التمويلية المتزايدة، جعل منها تلعب أدوارا منها⁶:

أ - أداة للتحكم في السياسة النقدية وستتطرق إليه فيما سيأتي.

ب - أداة فاعلة لتعامل البنوك الإسلامية مع البنوك المركزية.

¹ محمد أشرف دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، كلية المجتمع ، جامعة الشارقة، ب ت، ص7.

² فؤاد محمد أحمد محسين ، مرجع سابق، ص19.

³ عبد الملك منصور ، مرجع سابق، ص22.

⁴ فؤاد محمد أحمد محسين ، مرجع سابق، ص20.

⁵ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي : قرار رقم 178(19/4) بشأن الصكوك الإسلامية(التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، 2009.

* وسيأتي تفصيل ذلك في البحث الثاني.

⁶ حامد بن علي ميرة، مرجع سابق، ص ص:5-6.

ج - أداة فاعلة لسد الحاجات التمويلية للحكومات والشركات لبناء المشاريع بكافة أنواعها، كما تعتبر أداة إستثمارية فاعلة لإستعاب فوائض الأموال.

ثانيا: منافع الصكوك:

ومن بين المزايا التي ساعدت على زيادة انتشار الصكوك والإقبال على إصدارها وتداولها من قبل الشركات أو الأفراد أو حتى الحكومات تمثل في :

1 - أنها من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة لعدد الشركات التي لا تطيق تمويلها جهة واحدة حكومة كانت أم شركة، فضلا عن كونها أفضل الوسائل لتسييل أصول الشركات وبكلف مناسبة عند تحويل أصولها إلى صكوك في السوق الأولية وما سينعكس على تطوير سوق الصكوك الثانوي¹، كما أنها تساهم في خلق نوع من التوازن في توزيع المخاطر والعائد قطاعيا وجغرافيا.

2 - أنها تقدم قناة إستثمارية جيدة للمستثمرين الذين يريدون توظيف فائض أموالهم في مشاريع مربحة، ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها، فهي وسيلة تساهم في التوزيع العادل للثروة، كما تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج من المشروع بشكل متساوي².

3 - أنها تقدم أسلوبا جيدا لإدارة سيولة المؤسسات المالية الإسلامية، عن طريق تهيئة المناخ لتطوير سوق مالية إسلامية، وما ينتج عنه من تداول وتسييل الصكوك ما يساعد على اجتذاب للأموال الراغبة في الإستثمار الحلال، لاسيما أموال المغتربين وأموال المهاجرة خارج العالم الإسلامي³.

4 - تتيح الصكوك إشراك أكبر عدد ممكن من المستثمرين أفراد أو مؤسسات أو حكومات، وتعتبر من الأدوات المالية الأكثر أمنا للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين، وذلك بسبب الإجراءات الاحتياطية للهيئات الرقابية للأسواق المالية على المؤسسات المصدرة.

5 - الاستغلال الجيد لتكنولوجيا المعلومات الحديثة، من خلال الشبكات الدولية ساهم بشكل فعال في تقريب أسواق المال الدولية، وتعريف المؤسسات المالية بفرص الاستثمار في الصكوك كأصول مالية يمكن طرحها حول العالم خلال فترة وجيزة وبأقل تكلفة⁴.

الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

يمكن تقسيم الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بحسب إعتبارات مختلفة، منها ما يأخذ باعتبار الجهة المصدرة، فهناك الصكوك سيادية، شبه سيادية (تصدرها حكومات ومؤسسات تابعة لها) وعادية وهي تتفرع بدورها بحسب الشركات والأفراد، كما تقسم الصكوك بحسب اعتبار المدة، فيمكن أن تكون ذات مدة طويلة، متوسطة، قصيرة، أو غير محددة المدة، وقد تكون مستندة لطبيعة ونوع الأصول محل التصكيك، كما يمكن تقسيمها إلى صكوك مداينات وصكوك ملكية أو لصكوك قابلة للتداول وأخرى غير

¹ Muhammad Taqi Usmani, Sukuk and their contemporary applications, p.2, available at :

www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/SukukContemporary.pdf_16/01/2012

² محمد تقي عثمانى، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص1.

³ أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية ومعالجة مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك إربد، الأردن، 2005، غير منشورة، ص31.

⁴ كمال توفيق حطاب، الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31ماي-3 جوان 2009، ص10.

الفصل الثاني:.....الصكوك الإسلامية: خواطها الشرعية وأهميتها الإقتصادية

قابلة للتداول، كما أن بعض أنواع الصكوك تتفرع إلى أنواع ومسميات أخرى يصعب حصرها في عدد معين، ومنها ما يستند في تقسيمه من حيث العقود الجزئية الفرعية المؤطرة للمعاملة الإستثمارية، التي تستغل حصيلتها في تمويل أنشطة الشركات والحكومات حسب العقد الشرعي المضاربة والمشاركة والسلم والإجارة وغيرها.

ويمكن الاستناد إلى أهم التصنيفات التي يعتمد إليها في تحديد أنواع الصكوك من ناحية التملك ووفق صيغ التمويل الإسلامية.

أولاً: أنواع الصكوك الإسلامية من ناحية التملك:

ويقصد بذلك الصكوك التي تمثل ملكية المستثمرين لها وتلك التي تؤول إلى المديونية¹.

1 - صكوك تمثل حقوق الملكية:

وهذه الملكية تكون لأعيان أو منافع، وهي أدوات تمثل حصص متساوية وتشارك في أرباح المشروع في حالة تحققها بالنسب المتفق عليها، وتحمل الخسائر بنسب مساهمتها في رأس مال المشروع، كما أنها قد تتعرض للمخاطر التشغيلية، ومن أهمها نجد²:

أ - الصكوك الصادرة على أساس عقود المشاركات.

ب - صكوك المضاربة، لمشروعات أو أنشطة تدار على أساس عقد المضاربة، بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

ج - بالإضافة للصكوك الصادرة على أساس المزارعة، المساقاة، المغارسة.

2 - صكوك تؤول إلى المديونية:

وهي أوراق مالية يترتب عليها حقوق مالية ثابتة ومضمونة، يوافق المصدر لها على دفع أرباح دورية خلال التاريخ المتفق عليه لحملة هذه الصكوك ثم يتم دفع أصل التمويل كاملاً، أو دفعها على دفعات خلال الأجل المتفق عليها، وهذا حتى لا تتعارض للمخاطر التشغيلية، إذ لا تعتبر طرف من المشروع فلا تتحمل خسائر ولا تعطى أرباح المشروع الممول، وإنما إمكانية تعرضها لمخاطر عدم السداد مثل أي أدوات الدين³، ومن أهمها:

أ - صكوك المرابحة: وتكون لشراء سلعة ثم بيعها لأجل المرابحة.

ب - صكوك السلم: تهدف لدفع قيمة السلم عاجلاً، وهذا بامتلاك حملة صكوك السلم المسلم فيه.

ج - صكوك الإجارة: وهي تمثل أصولاً مؤجرة أو موعود باستئجارها ويستحق حملتها للأجرة عن فترة التأجير، ثم تطفأ قيمة الصكوك بنقل ملكيتها للمستأجر أو طرف ثالث، وذلك يكون بالإجارة المنتهية بالوعد بالتمليك.

د - صكوك المنافع: وهي كسابقاتها إلا أن ما يملكه حملة الصكوك هو عبارة عن منافع أعيان قائمة أو موصوفة في الذمة.

¹ Abdullaah Jalil, islamic bonds issues: the malaysian experience, The 6th Asian Academy of Management Conference, Malaysia 9-11 December 2005, p. 5

² صفة أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص13.

³ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الإقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص5.

هـ - صكوك الخدمات: وهي تمثل لخدمة موصوفة في الذمة أو من جهة معينة (كخدمة التعليم من إحدى الجامعات)، على أن تستوفي الجهة (الأجيرة) أجرتها من حصيلة الاكتتاب في الصكوك وبذلك يصبح حملة الصكوك مالكيين لتلك الخدمة¹.

و - صكوك الإستصناع: تصدر لتمويل تصنيع سلع، ويصبح بذلك حملة الصكوك ملاكاً لسلع المستصنع بها².

ثانياً: أنواع الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية:

نجد في هذا النوع، أن كل صيغة من صيغ التمويل الشرعية يقابلها نوع من الصكوك، كما أوضحت AAOIFI في معاييرها الشرعية، تحت البند رقم 17 لأنواع الصكوك الإستثمارية الإسلامية³ التي يمكن إصدارها، وتطرق لها فيما يأتي:

1 - صكوك المضاربة:

أ - مفهومها:

وهي "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض (أو المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأسمال المضاربة وما يتحول إليهم بنسبة ملكية كل منهم فيه"⁴.

وجاء تعريفها حسب AAOIFI بأنها "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة، بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها"⁵.

و بأنها "الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه، بحسب النسب المعلنة على الشيوخ"⁶.

ب - خصائص صكوك المضاربة: تتوافر في صكوك المضاربة الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال و نسبة الربح⁷، ومن خصائصها كذلك:

- إمكانية تداول صكوك المضاربة قبل وبعد البدء بالعمل في المشروع، وفق ضوابط تحكمها حسب كل مرحلة.

- لا يجوز أن تشتمل نشرة إصدار صكوك المضاربة على نص بضمان عامل المضاربة لرأس المال أو ضمان ربح منسوب لرأس المال⁸.

¹ يوسف الشيبلي، إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية المشتتة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-26 ماي 2010، ص9.

² المرجع السابق، ص10.

³ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص: 238-240.

⁴ محمد علي جمعة وآخرون، موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: المضاربة، المجلد الثاني، الطبعة الأولى، دار السلام، مصر، 2009، ص: 353-354.

⁵ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص239.

⁶ محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص51.

⁷ سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، ص359.

⁸ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: قرار رقم 30(4/3) بشأن سندات المضاربة والإستثمار، 1988.

– المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هو رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك أصول المضاربة وحصصة متفق عليها من الربح، ويتحملون الخسارة إن حدثت¹.

– كما يجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك وشروع العمل في الأعيان والمنافع².
والمنافع².

وقد قام مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم 30(4/3) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار الصادر في 1988، بعرض شامل ومفصل للخصائص التي يجب أن تتبع في إصدار وتداول صكوك المضاربة.

ج – أنواع صكوك المضاربة: لصكوك المضاربة أنواع يمكن أن نذكر أهمها³:

– صكوك المضاربة دائمة المشاركة في الأرباح الرأسمالية: وهي الأرباح المتحققة من المشروع سنويا على أن تقسم بين حملة الصكوك والمضارب بنسب متفاوتة، وتسترد أموال حاملي صكوك المضاربة بعد انتهاء المشروع ويبيعه من طرف المضارب.

– صكوك المضاربة ذات الأجل المتغير(صكوك المشاركة المتناقصة): وهي الصكوك التي تصدر عن مشاريع عقارية أو صناعية كبيرة، ذات أجل طويل نسبيا، يتم إسترداد قيمة الصكوك من الأرباح المحققة سنويا إلى أن يتم تسديدها كلية إلى حملة الصكوك مع استحقاق الربح عن كل دورة ويصبح المشروع ملكا للمضارب.

– صكوك المضاربة المتناقصة: يتم إصدار هذه الصكوك من أجل تمويل انشاء مشروع، تشارك في الأرباح الناتجة سنويا، ويتحصل حملة الصكوك على دفعات سنوية، تكون بمثابة إطفاء قيمة الصكوك بالكامل، على أن تتحول ملكية المشروع كلية للمضارب (الشركة).

– صكوك المضاربة ذات الأجل الثابت المحدد: يحدد عمر الصكوك بأجل ثابت أي تاريخ محدد ومعلوم، عند بلوغه تقوم الشركة أو المضارب بتسديد قيمة الاسمية للصكوك كاملة لحملتها. على أن يكون لهذه الصكوك الحق في المشاركة في الأرباح المحققة سنويا، بنسبة معينة أو كل فترة معينة.

2 – صكوك السلم:

أ – مفهومها:

هي صكوك تمثل ملكية حصة معلومة في رأس مال السلم، لتمويل شراء سلعة مؤجلة التسليم بثمن حال ثم تسوق على العملاء، ويتمثل عائد حملة الصكوك هو الربح من بيع سلعة السلم⁴.

¹ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص241.

² المرجع السابق، ص245.

³ علي جمعه محمد وآخرون، مرجع سابق، ص: 358-375.

⁴ كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص15.

وعرفتھا AAOIFI هي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"¹، ففكرة صكوك السلم تقوم بالأساس على عقد السلم.

ب - خصائصها:

ومن التعريفين السابقين، يمكن أن نميز بعض الخصائص لهذه الصكوك.

- لا تتمتع هذه الصكوك بالتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع عينية وهذا عند استلامها وقبل بيعها، حينها تمثل الصكوك حصّة شائعة في السلعة².

- المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة(رأس مال السلم). ويملك حملة الصكوك لسلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها.

ج - أهداف صكوك السلم:

من بين الأهداف الخاصة التي تدفع لقيام إصدار صكوك السلم الإسلامية ما يلي³:

- تطوير أدوات مالية ذات جودة عالية منها صكوك السلم، لاستخدامها من طرف الشركات والمؤسسات المالية، قصد امتصاص السيولة النقدية الفائضة، مما يؤدي للتحكم في التضخم على المدى القصير.

- تعتبر أداة حديثة ومبتكرة توظف في تنشيط سوق الأوراق المالية والنقدية الإسلامية العالمية.

- توفير الأموال اللازمة للجهات الحكومية بعرضها لهذه الأدوات، مما يفعل دور المؤسسات المالية الإسلامية على المدى القصير.

3 - صكوك الإجارة:

أ - مفهومها:

تعددت تعريف صكوك الإجارة فهي تلك "الصكوك المتساوية القيمة، تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة، تقدم من ملتزمها لحامل الصك في المستقبل"⁴.

كما جاء قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 137(15/3)، بشأن صكوك الإجارة⁵، أن فكرة صكوك الإجارة تقوم على مبدأ تصكيك الأصول أو المنافع أو الخدمات، الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري قائم أو سيتم إنجازه يدر دخلا، بتحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية، يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية، وعلى ذلك عرفت بأنها "صكوك ذات قيمة متساوية، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل".

¹ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 239.

² كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص 15.

³ سامر مظهر قططجي، مرجع سابق، ص 365.

⁴ المرجع السابق، ص 360.

⁵ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي : قرار رقم 137(15/3) بشأن صكوك الإجارة.

الفصل الثاني:.....الصكوك الإسلامية: خواصها الشرعية وأهميتها الإقتصادية

ويمكن تعريفها على النحو التالي: "صكوك ذات قيمة متساوية، تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع أو خدمات، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية"¹.

ب - أهداف صكوك الإجارة: من بين الأهداف التي ساعدت صكوك الإجارة في تحقيقها²:

- تسيير فائض السيولة في الاقتصاد عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، للتحكم في السيولة المتداولة بطرح أو سحب هذه الصكوك من السوق.

- الحد من عجز موازنة الدولة، ويتأتى باستعمال موارد مالية حقيقية لمدخرات الأفراد والمؤسسات المالية بدل اللجوء إلى الأدوات التضخمية، وذلك بزيادة الاستثمار عن طريق تجميع مدخرات المجتمع، وتوظيفها في مشاريع تعود عليهم بالنفع العام.

- تفعيل الأصول الثابتة للدولة عن طريق الاستثمارات الجديدة بالطرح للإكتتاب في هذه الصكوك.

ج - أنواع صكوك الإجارة:

من خلال التعريف السابق يمكن أن نميز بين أربعة أنواع لصكوك الإجارة، صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وصكوك ملكية المنافع، وصكوك ملكية الخدمات من طرف معين، وصكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة³.

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

- صكوك ملكية المنافع: وهي بدورها تنقسم إلى نوعين:

○ صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وتنفرع إلى قسمين:

"وثائق متساوية القيمة يصدرها المالك لعين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستفتاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها"، وتصبح منفعة الأصل مملوكة لحملة الصكوك.

"وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجارة منافعها واستفتاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها"، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

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

¹ مندر فحرف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، الطبعة الثانية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2000، ص 37.

² سامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص 361.

³ راجع: مندر فحرف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سابق، ص: 39-59؛ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 238-239.

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

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

د - خصائص صكوك الإجارة: تتميز صكوك الإجارة بخصائص، تجعلها من بين الأدوات التمويلية المهمة في الأسواق الإسلامية، وهذا لكونها تعتمد بالأساس على عقد الإجارة بشكله الشرعي، ومن أهم هذه الخصائص¹:

- صك الإجارة ليس مبلغا محددًا من النقود، ولا بدين على جهة معينة أكانت شخصية طبيعية أم اعتبارية، وإنما هو ورقة مالية تمثل جزءا معلوما (سهما) من ملكية أصل مستعمل، كعقار أو طائرة أو باخرة، أو مجموعة من الأصول المستعملة متماثلة من حيث النوع أو الصنف إذا كانت مؤجرة تحقق عائدا محددًا بعقد الإجارة.

- يمكن اصدار صكوك إجارة اسمية، ويتم تحول ملكيتها بالقيود في سجل معين، أو بكتابة اسم حاملها الجديد عليها، كلما تغيرت ملكيتها، كما يمكن أن تكون لحاملها، بانتقال ملكية الصكوك بالتسليم.

- لمالك صك الإجارة الحق في بيعه في السوق الثانوية، بالسعر السائد في السوق، نظرا لخضوع أثمان الأعيان والأصول لعوامل السوق (العرض والطلب).

- يستحق مالك الصك عائد معين هو الأجرة، وتدفع في آجالها المحددة بحسب شروط نشرة الإصدار، مطروحا منها مختلف المصاريف المبينة وفق أحكام عقد الإجارة.

- يجوز للمستأجر الذي له حق الإجارة من الباطن (أن يؤجرها مرة ثانية) أن يصدر صكوك إجارة أخرى تمثل حصصا شائعة في المنافع التي يمتلكها بالاستئجار بقصد إيجارها من الباطن، ويشترط لجوازها أن يتم إصدار الصكوك للإكتتاب فيها قبل إبرام العقود مع المستأجرين، سواء تم الإجار بمثل أجرة الإجارة الأولى أو أقل منها أو أكثر، أما إذا أبرمت العقود مع المستأجرين، فلا يصح إصدار الصكوك، كونها تمثل ديونا للمصدر على المستأجرين.

- منع تداول بعض صور صكوك الأعيان المؤجرة لفترة معينة، في حالة حصيلة الصكوك مازالت تمثل نقود وديون، أما إذا أصبحت أكثريتها آلات، ومبان وأصول مع جزء يسير دينا، عندئذ يسمح ببيع وشراء الصكوك².

¹ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي : قرار رقم 137(15/3) بشأن صكوك الإجارة.

² مندر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سابق، ص:78-79.

- مرونة صكوك الإجارة، إذ تتمتع بمرونة كبيرة سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها، أم من حيث المصدرين لها أم من حيث الوساطة المالية المتضمنة فيها، أم من حيث الخيارات المتعددة للمصدرين ، أم من حيث إمكانية صياغة صور أخرى لصكوك الإجارة¹.

هـ -مزايا صكوك الإجارة: تعتبر صكوك الإجارة الأكثر رواجاً وإصداراً وتداولاً، وهذا للمزايا التي ما فتئت تقدمها للمصدرين أو المستثمرين أو حتى للاقتصاد ككل. ومن بين أهم المزايا التي تقدمها هذه الصكوك، نجد:

- أهمية صكوك الإجارة تكنسبه من أهمية عقد الإجارة بعينه، فهي تتميز عن باقي صيغ التمويل الإسلامي من مزايا ومضاربة وعن التمويل التقليدي².

- تتعدد مجالات تطبيقها على مستوى الحكومات، فيما يتعلق بتمويل المشروعات المعمرة أو المتوسطة المدى أو ما كانت مرتبطة بمجال الخدمات المتعلقة بالرفح العام، لاسيما وأنها تصلح كبديلا لسندات الخزينة في تطبيق السياسة النقدية للبنك المركزي.

- تشكل أحد أهم أساليب التمويل الإسلامية لما تتيحه من فرص أكثر للمتعاملين بها، كما تستعمل لتمويل المصارف الإسلامية، وذلك لتعبئة الموارد المالية التي تحتاج إليها³ بالإضافة لتوفير السيولة اللازمة لها.

4 -صكوك المشاركة:

لا تكاد تختلف صكوك المشاركة عن صكوك المضاربة، إلا من ناحية تنظيم العلاقات بين الجهة المصدرة للصكوك (الشركة) وحملة الصكوك⁴. ففي حالة صكوك المشاركة، تسند الإدارة من بين المشاركين من حملة هذه الصكوك، فعليه يتم اختيار لجنة لتمثيل المشاركين، تستند إليهم مهمة اتخاذ قرارات الاستثمار في المشروعات المناسبة.

أ - مفهومها:

فصكوك المشاركة هي "وثائق تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها"⁵. إذ تصدر صكوك المشاركة لحساب مشروع قائم يرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك، أو لحساب مشروع جديد يرغب في تمويله بحصيلة الصكوك على أساس عقد المشاركة الشرعية، أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنها. ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع بشراء هذه الصكوك بصفقتهم شركاء، وتحدد نشرة الإصدار لهذه الصكوك رأس مال المشاركة، نوع النشاط، طبيعة النشاط والمشروع، موضوع المشاركة، طريقة إدارة المشروع (على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة باستثمار)، الأرباح المتوقعة وطريقة توزيعها. أما إذا حققت المشاركة خسارة فهي بقدر حصة كل شريك فيها⁶.

¹ المرجع السابق، ص72.

² أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص38.

³ مندر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سابق ، ص:11-12.

⁴ سامر مظهر قنطلجي، مرجع سابق، ص359.

⁵ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص239.

⁶ أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص43.

ب - خصائص صكوك المشاركة: من بين ما تتميز به صكوك المشاركة من خصائص نجد:

- المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك أصول الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت وتحققت.

- إمكانية تداول صكوك المشاركة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع¹.

ج - أنواع صكوك المشاركة:

وتنقسم صكوك المشاركة هي الأخرى إلى أنواع عديدة، بحسب الجهة المديرة ومدة عمل المشروع، أما من حيث الجهة المديرة للمشروع فنجد نوعان الأولى صكوك المشاركة لمشروع معين بإدارة مصدرها والثانية صكوك المشاركة لمشروع معين بإدارة جهة أخرى، أما النوع الثاني من صكوك المشاركة فمن حيث مدة عمل المشروع فيمكن أن نجد ثلاثة أصناف من صكوك المشاركة المستمرة وصكوك المشاركة المؤقتة وصكوك المشاركة المنتهية بالتملك².

5 - صكوك المراجعة:

أ - مفهومها:

يقصد من إصدار صكوك المراجعة هو "تمويل عقد بيع سلعة مراجعة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم حصيلة الصكوك في تملك البضاعة مراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة"، وتصدر عادة من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية الضخمة أو شراء سلعة التي لا تطيق موارد الشركة العادية تمويلها³، وبذلك جني عائد من وراء ذلك لحملة الصكوك المتمثل في الفرق بين سعر الشراء والبيع.

فصكوك المراجعة كما جاء تعريفها من قبل AAOIFI هي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك"⁴.

وقد طرحت فكرة صكوك المراجعة من طرف الدكتور سامي حمود*، لأول مرة في ندوة البركة الثانية بتونس سنة 1984 حيث قال: "بيع المراجعة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية، باعتبار أن بيع المراجعة بعد أن يتم فيه تماماً معرفة الربح، وموعد تحقيقه، ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى من الأيام. وإن كانت ديون بحد ذاتها لا تباع إلا مثلاً بمثل، فإن هذه الديون إذا كانت جزء من الموجودات مختلطة مع النقود والأعيان، فإنها تصبح قابلة للبيع"⁵.

¹ المرجع السابق، ص 245.

² أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص 44.

³ فؤاد محمد أحمد محسن، مرجع سابق، ص 28.

⁴ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 239.

* يعد الدكتور سامي حمود من أبرز الشخصيات التي قدمت صورة أولية حول الصكوك الإسلامية من خلال الدراسة المعونة بـ "سندات المقارضة" المقدمة كمشروع لإنشاء البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار في عام 1987. راجع: أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص 27.

⁵ أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص 46.

ب - خصائص صكوك المراجعة: ولصكوك المراجعة بعض الخصائص نتعرف عليها فيما سيأتي:

- من يقوم بإصدار صكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، والمكاتبون فيها هم المشترون للبضاعة المراجعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة، وهذا بمجرد شراء الصكوك ويستحقون ثمن بيعها.
- تكون بضاعة المراجعة، في ملك وحيازة مدير الإصدار -المؤسسة المالية- بصفته وكيلًا عن حملة الصكوك، من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مراجعة، فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه البضاعة، ثم يمثل حصة في ثمنها، وهو دين نقدي، في ذمة المشتري للبضاعة، وفي تاريخ سداده للثمن وتصفية المعاملة وتوزيع عائداتها على حملة الصكوك الممولة له، ويجوز توزيع حصة من الربح على مالكي الصكوك عند قبض كل قسط منها¹.

- يكون ربح حملة صكوك المراجعة هو الفرق بين شراء الصكوك وثن بيعها مطروحا منها مصروفات متعلقة بالشراء.
- تراعى قواعد عقد الصرف قبل توظيف حصيلة بيع الصكوك، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية² التي يترتب عنها ديون في ذمة الغير.
- ومن مزاياها أيضا أنها ذات مخاطر محدودة بالنسبة للمستثمرين، كما أنها ذات مرونة عالية في تحديد فترة السداد كما يمكن تحديد نسبة الربح عند التعاقد³.

6 - صكوك الإستصناع:

أ - مفهومها:

تصدر صكوك الإستصناع خصيصا لتمويل إستصناع احتياجات الشركة اللازمة، حسب القطاع الذي ترغب الإستصناع فيه من مصانع أو طائرات أو سفن، وفق احتياجات معينة وضمن مواصفات محددة، يتم تسليمها من طرف المصنوع وبيعها⁴. كما جاء تعريفها من طرف AAOIFI بأنها تلك "الوثائق المتساوية القيمة يتم إصدارها، لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك"⁵، فمصدر هذه الصكوك، هو المشتري لأصل يلتزم البائع بتصنيعها

¹ عبد الله المطلق، مرجع سابق، ص18.

² فؤاد محمد أحمد محسن ، مرجع سابق، ص28.

³ سوق فلسطين للأوراق المالية، وجهة نظر إسلامية في الأوراق المالية المعاصرة، فلسطين، 2007، ص21.

⁴ محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، مرجع سابق، ص131.

⁵ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص239.

بمواد من عنده، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه بإستخدام حصيلة الصكوك في تصنيع هذه العين، وذلك بقصد الاستفادة من الفرق بين تكلفة تصنيع الأصل وثن يبيعه باعتباره ربحا لمالكي الصكوك.

وتستخدم حصيلة الصكوك في دفع ثمن تصنيع العين في إستصناع مواز* بتكلفة أقل، والاستفادة من الفرق بين الثمنين باعتباره ربحا لمالكي الصكوك، ويوزع ثمن العين المصنعة دفعة واحدة أو على أقساط على حملة صكوك الإستصناع بعد قبضه.

ب - خصائصها: ومن بين الخصائص التي تتميز بها صكوك الإستصناع¹:

- تصدر صكوك الاستصناع بصفة خاصة لاستخدام حصيلتها من الأموال في تصنيع سلعة معينة موصوفة في الذمة.

- يتم اصدار صكوك الاستصناع على أساس عقد الاستصناع المعروف في صيغ التمويل الإسلامي وتخضع لجميع أحكامه وتترتب على الصكوك جميع آثار عقد الاستصناع وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.

7 - صكوك الوكالة بالاستثمار:

أ - مفهومها:

عرفتها AAOIFI بأنها "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها"².

كما جاء في تعريف آخر لنفس الهيئة لهذه الصكوك بكونها "وثائق يصدرها فرد أو شركة، بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص، بصفته وكيلًا بأجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر، ويكتب الموكلون في هذه الصكوك بقصد استثمار الصكوك والحصول على الربح، وتحدد نشرة الإصدار طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك، ومدة الاستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها"³.

ب - خصائصها: وتمتع صكوك الوكالة بالاستثمار كغيرها من الصكوك بخصائص⁴، نذكر منها:

- تصدر الصكوك من طرف الوكيل بالاستثمار، وحملة الصكوك هم الموكلون ويقصدون استثمار أموالهم من أجل الحصول على العائد، والأموال المجمعة من الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من أصول بغنمها وغمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.

- دور المؤسسة المالية المصككة (شركة ذات الغرض الخاص) هنا كدور المضارب، غير أن أجرها يكون مبلغا محمدا بنسبة من رأس المال المستثمر، وليس نسبة من الربح كالمضارب، وقد يقتصر دور المؤسسة المالية المصككة على تنظيم عملية الإصدار نيابة عن المصدر، بالإضافة إلى وظيفة مدير الإصدار، يمكن للمؤسسة المالية أن تقوم بدور حماية حقوق مالكي الصكوك في مواجهة الوكيل، وتحصيل عوائد الاستثمار وتوزيعها على حملة الصكوك.

* الاستصناع الموازي وهو أن يقوم صانع أول (البائع) بصناعة عية معينة وبيعه بثمن حال وتسليم أجل لشخص ثان للمشتري الأول، لتحول هذا الأخير لصانع ثان وبيع العين

المصنوعة بثمن حال وتسليمها في أجل لاحق لشخص ثالث المشتري الأخير، وهذه صورة الاستصناع الموازي. راجع: محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، مرجع سابق، ص130.

¹ موسى بلا محمود، صكوك الإستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية، التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010، ص5،

² المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص239.

³ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص64. نقلا عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المجلس الشرعي العاشر، 3-8 ماي 2003، ص8

⁴ المرجع السابق، ص64.

8 -صكوك المزارعة:

أ - مفهومها: هي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها، في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد"¹.

ب - خصائصها: من بين خصائص المزارعة أن:

- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو غيرهم) وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة.
- يمكن للمصدر هو نفسه المزارع (صاحب العمل). والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

9 -صكوك المساقاة:

أ - مفهومها:

هي وثائق "متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها، على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد"².

ب - خصائصها: تتميز هذه الصكوك ببعض الخصائص، فنجد:

- المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف العناية بالأشجار.
- قد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت أرضهم بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.

10 - صكوك المغارسة:

أ - مفهومها:

هي "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس"³.

ب - خصائصها: ولهذه الصكوك مميزات يمكن أن نعرض بعضا من خصائصها ، فنجد:

- المصدر لتلك الصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر.
- يمكن للمصدر هو نفسه المغارس (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.

¹ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص239.

² المرجع السابق، ص239.

³ المرجع السابق، ص240.

جدول رقم (3): أنواع الصكوك الإسلامية

| أنواع الصكوك الإسلامية | | |
|--|----------------------------------|-------------------------|
| الصكوك الإسلامية وفق صيغ التمويل الإسلامي | الصكوك الإسلامية من ناحية التملك | |
| - صكوك المضاربة: 1. دائمة المشاركة في الأرباح الرأسمالية 2. ذات الأجل المتغير 3. المتناقصة 4. ذات الأجل الثابت المحدد | صكوك تؤول إلى مدبونية | صكوك تمثل حقوق ملكية |
| - صكوك السلم | -صكوك السلم | - صكوك المضاربة |
| - صكوك الإجارة: 1.صكوك ملكية الموجودات المؤجرة 2.صكوك ملكية المنافع 3. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين 4. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة | -صكوك الإستصناع | -صكوك الإجارة |
| - صكوك المشاركة: 1. لمشروع معين بإدارة مصدرها 2. لمشروع معين بإدارة جهة أخرى 3. المستمرة 4. المؤقتة 5. المنتهية بالتملك | -صكوك المراجعة | -صكوك المشاركات |
| - صكوك المراجعة | | -صكوك المنافع |
| - صكوك الإستصناع | | -صكوك الخدمات |
| - صكوك الوكالة بالإستثمار | | -صكوك الزراعية |
| - صكوك المزارعة | | |
| - صكوك المغارسة | | |
| - صكوك المساقاة | | |

المصدر: بالإعتماد على:

-Abdullaah Jalil, islamic bonds issues: the malaysian experience, The 6th Asian Academy of Management Conference, Malaysia 9-11 December 2005, p.5

- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص ص : 238-240.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية: ضوابط إصدارها وتداولها وآلية هيكلتها.

الصكوك كغيرها من الأدوات المالية، تحكمها ضوابط وأسس تنظم عملية إصدارها وتداولها، وتنطلق هذه الأسس والقواعد من مقاصد وأحكام الشريعة، ونستعرض في محاور هذا المبحث أهم خطوات ومراحل عمليات الإصدار والتداول وما تتضمنه من إجراءات فنية وضوابط شرعية، تبدأ منذ الإعلان عن الاكتتاب في الصكوك الإسلامية لأول مرة، وأنواع الهياكل التي يتم إصدارها بها وآلية الإصدار والتداول ليستمر حتى نهاية أجلها بإطفائها.

هذه الضوابط والإجراءات لا بد من توافرها، لضمان عدم انحراف الصكوك في أي مرحلة من مراحلها عن الشيء الذي وجدت من أجله. وهي جديرة بالبحث والدراسة في النقاط التالية لهذا المبحث :

المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية
المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية
المطلب الثالث: آليات إصدار الصكوك الإسلامية
المطلب الرابع: هيكلية إصدار الصكوك الإسلامية

و يمكننا أن نستهل بمعرفة الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال المطلب الأول.

المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

حتى تتم عملية إصدار الصكوك الإسلامية، كان لا بد من وجود ضوابط شرعية يجب توافرها فيها، ليتسنى لها أن تؤدي الدور الذي أصدرت من أجله.

وإصدار الصكوك الإسلامية محكوم بضوابط شرعية عامة، تنطبق على جميعها وضوابط شرعية خاصة، وفقا للصيغة التي تمت بها عملية إصدار الصكوك، وستعرض بالخصوص في هذا المطلب للنقطتين التاليتين :

الفرع الأول: الضوابط العامة لإصدار الصكوك الإسلامية
الفرع الثاني: الضوابط الخاصة التي تحكم إصدار الصكوك الإسلامية

الفرع الأول: الضوابط العامة لإصدار الصكوك الإسلامية

الصكوك الإسلامية القائمة حاليا، تصدر بالاستناد إلى عقد من العقود الإستثمارية الشرعية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامي، ويترب عن هذا العقد أحكام وآثار هذه الصيغة¹. ويوجه الإيجاب، إلى المكتتبين عن طريق نشرة الإصدار التي تتضمن جميع أركان وشروط العقد الشرعي، الذي تصدر الصكوك الإسلامية على أساسه، ويعتبر تملكهم لهذه الصكوك قبولا.

¹ المرجع السابق، ص 240.

أولا: الضوابط العامة المشتركة:

من بين أهم الضوابط العامة التي تشترك فيها معظم الصكوك¹:

- 1 - تصدر الصكوك الإسلامية وفق ما يقابلها من عقود الاستثمارات الشرعية الإسلامية، كالمشاركة، السلم، الإستصناع، الإجارة، وغيرها من العقود التي تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- 2 - يضبط الصكوك أحكام المشاركة ومنها خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة.
- 3 - الشركة المصدرة للصكوك تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن حملة الصكوك، وهي المسؤولة إداريا تجاههم.
- 4 - للشركة المصدرة للصكوك عائد بنسبة معروفة ومتفق عليها مسبقا، مقابل قيامها بمهام الإدارة والتسيير، وذلك حسب مفهوم المضاربة، أو الوكالة التي تجمعها مع ملاك الصكوك.
- 5 - يصرح في نشرة الاكتتاب مسبقا وصراحة عن كيفية ونسب توزيع العائد بين مالكي الصكوك والشركة المصدرة لها.
- 6 - وفقا لعقد المضاربة الذي يجمع الشركة المصدرة ومالكي الصكوك، إذا كانت خسارة، فيتحملها هذا الأخير إلا إذا تبين تقصير من طرف الشركة المصدرة فتكون هي من تتحمل هذه الخسارة.

ثانيا: الضوابط العامة حسب مجمع الفقه الإسلامي الدولي:

كما أوضح مجمع الفقه الإسلامي الدولي لأهم الضوابط العامة الأساسية التي تحكم عمليات إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية حسب القرار رقم 30 (3/4)²، نذكر منها لأهميتها:

- 1 - **الضابط الأول:** يمثل الصك ملكية معلومة ومعروفة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنجازه وتمويله، وملكية حامل الصك ملكية شائعة محددة، وتستمر هذه الملكية مدة تواجد المشروع، من بدايته إلى نهايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والواجبات المقررة شرعا للمالك من بيع وهبة ورهن وإرث ووقف وغيرها من الأمور المشروعة.
- 2 - **الضابط الثاني:** أن يكون إصدار الصكوك الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية ما ينتج عنه تحمل الصكوك المصدرة كافة الآثار المترتبة عن الصيغة الاستثمارية التي صدرت على أساسها الصكوك، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب³ وبداية العمل في المشروع.
- 3 - **الضابط الثالث:** يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه بالاكنتاب في هذه الصكوك، وأن القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب، فتكون حينئذ إيجاب ويكون الاكتتاب قبولا.

¹ عبد الله المطلق، مرجع سابق، ص 15.

² قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: قرار رقم 30 (3/4) حول سندات القارض وسندات الاستثمار، 1988.

³ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 240.

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

5 - الضابط الخامس: يمكن اصدار الصكوك لأجال قصيرة، متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية، أو بدون تحديد الأجال، وذلك بحسب طبيعة الصيغة التي تصدر الصكوك وفقها وطبيعة المشروع الممول بحصيلة الصكوك¹، فلا مانع شرعا على النص في نشرة الإكتتاب على اقتطاع نسبة معينة من العائد المحقق عند نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح المحققة في حالة وجود تنضيض* دوري، أو من حصصهم في الإيراد أو العلة الموزعة، ووضعها في حساب احتياطي خاص، لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال أو التقلبات في العوائد الموزعة مستقبلا، على اعتبار أن هذا الشرط برضى الطرفين.

6 - الضابط السادس: بالإضافة للضوابط السالفة الذكر، يجب مراعاة الضوابط التالية في نشرة الإصدار²:

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

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

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

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

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

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

ز - لا يجوز أن تشمل نشرة الإصدار أي نص أو بند صراحة أو ضمنا، يلتزم فيه المصدر على ضمان القيمة الاسمية اتجاه حملة الصكوك في غير حالات التعدي والتقصير من طرفه، غير أنه لا يوجد ما يمنع شرعا من وجود نص على وعد من الغير (طرف ثالث) منفصل في شخصيته، وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بدفع مبلغ مخصص غير محدد لجبران

¹ حسين حامد حسان، الصكوك الإستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، متوفر على الرابط :

< www.hussein-hamed.com/pages.aspx?type=research > 2012/01/16

*التنضيض الدوري ويقصد به حساب أرباح المشروع التقديرية قبل إكمال المشروع الفعلي، عند نهاية كل فترة عادة نهاية السنة.

² أحمد إسحاق الأمين حامد ، مرجع سابق، ص54.

الخسائر المحتملة للمشروع، وعلى أن يكون التزاما مستقلا عن العقد، أي قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطا في تحقق العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، في حين لمصدر الصك امكانية تقديم ضمانات عينية أو شخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره لحملة الصكوك¹.

بالإضافة إلى الضوابط العامة، فإن كل أنواع الصكوك تحكمها ضوابط خاصة. وهذا ما يدور الحديث حوله في الفقرة التالية.

الفرع الثاني: الضوابط الخاصة التي تحكم إصدار الصكوك الإسلامية

تم إصدار جملة من الشروط والضوابط الخاصة، التي تحكم إصدار الصكوك من طرف بعض المجالس الشرعية نذكر منها:

أولا: إصدار صكوك المضاربة:

يحكم إصدار صكوك المضاربة ضوابط خاصة كما جاء في القرار رقم 30 (3/4)، منها:

1 - "المصدر لهذه الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة" ويتحصلون على الربح بإعتبارهم أرباب المال، ولهم الخسارة إن وقعت².

2 - تمثل صكوك المضاربة حصة شائعة في صافي أصول المشروع الاستثماري، وهذه الأصول تتكون من نقود وأعيان ومنافع وديون، فيمكن تداولها بعد قفل باب الاكتتاب، وتوظيف حصيلة الصكوك في تحقيق المشروع، طالما كان مع الديون والنقود أعيان ومنافع، لأن وجود الديون والنقود استثناء غير دائم اقتضته طبيعة الاستثمار في بعض مراحله³.

ثانيا: إصدار صكوك الإيجارة والأعيان المؤجرة:

تقوم فكرة صكوك الإيجارة على تحويل التمويل بالإيجارة إلى شكل صكوك تمويلية، هذا ما يمكن تمييزه من بين أنواع الصكوك في هذه الصيغة.

1 - صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: ومن أهم الضوابط التي تحكم هذه الصكوك، نجد⁴:

أ - المصدر لهذه الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هو ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الأصول بنسب معلومة بغنمها وقرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.

ب - صكوك الأعيان المؤجرة تصدر لآجال متفاوتة، وقد تصدر دون تحديد الآجال على أن تحدد نشرة الإصدار، طريقة تصفية الصكوك (دفعة واحدة في نهاية مدة الإيجارة أو على دفعات أثناء هذه المدة)، ومدة الإيجارة، ومقدار الأجرة، وطريقة الدفع، ونوع الإيجارة تشغيلية أو تمويلية.

ج - صكوك الأصول المؤجرة من نوع الإيجارة التشغيلية، تصدر عادة لفترة تناسب عمر الأصل، فإذا انتهى عقد الإيجارة فإن مدير الإصدار يقوم بتأجيله مرة ثانية، ثم يباع الأصل في نهاية الأجل المحدد فيه، ويوزع على حملة الصكوك.

¹ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص243.

² المرجع السابق، ص241.

³ حسين حامد حسان، الصكوك الإستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، متوفر على الرابط :

< www.hussein-hamed.com/pages.aspx?type=research >

⁴ أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص55.

د - صكوك الأصول المؤجرة من نوع الإجارة التمويلية المنتهية بالتملك، تتحدد فترتها بمدة الإجارة نفسها، وفي هذا النوع تنتهي الإجارة بتملك الأصل كاملاً للمستأجر، بدفع أقساط على مراحل أو في نهاية مدة الإجارة، وتوزع الأجرة على حملة الصكوك دورياً في تاريخ استحقاقها أو في نهاية المشروع حسبما تحدده النشرة.

هـ - تمثل صكوك الأصول المؤجرة، حصة شائعة في ملكية الأصل المؤجر، فيجوز تداولها في الأسواق المالية منذ لحظة إصدارها وحتى نهاية مدتها بإطفائها، كما أنه يجوز استردادها من مصدرها قبل حلول أجلها.

2 - صكوك ملكية المنافع: ومن أهم الضوابط التي تحكم هذه الصكوك، نجد:

أ - المصدر لهذه الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة والمكتتبون فيها مشتركون لها، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على شيوخ يربحها وخسارتها والأموال المجمععة من الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة¹.

ب - يتحدد أجل هذه الصكوك بمدة الإيجار الأصلية، وذلك أن العين المؤجرة، لا يجوز إعادة تأجيرها لمدة تزيد عن مدة الإجارة الأولى.

3 - صكوك الخدمات: ويحكم هذه الصكوك من ضوابط:

أ - بائع الخدمة هو المصدر لصكوك الخدمات، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة²، وتترتب آثار صيغة إجارة الخدمات على صكوك الخدمات بمجرد قفل باب الاكتتاب وتخصيصها فيما أصدرت له.

ب - لا يمنع من بيع (إعادة تأجير)، خدمات الإنسان التي يملكها البائع (المؤجر) بعقد إجارة خدمات جديد ولا فرق في ذلك بين منافع الأصول، ومنافع الإنسان، ولا بين الإجارة الواردة على الأصول، والإجارة الواردة على عمل الإنسان في هذا الخصوص³.

ج - يستحق حملة صكوك الإجارة في الإجارة الثانية أجرة، ويتمثل ربحهم في الفرق بين الأجرين.

د - تحدد مدة الإجارة الأولى مدة إعادة الإجارة في كل أنواع صكوك الإجارة السابقة الذكر.

ثالثاً: إصدار صكوك المشاركة:

لا تكاد تختلف إصدار صكوك المشاركة عن إصدار صكوك المضاربة، إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الراغبة في إصدار الصكوك، وبين حملة الصكوك، وعليه، فإن هذه الصكوك محكومة بما يلي:

1 - المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها⁴ وغرمها⁴.

¹ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص240.

² المرجع السابق، ص241.

³ أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص55.

⁴ حسين حامد حسان، الصكوك الإستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، متوفر على الرابط :

2 - يتحدد تاريخ آجال صكوك المشاركة بالمدّة المحددة للمشروع أو النشاط محل عقد المشاركة، ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من الصكوك وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم.

رابعا: إصدار صكوك السلم:

وصدر عن الـ AAOIFI كيفية إصدار هذه الصكوك "فالمصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون 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 الموازي* إن وجدت"¹.

خامسا: إصدار صكوك المرابحة:

المصدر لصكوك المرابحة عليه أن يلتزم بجملة من الضوابط أهمها:

1 - المصدر لصكوك المرابحة هو البائع لبضائع المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة ويستحقون ثمن بيعها².

2 - تصدر هذه الصكوك عادة لآجال متوسطة وقصيرة، وهي المدّة اللازمة لشراء بضاعة المرابحة، من حصيلة الاكتتاب في صكوك المرابحة، وتوقيع عقد البيع بالمرابحة مع الواعد بشرائها، ثم المدّة اللازمة لتحصيل الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

3 - يكون ربح حملة الصكوك، هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة ودفع مصروفاتها نقدا، وثنم بيعها للمشتري مرابحة على أقساط مؤجلة أو دفعة كاملة³.

سادسا: إصدار صكوك الإستصناع :

المصدر لصكوك الإستصناع يجب أن يتقيد بمجموعة من الضوابط منها:

1 - المصدر لهذه الصكوك هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك لعين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الإستصناع الموازي إن وجد⁴.

2 - يستحق حملة الصكوك ثمن العين المصنوعة ويتمثل الربح بالنسبة لهم في الفرق بين تكلفة تصنيع العين أو ثمن الإستصناع الموازي وثنم الإستصناع، على أن تتحدد آجالها بالمدّة اللازمة لتصنيع العين⁵.

*السلم الموازي وهو أن يبيع شخص بائع أول بضاعة من نفس الجنس والمواصفات لشخص ثان المشتري الأول مؤجلا ويتسلم ثمنها مقدما، على أن يتحول هذا الأخير لبائع ثان لنفس البضاعة لشخص ثالث يسمى المشتري الثاني يؤديها إليه في الوقت المحدد بينهما، وقد سميت هذه المعاملة بالسلم الموازي. راجع: محمود عبد الكريم أحمد ارشيد، مرجع سابق، ص114.

¹ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص241.

² المرجع السابق، ص241.

³ حسين حامد حسان، الصكوك الإستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، متوفر على الرابط :

< www.hussein-hamed.com/pages.aspx?type=reseach > 16/01/2012.

⁴ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص241.

⁵ أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص59.

سابعاً: إصدار الصكوك الزراعية:

تعتبر كل من صكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة، من قبل الصكوك الزراعية، وهي تتشابه في معظم الصفات، والتي تتحدد ضوابطها كما يلي¹:

1 -المصدر لهذه الصكوك يكون لجهة صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة، وتترتب آثار صيغة المزارعة على الصكوك الصادرة لتمويل المشروع الزراعي.

2 -وقد يكون مصدر هذه الصكوك من جهة لمزارع أو المساقى أو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض، ومثل ذلك أن تقدم شركة زراعية المدخلات اللازمة من بذور وعمالة مدرية، وتطلب من المكتتبين شراء ما تصدره من صكوك لتمويل شراء مساحات كبيرة من الأراضي أو استصلاحها أو تخصيصها، فإذا تم قبول هذا الإيجاب واكتتب الناس في هذه الصكوك، انعقدت مزارعة بين مصدر الصك -بصفته مزارعاً بماله- وبين جماعة المكتتبين فيه - بصفتهم ملاك الأرض التي اشترت بأموالهم-، وترتب عليها جميع أحكام عقد المزارعة من توزيع الناتج من الزرع بين مالك الأرض والمزارع، وتقوم مؤسسة مالية بتنظيم إصدار هذه الصكوك نيابة عن مصدرها، كما يجوز أن يكون مدير إصدار يتولى إدارة هذه العملية من بدايتها إلى نهايتها لقاء أجرة تحددها نشرة الإصدار.

ثامناً: إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار:

وتتمثل هذه الصكوك كون مصدرها هو الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في الاستثمار، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من أصول برمجتها وخسارتها، على أن يتحصل حملتها على ربح المشاركة إن تحقق².
وبإصدار الصكوك الإسلامية وفق الضوابط السابقة، فإنها تكون جاهزة للتداول في سوق رأس المال، والتداول لا يخلو من الضوابط الشرعية والفنية التي تحكمه، وهذا ما سيدور الحديث حوله في المطلب التالي.

¹ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص242.

² المرجع السابق، ص241.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية

عندما تباع الصكوك لأول مرة من مصدرها في مرحلة الإصدار، تملك هذه الورقة من طرف صاحبها، أما تداولها عندما تشتري من حاملها في المرة الثانية. ففي الحالة الأولى يتم إصدار الصكوك مقابل موجودات معينة أو موصوفات بالذمة، فتكون بذلك عملية الإصدار بيعا لتلك الموجودات لأنها كانت مقابل أعيان (موجودات موصوفة بالذمة) بيعا لها بالنقد، وهذا مع توافر أركان البيع. أما إذا كانت الصكوك تصدر بغية استخدام حصيلتها في شراء أعيان مدرة للدخل مثلا، لتكون ملكا لحملة الصكوك، فإن عملية الإصدار لا تتضمن بيعا حينئذ، فتبقى الصكوك المصدرة ممثلة للحصيلة المجمعة، أي أنها تمثل نقودا في هذه المرحلة¹. ولمعرفة الضوابط العامة والخاصة لتداول الصكوك الإسلامية، نتطرق للفرعين التاليين:

الفرع الأول: الضوابط العامة لتداول الصكوك الإسلامية

الفرع الثاني: الضوابط الخاصة لتداول الصكوك الإسلامية

الفرع الأول: الضوابط العامة لتداول الصكوك الإسلامية

ويقصد بتداول الصكوك "بيعها في السوق الثانوي بعد شرائها من قبل المكتتبين"²، إذا تمتع الصك بخاصية التداول في سوق الأوراق المالية وبالثمن الذي يتحدد في السوق الناتج عن تقييم أصول الصكوك المصدرة. أما إذا كان الصك لا يتداول في سوق الأوراق المالية فيمكن تداوله بسعر إصداره لجهة الإصدار عند بلوغ أجل استحقاقه إذا كان منصوصا عليه في نشرة الإصدار³. وهنا تم إصدار جملة من الشروط والضوابط العامة التي تحكم تداول الصكوك الإسلامية من طرف بعض المجالس الشرعية. **أولا: الضابط الأول:**

يجوز تداول الصكوك واستردادها، إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب، باعتبار ذلك مأذونا فيه من الشركاء مع مراعاة الشروط التالية⁴:

- 1** - إذا كان رأس مال المشروع المتجمع بعد الاكتتاب، وقبل مباشرة البيع ما يزال نقودا، فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف، ومع تقابض البدلين في مجلس الصرف قبل التفرق، إذا بيع أحد النقدين بجنسه، أي أن القيمة الاسمية المدفوعة هي الأساس حيث يباع فيها الصك دون زيادة أو نقصان.
- 2** - إذا صار رأس المال ديونا تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

¹ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص21.

² عبد الله المطلق، مرجع سابق، ص19.

³ عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص26.

⁴ محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والخصص والصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة،

2009، ص ص:5-6.

3 - عندما يكون رأس المال أصول مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول الصكوك وفقا للسعر المتفق عليه، مع مراعاة الشروط السابقة في التداول.

4- يمكن تداول الصكوك في أسواق الأوراق المالية إذا توفرت فيها الضوابط الشرعية، بما تسمح به ظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة المتعاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة، بإعلان إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه، خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك بسعر معين، ويستحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع.

ثانيا: الضابط الثاني:

بالنسبة للصكوك القابلة للتداول، امكانية تعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بسعر السوق. ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك¹.

ثالثا: الضابط الثالث:

تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها يجوز فيما لا يخالف أحكام الشريعة مثل القيد في السجلات، الوسائل الالكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها².

هذا وجاء في تقرير المجلس الشرعي للـ AAOIFI ببعض التوصيات للمؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم عند إصدار الصكوك بما يلي³:

1 - بالنسبة للصكوك القابلة للتداول، وجب تملك حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في الأصول الحقيقية للشركة، وأنها تملك وتباع شرعا وقانونا، سواء أكانت أعيان أو منافع أو خدمات، وفقا لما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 بشأن صكوك الاستثمار، ويجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته، وأن لا يقيها في ميزانيته.

2 - لا يجوز أن تتداول الصكوك إذا كان مجموعها يمثل الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع أصولها، أو لها محفظة مالية قائمة لديها، ودخلت الديون التابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل، وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم 21 بشأن الأوراق المالية.

وبعد تطرقنا للضوابط العامة للتداول، فإن لكل نوع من الصكوك ضوابط تحكمها، وهذا ما سنبينه فيما يلي:

¹ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 244.

² المرجع السابق، ص 244.

³ هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، تقرير المجلس الشرعي، البحرين، 2008/02/14.

الفرع الثاني: الضوابط الخاصة لتداول الصكوك الإسلامية

تم إصدار جملة من الضوابط الخاصة، التي تحكم تداول الصكوك الإسلامية، من طرف بعض المجالس الشرعية نذكر منها:

اولا:تداول صكوك المضاربة:

كما جاء في المعايير الشرعية للـ AAOIFI إمكانية " تداول صكوك المضاربة بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب، باعتبار ذلك مآذونا فيه من المضارب عند نشوء الصكوك" وهذا مع مراعاة الضوابط التالية¹:

1 -تداول صكوك المضاربة بعد جمع حصيلة الاكتتاب فيها وقبل المباشرة في العمل بالمال مازال نقودا، فإنه يعتبر مبادلة نقدا بنقد، وتطبق عليه أحكام الصرف.

2 -تطبق على تداول صكوك المضاربة أحكام التعامل بالديون إذا أصبح مال المضاربة ديونا، وإذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فيمكن تداول صكوك المضاربة وفقا للسعر المتراضي عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا ومنافع، أما إذا كان الغالب نقودا أو ديونا فتراعى في التداول الأحكام الشرعية.

ثانيا:تداول صكوك الإجارة وأنواعها:

ولكي يتم تداول صكوك الإجارة وأنواعها تداولا صحيحا، يجب مراعاة الضوابط التي أقرتها الـ AAOIFI بحسب المعايير الشرعية².

1 -يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها، منذ بدأ إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للأصول وحتى نهاية أجلها.

2 -يمكن استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، من طرف الشركة المصدرة قبل تاريخ استحقاقها بسعر السوق أو بالسعر الذي يتفق عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.

3 -السماح بتداول صكوك ملكية منافع الأصول المعينة قبل إعادة إيجار تلك الأصول، فإذا أعيدت الإجارة لتلك الأصول، كان الصك ممثلا للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

4 -يجوز لمصدر الصك أن يسترد صكوك ملكية منافع الموجودات المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب، سواء كان بسعر السوق، أو الثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على أن لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلا.

¹ نادية أمين محمد علي، صكوك الإستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر:المؤسسات المالية الإسلامية، معالم وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون جامعة الإمارات العربية المتحدة،15-17 ماي 2005، ص994.

² المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص244.

5 - يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات، التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجازة، كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

6 - يجوز إجراء إجازة موازية على عين، بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك وفق الضوابط السابقة بشرط عدم الربط بين عقدي الإجازة.

ثالثاً: تداول صكوك المشاركة:

1 - بعد قفل باب الاكتتاب يجوز تداول صكوك المشاركة، وتخصيص رأسمال المشاركة فيما أصدرت من أجله، وحتى نهاية أجل الصكوك وتصفية شركة المشاركة، طالما اشتملت مجوداتها على أعيان ومنافع مع الديون والنقود (وان قلت المنافع والأعيان) على أساس أن الديون والنقود غير مقصودة في التصرف فيها، وان دخلت في محل التصرف لاحقاً، وأن وجودها اقتضته ضرورة الاستثمار في بعض مراحل المشروع، وصعوبة تطبيق ضابط الأكثرية، لأن العلاقة بين الأصول والمنافع من جهة، والنقود والديون من جهة أخرى غير ثابتة، بل تتغير في كل لحظة¹.

2 - تراعى ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة الصكوك، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي تتخلف عنها ديون في ذمة الغير.

رابعاً: تداول صكوك السلم:

رجحت المعايير الشرعية الصادرة عن AAOIFI، عدم جواز تداول صكوك السلم عملاً برأي الجمهور²، كما قرر مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم (7/1/64) في دورته السابعة منع بيع المسلم فيه قبل قبضه، فيما نصه: "لا يجوز بيع السلعة المشتراة سلماً قبل قبضها"³.

خامساً: تداول صكوك المراجعة:

تراعى ضوابط خاصة بالنسبة لصكوك المراجعة وهذا بحسب ما جاء في المعايير الشرعية للـ AAOIFI⁴.

1 - "يجوز تداول صكوك المراجعة بعد إغلاق باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري، مقابل ثمن مؤجل، أو يدفع على أقساط، ويخضع لقيود التصرف في الديون لعدم تسليم البضاعة للمشتري، وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية".

2 - لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري، لأنها تمثل ديناً حينئذ.

¹ أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص 63.

² المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 244.

³ عبد الله المطلق، مرجع سابق، ص 20.

⁴ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 245.

سادسا: تداول صكوك الإستصناع:

ولكي يتم تداول صكوك الإستصناع تداولاً صحيحاً، يجب مراعاة الضوابط التالية:

1 - يجب تحويل حصيلة الاكتتاب إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الإستصناع أي يجوز تداول صكوك الإستصناع لأنها في هذه الحالة تمثل أصول يجوز بيعها وشراؤها، كما ذهب بعض الفقهاء إلى جواز تداول صكوك الإستصناع إذا تم إصدارها من طرف الصانع، حيث يرى بعض هؤلاء أن مثل هذه الصكوك شأنها شأن صكوك السلم، يجب أن لا تكون قابلة للتداول، لأن الموجودات التي تمثلها الصكوك هي ديون في ذمة المشتري، ولكنها يمكن أن تكون قابلة للتداول في حالة إصدارها من قبل الصانع، حيث تمثل أصولها من آلات وموجودات ثابتة أخرى، في حالة كون قيمتها أكثر من المصنوع بعد صنعه وبيعه¹.

2 - ويجوز تداول هذه صكوك إذا استعملت النقود وصارة أعياناً مملوكة لفائدة حملتها في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت مبالغ الصكوك المجمع في استصناع مواز أو سلمت العين المصنعة للمستصنع، فيخضع تداول هذه الصكوك لأحكام التصرف في النقود².

سابعاً: تداول الصكوك الزراعية:

عادة ما يتم مراعاة الضوابط التالية في تداول الصكوك الزراعية وهي³:

1 - يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقات، بعد غلق باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض، أما إذا كان حملة الصكوك هم الملتزمون بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدء صلاح الزرع أو الثمر.

2 - يجوز تداول صكوك المغارسة بعد غلق باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، سواء كان حاملوا الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

غير أن هذه الضوابط والمعايير الشرعية لازالت بحاجة إلى آليات الإلزام والتطبيق في المؤسسات المالية الإسلامية، وقبل ذلك يجوز أن تطرح على الجامع والمجالس العلمية الفقهية إلى أن تجد اتفاقاً أو إجماعاً عليها. وهذا حتى لا يحدث انحراف في تطبيق هذه المعايير، ويعتبر خروجاً عن أسس الاقتصاد الإسلامي ومقوماته.

¹ موسى بلا محمود، مرجع سابق، ص13.

² المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 244.

³ المرجع السابق، ص245.

ثامنا: خلاصة الحكم الشرعي في تداول وإصدار الصكوك الإسلامية:

من خلال تقديمنا لمختلف الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وتبيان ما يجوز وما يُمنع، وبصفة عامة، فإن عملية إصدار وتداول الصكوك تمر عادة بخمس مراحل¹، يمكن أن يكون لكل مرحلة من هذه المراحل، حكم شرعي خاص بها، وهذه المراحل هي:

1 - المرحلة الأولى: مرحلة التأسيس والاكتمال.

2 - المرحلة الثانية: مرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع.

3 - المرحلة الثالثة: تحول النقود كلها أو معظمها إلى أعيان أو منافع أو حقوق معنوية.

4 - المرحلة الرابعة: تحول السلع والأعيان والمنافع إلى أثمان عاجلة نقود، وآجلة ديون، من خلال المراجعات والبيع بالأجل وبالتقسيط.

5 - المرحلة الخامسة: مرحلة التصفية عند توقف نشاط الشركة أو الصندوق.

وقد سلك العلماء المعاصرون، مناهج متعددة في محاولة التوصل إلى الحكم الشرعي في كل مرحلة من المراحل المتقدمة، وذلك من خلال منهج الغلبة أو الكثرة، وذلك بالنظر في غلبة الديون، أو النقود أو الأعيان أو المنافع. وقد رجح الدكتور علي محي الدين القره داغي* الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية**، ويعني ذلك أنه إذا كان المقصود الأساسي من الموجودات أو من نشاط الشركة، أو الصندوق الاستثماري هو الأعيان أو المنافع، فإن تداول الصكوك الإسلامية جائز شرعاً².

¹ علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية، الطبعة الأولى، بحث 61، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص5.

*عضو في هيئة العلماء المسلمين، رئيس لعدد من الهيئات الشرعية والخبير بالمجامع الفقهية وعضو بالمجلس الأوربي للإفتاء والبحوث.

**قاعدة الأصالة والتبعية: الأصل المتبوع هو نشاط الشركة وعملها وأغراضها المصرح بها في النظام الأساسي، فإذا كان هذا الغرض هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشركة، كالمراجحة والإجارة والاستصناع، ونحوها، فإن الديون أو النقود الناتجة مهما كثرت لا تؤثر في تداول الصكوك إلا في حالات البداية قبل العمل أو النهاية بعد التصفية، وذلك لأن العمل التجاري هو الأصل المتبوع المقصود وأن الديون أو النقود نتجت تبعاً لذلك العمل. راجع: كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص19.

² كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص19.

المطلب الثالث: آليات إصدار الصكوك الإسلامية

تعتبر عملية تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية على جانب كبير من الأهمية، وعليه، فإن إصدارها يحتاج إلى حسن الإخراج، وبخاصة في عمليات الإصدار الأولى، وما تتطلبه من وجود لأطراف رئيسة ومساعدة تعمل متظافرة لإخراج الصكوك إلى الوجود، مع ما يربط هذه الأطراف من علاقة فيما بينها. وتشمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية مختلفة، يطلق عليها تنظيم الإصدار أو ترتيب الإصدار وفق هيكلية خاصة بكل نوع من الصكوك. ويتفرع هذا المطلب للفروع التالية:

الفرع الأول: أطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية
الفرع الثاني : العلاقة بين أطراف عقد إصدار الصكوك الإسلامية
الفرع الثالث: مراحل وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية

الفرع الأول: أطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية

تصدر الصكوك عادة وفق عقد رسمي، وكأي عقد توجد له أطراف تنشأ لها حقوق ويطرب عليها التزامات، وتوجد أطراف رئيسية، إلى جانب ذلك توجد أطراف أخرى مساعدة مكملة للأولى.
أولاً: الأطراف الرئيسية والمساعدة:

من المعلوم أن إصدار لأي ورق مالية كانت، يجب أن تتظافر جهود مجموعة من الأطراف التي تعمل على توفير الأرضية الملائمة لإنجاح أي عملية إصدار، وسنشير إلى كل طرف فيما يلي:

1 -الأطراف الرئيسية في عقد التصكيك:

و هي الأطراف الفاعلة التي تشترك في هذه العملية مباشرة، وتدور حولها عملية إصدار الصكوك وهم¹:

أ - **لجنة الرقابة الشرعية:** وهي اللجنة التي يتم أخذ موافقتها حول الصكوك المراد إصدارها وتداولها طبقاً للضوابط الشرعية التي يجب توفرها في أي عملية لتصكيك الأصول أو المنافع أو الخدمات.

كما أن هذه اللجنة تقوم بشكل عام، بدور بارز في مراقبة مدى إلتزام المؤسسات المالية والشركات المصدرة للصكوك بأحكام الشريعة الإسلامية، مما يعطي الثقة للمساهمين والمستثمرين اتجاه تلك المؤسسات والشركات، ويعد موافقة لجنة الرقابة الشرعية في إنشاء وإصدار الصكوك الإسلامية، شرط أساسي للسماح بالتعامل بتلك الصكوك، لأن من مهام اللجنة الشرعية مراعاة توفير متطلبات الأحكام والضوابط الشرعية في دراسة هيكلية الصكوك ووثائق الإصدار، والعقود المنظمة للعلاقة بين أطرافها وكيفية الاكتتاب في هذه الصكوك².

¹ راجع: علاء الدين زعتري، الصكوك، بحث مقدم إلى ورشة عمل: الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شركة BDO، عمان، 18-19 جويلية 2009، ص 26؛
Nathif Jama. *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p.p :393-394.

² وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص 928.

وبعد اعتماد صيغة التمويل المراد تصكيك الأصول وفقها، تعرض على لجنة الرقابة الشرعية جميع الأنشطة والعمليات المزمع الدخول فيها، لتقرر مدى شرعيتها من عدمها.
ويجب أن تتوفر في لجنة الرقابة الشرعية الشروط التالية¹:

- أن تتكون الهيئة الشرعية من عدد معين من علماء الشريعة الأكفاء، ومستوى علمي جد مقبول (أي الحائزين على شهادة الدكتوراه في الفقه من جامعات مرموقة، لاسيما في فقه المعاملات المالية مع خبرة بحثية وأكاديمية معتبرة في هذا المجال).

- أن يعين مستشارا اقتصاديا للهيئة، من حملة الدكتوراه في اقتصاديات النقد والمال من جامعات مرموقة مع خبرة بحثية وأكاديمية معتبرة في هذا المجال.

ب - مصدر الصك (جهة الإصدار): وهي الجهة أو الشركة المكونة لمحفظة الصكوك التي تريد تصكيك أصولها، ويطلق عليه اصطلاحا مصدر الصكوك، وهو صاحب أو البائع الأصلي للأصول، محل التصكيك أو محفظة الحقوق المالية. فيبيعها ويحصل على مقابلها نقدا². وذلك باستخدام حصيلة الاكتتاب وفق صيغة استثمارية شرعية، وعادة ما يكون مصدر الصك فردا أو حكومة أو مؤسسة مالية³.

ج - وكيل الإصدار: عبارة عن مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار، ويقوم باتخاذ جميع الإجراءات اللازمة من دفع الأقساط، الإطفاء، والعوائد عند تاريخ استحقاقها نيابة عن المصدر، يتم تعيينه وفق إتفاقيات أو تتضمنها نشرة الإصدار⁴، وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار على أساس عقد وكالة بأجر.

د - شركة التصكيك (الشركة ذات الغرض الخاص): وهي شركة يتم إنشاؤها من طرف الشركة الأم (الشركة التي تريد تصكيك أصولها) يتم تحويل الأصول محل التصكيك إليها من الجهة المصدرة، لتتولى إصدار الصكوك المالية بقيمتها الإسمية ويطلق عليها الشركة ذات الغرض الخاص⁵، ودورها يتمثل في الالتزام بسداد قيمة الأصل للشركة الأم بمبلغ أقل من القيمة الأصلية له أو بحسب ما جاء في نص نشرة الإصدار، وإصدار الأوراق بالقيمة الكاملة للأصل، وكسب الفرق، ثم خدمة وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية، وهذه الشركة تعتبر كمشتري أصول الشركة الأم ثم تبيعها للمستثمرين.

هـ - المستثمر أو حامل الصكوك investors or sukukholders الذي يشتري الصكوك المطروحة للاكتتاب في سوق الإصدار، للأصول المصككة من المؤسسات الإسلامية أو التقليدية، عادة ممثلة من البنوك وشركات التأمين والبنوك المركزية والشركات الخاصة، أو من السوق الثانوية، ولهم أن يستردوا أصل قيمتها، ويستحقون العائد على هذه الصكوك من حصيلة محفظة الصكوك في المستقبل.

¹ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص:14.

² علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص 26.

³ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص250.

⁴ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، ط1، عمان، 2012، ص85.

⁵ عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص48.

2 - الأطراف المساعدة في عملية التصكيك:

وهم الذين يتم الإتفاق معهم لتأدية خدمات خاصة بعملية التصكيك ونجد¹ :

- أ - **وكالات التصنيف العالمية:** وهي وكالات متخصصة مثل الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف الائتماني ومقرها البحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف الائتماني ومقرها ماليزيا، ووكالة S&P ووكالة MOODY'S تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للأوراق المالية المطروحة وما تتمتع به من ضمانات، وتحديد المخاطر التي تنطوي عليها، حيث تشترط القوانين المنظمة للتصكيك ضرورة حصول الأصول محل التصكيك على شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظه الصكوك التي تصدر الصكوك في مقابلها، وهذا يتطلب مهم لحماية حملة الأوراق المالية والأرباح المرجو تحقيقها، وتقييم كفاءة العميل في نشاط المشاركة وأمانته وصدقه وتقييم للمنشأة البادئة بالتصكيك وللشركة المصدرة للصكوك².
- ب - **الجهة المكلفة بخدمة الأوراق المالية:** وذلك بالقيام بتحصيل التدفقات المالية الخاصة بها وتسليمها إلى حملة الأوراق، وهي قد تكون نفس الشركة ذات الغرض الخاص وغيرها حسب الإتفاق.
- ج - **الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة الصكوك servicer:** وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع، التي استخدمت كمحفظة تصكيك وتحصيل العائد عليها.
- د - **مدير ومستشار الإصدار:** وهي المؤسسة الوسيطة تقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك، والمساعدة في إعداد نشرة الإكتتاب، وتنوب على المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر³.
- هـ - **الضامنون لحملة الأوراق المالية في تحصيل مستحقاتهم:** وقد يكونون إحدى شركات التأمين أو مؤسسة حكومية أو الشركة ذات الغرض الخاص نفسها.
- و - **أمين الإستثمار أو أمين الحفظ custodian،** وهي مؤسسة مالية وسيطة عادة بنك، ودورهم يتلخص في حفظ الأوراق المالية والضمانات والاستلام. وتتولى مصالح حملة الصكوك، والإشراف على مدير الإصدار، وذلك على أساس عقد وكالة تحدده نشرة الإصدار⁴.
- ز - **مستشار الطرح:** ودوره هو الترتيب وترويج طرح الأوراق المالية في السوق.
- ح - **ضامنوا الإكتتاب:** ودورهم هو التعهد بأن يتم الإكتتاب في جميع الأوراق المطروحة، وانه إذا بقيت أوراق دون إكتتاب فيها (دون شرائها) تلتزم بتغطيتها.

¹ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص 27، وراجع: -Adam Nathif Jama. *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Countries*, Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Development in the OIC 385.Finance, Jakarta, 2005, pp :393.394

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الاسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 85.

³ المعايير الشرعية، مرجع سابق، ص 250.

⁴ المرجع السابق، ص 250.

ثانيا: محل التعاقد:

يتعاقد كل من المصدر الأصلي عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص وبين حملة الصكوك على أصل معين من أصول شركة المصدر الأصلي والصكوك المصدرة وهذا حتى يعرف كل طرف لقيمة الشيء المتعاقد عليه. ويجب توفر عند إبرام العقد¹:

- 1 - الأصل محل التصكيك (أو الذي سيتم امتلاكه)، وهي الأصول المملوكة للمنشأة، والتي تدر دخلا بصفة منفردة.
- 2 - الأوراق المالية المصدرة (الصكوك) والتي يتم بيعها للمستثمرين وعادة ما تباع بعلاوة إصدار، أي مبلغ زيادة عن القيمة الإسمية للصك، وتمثل العلاوة دخلا لشركة التصكيك بجانب الفرق بين القيمة الأصلية للدين المصكك، وبين ما تدفعه للمنشأة البادئة، وإضافة لذلك تكون قيمة الإكتتاب، وهي ما يدفعه المستثمرون لشراء الأوراق المالية من عناصر محل عقد التصكيك.
- 3 - العقد المبرم بين حملة الصكوك والشركة ذات الغرض الخاص يكون موافقا لأحد عقود الاستثمار الشرعية والتي تتحدد على أثره العلاقة التي تربط بينهما.

ثالثا: الصيغة:

الصيغة (الرابط) كالتالي تعبر عن إرادة المتعاقدين في إبرام الصفقة، وتتمثل في التوقيع على العقود التي تبرم.

الفرع الثاني: العلاقة بين أطراف عقد إصدار الصكوك الإسلامية

لإعطاء صورة أكثر اتضاحا، لفهم العلاقة بين أطراف عملية التصكيك المختلفة، نحاول رسم إطار عام لفهم العلاقة من وجهة النظر الإسلامية، حيث نلاحظ أن شركة ذات الغرض الخاص، Special Purposise Vehicul، تمثل ركنا أساسيا في عملية التصكيك، ذلك لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمصكك الأصلي، عن الجهة المصدرة للصكوك، وذلك لضرورة تحسين الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة.

أولا: العلاقة البيئية لأطراف عملية التصكيك:

تتشعب العلاقة البيئية لأطراف المتدخلة في عملية التصكيك بشكل كبير، وذلك أن كل طرف يعمل على تعزيز مكانته، في ظل تزايد المصالح بين المستفيدين من هذه العملية². ويمكن تتبع ترابط هذه العلاقة على النحو التالي:

- 1 -تتكيف العلاقة بين المصدر الأصلي(مالك الأصول) والشركة ذات الغرض الخاص SPV، بأنها علاقة بيع فعلية مباشرة بأجل (لحين جمع الأموال عبر طرح الصكوك)، سواء تم بيع كل الأصل، أو جزء منه.
- وغالبا ما تبنى العلاقة بين حملة الصكوك والشركة ذات الغرض الخاص على أساس عقد المضاربة، بمعنى أن دور المضارب تقوم به شركة ذات الغرض الخاص (شركة المنشأة للصكوك) حيث تتولى جمع رأس المال المضاربة، من حصيلة الإكتتاب في الصكوك الاستثمارية المطروحة، حسب الشروط المبينة في نشرة الإكتتاب، ويقوم حملة الصكوك بدور أرباب الأموال³، وفي هذه الحالة،

¹ عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص:48-49.

² فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص:8.

³ محمد عبد الغفار الشريف، مرجع سابق، ص:12.

لا يتدخل حملة الصكوك في تفاصيل أعمال الشركة ذات الغرض الخاص، وإنما عليهم أن ينتظروا النتائج، نظرا لكون الشركة ذات الغرض الخاص ينشئها ويملكها في الغالب المالك الأصلي للأصول المصككة.

وتحدد مهام الهيئة وصلاحياتها وقت إنشائها، وهذا بما يتفق مع مصالحه التي قد تتعارض مع مصالح حملة الصكوك، وفي هذا تضارب بين مصالح حملة الصكوك وبين أهداف الشركة ذات الغرض الخاص.

2 - في حالة تصكيك جزء من الأصل، أو الأصول المملوكة من المصدر الأصلي، واحتفاظه بجزء أكبر منها تعطى الأولوية في إعادة الشراء للمالك الأصلي للصكوك من حملتها، عند انتهاء أجل عملية التصكيك، وذلك وفقا لقاعدة حق الشفعة* .

3 - العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص، والجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة الصكوك **SERVICER**، علاقة وكالة** بأجر. أي على **SERVICER** تجميع أموال اصدار الصكوك ووضعها بين أيدي الشركة ذات الغرض الخاص.

4 - العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص والأمين، علاقة تجارة (استئجار شخص معين لأداء عمل معين في زمن معين).

5 - العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص والمستثمرين هي علاقة مضاربة مقيدة أو مشاركة أو وكالة. أي دخول المستثمرين بأموالهم والشركة ذات الغرض الخاص بجهدا وعملها.

6 - العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص والمروج علاقة البيع بعمولة (سمسة أو وكالة). وفي هذه الحالة توكل الشركة ذات الغرض الخاص المروجين أو السماسرة ببيع اصداراتها من الصكوك مقابل دفع أتعابهم.

7 - العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص وضامنوا الإكتتاب علاقة البيع بخضم مسموح به.

8 - العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص والجهة المقدمة للضمان، علاقة تبرع مع إمكانية دفع المصروفات نظيرا لذلك.

9 - العلاقة بين الشركة ذات الغرض الخاص والمحاسب هي علاقة تجارة.

10 - علاقة بين أمين الإستثمار وحملة الصكوك علاقة وكالة بأجر.

* حق الشفعة وهي انتقال حصة إلى حصة بسبب شرعي كانت انتقلت إلى أجنبي يمثل العوض المسمى، وقال أكثر الفقهاء أنها تؤخذ كرها، ولأن الأذية لانفع عن واحد بضرر آخر. وثبتت الشفعة للشريك في الدور، والعقار والبساتين، وهذا مجمع عليه إذا كان مما يقسم، وفيما لا يقسم. راجع: حسن أيوب، فقه المعاملات المالية في الإسلام، دار السلام، ط3، مصر، 2006، ص ص: 423-428.

** عقد الوكالة: عبارة عن اقامة شخص آخر مقام الشخص نفسه في تصرف جائر معلوم، فهي عبارة عن تفويض التصرف والحفظ والتسيير الى الوكيل. أنظر: حسن أيوب، فقه المعاملات النالية في الاسلام، ط3، مصر، 2006، ص 429.

جدول رقم (4): العلاقة البنينة لأطراف عملية التصكيك

| العلاقة البنينة لأطراف عملية التصكيك | | |
|--------------------------------------|--------------------------------------|----------------------|
| طبيعة العلاقة | أطراف عملية التصكيك | أطراف عملية التصكيك |
| بيع فعلي مباشر بأجل | شركة ذات الغرض الخاص | المصدر الأصلي |
| وكالة | الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة الصكوك | شركة ذات الغرض الخاص |
| تجارة | الامين | شركة ذات الغرض الخاص |
| مضاربة مقيدة/مشاركة/وكالة | المستثمرون (حملة الصكوك) | شركة ذات الغرض الخاص |
| بيع بعمولة (سمسة/وكالة) | المروج | شركة ذات الغرض الخاص |
| بيع بخصم مسموح به | المغطي | شركة ذات الغرض الخاص |
| تبرع | الجهة المقدمة للضمان | شركة ذات الغرض الخاص |
| تجارة | المحاسب | شركة ذات الغرض الخاص |

المصدر : بالإعتماد على :

- فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008، ص25.

ثانيا: الجوانب الشرعية والقانونية لعملية التصكيك:

وما يمكن ملاحظته، أن هذه الأطراف ترتبط بعلاقة قانونية واضحة، من شأنها تنظيم عمل كل طرف وتحديد مسؤولياته وواجباته، وكذلك يوثق لمهام كل طرف في نشرة الإصدار الخاصة بإصدار الصكوك، كما يحكمها الإطار الشرعي الواضح، مدعوما بفتوى تعيين سلامة الصحة الشرعية للإصدار، ويأتي تفصيل هذه الجوانب بصفة عامة فيما يلي :

1 - الجوانب الشرعية:

تغطي الجوانب الشرعية لعملية التصكيك عدة نقاط سبق ذكرها آنفا، وهي ما يتعلق بالضوابط التي تحكم إصدار وتداول الصكوك، وقد تم الحديث عنها في المطلب الأول والثاني.

2 - الجوانب القانونية:

أما الجوانب القانونية التي تحكم عمل كل طرف في عملية التصكيك، فتكمن في المجالات التالية:

أ - شروط إنشاء وعمل الشركة ذات الغرض الخاص¹، والتي تحكمها معايير خاصة ببيع الأصل من المصدر الأصلي إلى الشركة ذات الغرض الخاص، وذلك بتحديد نوعية الأصول المراد تصكيكها، وكيفية استخدام موارد التصكيك. وذلك في توفر لبعض القيود والمؤهلات المطلوبة في الشركات التي ترغب في تصكيك بعض أصولها مسبقا حتى يتسنى لها ذلك.

¹ فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص14.

- ب - إرشادات نشرة الإصدار Prospectus، وبيانات الإفصاح المالي الملائم، الواجب عرضها على الجمهور والمحددة من قبل هيئة سوق المال.
- ج - تنظيم لوائح سوق الأوراق المالية في مجال سوق الاصدار الأولي وسوق التداول، وخاصة ما يتعلق بحماية المستثمرين و استقرار البنية القانونية للسوق مما ينعكس بالاجاب على نظم التداول والمقاصة والتسوية والتوافق مع أحكام الشريعة¹.
- ح - إنشاء وكالات التصنيف الإسلامية وتوفر البيوت المالية للعمل كأمناء للتصكيك Trustee، وكذا كيفية تنظيم عمل الأمناء² Trustee.
- د - وجود مكان أو سوق لتداول الصكوك بصفة منتظمة وقانونية، مما يسمح بتسيخ نشاط التعامل بالصكوك، وهذا باستكمال بناء البنية التحتية لصناعة الصكوك الاسلامية، بتوفير سوق مالية للصكوك الاسلامية تأطرها نظم رقابية لمواجهة التطورات والأخطار³.
- هـ - تشجيع ضرائبي مناسب عن طريق الإعفاءات لأرباح وعوائد الأوراق المالية الناتجة عن عملية التصكيك وغيرها من الجوانب.

الفرع الثالث: مراحل وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية

تعتبر عملية إصدار الصكوك الإسلامية على جانب كبير من الأهمية. وعليه، فإن إصدارها يحتاج إلى حسن الإخراج، وبخاصة في عمليات الإصدار الأولى، وما تكونه لدى الناس من انطباع. ويمكن أن تقوم بها البنوك المركزية نيابة عن وزارة المالية في حالة إصدارها من قبل الحكومة، وقد تكون الشركة المساهمة قادرة على تنظيم أعمال الإصدار، باعتبار الشركة تكون أدرى باحتياجاتها. كما يمكن أن تسند للبنوك الإسلامية أو التقليدية، أعمال تنظيم الإصدار ووضع شروط وبيانات وتحديد نسب الأرباح، التي يختص بها المتعاقدون إلى آخر ما هناك من شروط، وتشتمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية مختلفة، يطلق عليها تنظيم الإصدار أو ترتيب الإصدار، وهذه الخطوات لا تحصل بتسلسل موحد، فقد تتقدم خطوة على أخرى دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد تتم خطوات الإصدار وفق ثلاث مراحل هي:

أولاً: مرحلة إصدار الصكوك:

وتتم على خطوتين الأولى تشمل اعداد الهيكل التنظيمي والثانية عملية تصكيك الأصول وبيعها⁴، ونوجزها وفق الآتي:

1 - الخطوة الأولى: إعداد التصور والهيكل التنظيمي

هو ذلك التصور الذي يهيئ لآلية الإستثمار، بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية، والإجرائية، والتنظيمية، ودراسة الجدوى، وإدراج كل ذلك في نشرة الاكتتاب. وتعتبر نشرة الإصدار أو لائحة الصكوك، الوثيقة المنظمة للعلاقة التعاقدية القائمة بين الجهة المصدرة والجهة المشاركة (حملة الصكوك)، من حيث الحد الأدنى للمشاركة وفترة الاكتتاب وشروط التداول

¹ عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص49.

² فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص14.

³ عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص49.

⁴ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص29.

والتخارج، ومن حيث طبيعة الصكوك وأهدافها الاستثمارية من جهة، ومكونات الإصدار من جهة ثانية، وكذلك من حيث تحديد نصيب مختلف الأطراف من الأرباح وكيفية توزيعها وغير ذلك¹.

– ويتزامن مع ذلك، وضع لنظام أو لائحة للإتفاقيات، التي تحدد حقوق وصلاحيات ووجبات الجهات المختلفة ذات الصلة بعملية الإصدار. ومن الأهمية، حسن اختيار تلك الجهات لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتسبين من حملة الصكوك. هذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك، وهي إما من طرف الممولين، أي بعض البنوك، أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المصدرة للصكوك).

وفي غالب الأحوال، تستعين الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك، بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم مقابل عمولة، ويستعين المرتبون لعملية الإنشاء بمختلف الخبرات وفي مقدمتها بالنسبة للصكوك الإستثمارية الإسلامية- هيئة شرعية، لإستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للسلامة من الخلل الشرعي.

2 - الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها:

تقوم الجهة المصدرة ممثلة في الشركة الأم، بإنشاء شركة ذات الغرض الخاص يوكل لها إعادة تصنيف الأصول وتقسيمها، إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم اصدار مقابلها صكوك وبيعها للمستثمرين. فعندما تحتاج الجهة المصدرة إلى التمويل، وترغب في الحصول عليه بطريقة إصدار الصكوك الاستثمارية، أي تصكيك أصول الشركة (الأصول العينية أو المنافع أو الخدمات) فإنها تقوم بالمراحل التالية²:

تبدأ عملية إصدار الصكوك، بتحويل أحد الأصول التي تملكها الجهة المصدرة إلى شركة ذات الغرض الخاص، لتصدر عنها الأوراق المالية، وتطرحها للاكتتاب العام، وهذا يتطلب شراء هذه الأصول أو بناؤها أو صناعتها، إذا كانت أعيانا. كما يتطلب شراء منافع الأصول (عن طريق إستئجار الموجودات المتعلقة بها أو إمتلاكها)، إذا كان التصكيك سوف يجري على المنافع، وفي حالة تصكيك الخدمات، لابد من شراء تلك الخدمات بمواصفات معينة ولفترة معينة تمهيدا لتصكيكها. ونظرا لأن الصكوك لا تمثل حقوق في ديون، فإن التصنيف الائتماني للأصول سوف ينصب على جوانب مختلفة عن حالة الديون³ منها:

أ - طبيعة الأصول المصكوكة، ومدى استقرار أسعارها وتحقيق للعوائد المرجوة، والقدرة على استرداد قيمتها الاسمية دون خسارة. فإذا جاء التصنيف دون ما يسمح بتسويق الصكوك بأسعار عائد معينة، تعتمد الشركة ذات الغرض الخاص إلى تحسين التصنيف عن طريق :

– تقديم ضمانات إضافية لحائزي الصكوك كضمان طرف ثالث للأصل أو العائد لكليهما.

– إذا كانت الشركة ذات الغرض الخاص ستقدم الضمان، فيمكنها القيام بذلك عن طريق تقديم وعد بشراء أصول الصكوك في نهاية أجلها، بسعر السوق وقت الشراء، أو بالسعر العادل الذي يحدد بالتقييم وقت الشراء.

¹ محمد عبد الغفار الشريف، مرجع سابق، ص 12.

² وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص 920.

³ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص: 15-16.

- إذا تم تقديم وعد بضمان من طرف ثالث مستقل عن طرفي العقد، يمكن أن يكون الوعد بشراء الأصول بسعر يحدده الواعد.

- يمكن تحسين التصنيف الائتماني أيضا، عن طريق تكوين احتياطي ضد مخاطر استثمار الأصول بإنشاء حساب خاص لذلك، ويتم ذلك باحتجاز نسبة يتفق عليها مع حملة الصكوك في نهاية كل فترة، حتى يصل الاحتياطي إلى نسبة معينة من قيمة الأصول، ويبقى الاحتياطي ملكا لحملة الصكوك، يعود إليهم عند التصفية.

ب - قدرة المصدرون للأصول المصككة (بصيغ التمويل الإسلامي) على الوفاء بالتزاماتهم، وعلى أداء مهامهم الإستثمارية على أكمل وجه.

ج - قدرة حملة الصكوك على الإستحواذ على الأصول والتصرف فيها في حالة عجز المصدرون عن الأداء عند تاريخ الاستحقاق.

د - ويدخل أيضا في تصنيف الصكوك الجوانب العامة التي لها صلة بطبيعتها مثل: هيكل الصكوك، ومدى مطابقتها للشرعية وكذا مؤهلات أعضاء الهيئة الشرعية، وخبراتهم السابقة.

ثانيا: مرحلة إدارة محفظة الصكوك:

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين، طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة عن الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تعرف هذه المرحلة¹:

1 - تعمل الجهة المصدرة باستثمار الأصول المعدة للتصكيك، إذا لم تكن مستثمرة بداية، ويكون استثمارها عن طريق تأجيرها أو المشاركة فيها في إطار مشروع مريح، وإدارة أصول الصكوك ومتابعة استخدامها وصيانتها والتأمين عليها، على أن هذه الخطوة ليست ضرورية في هذه المرحلة، إذ من الممكن القيام بها في المراحل اللاحقة.

2 - تقوم شركة ذات الغرض الخاص، باستثمار ما ليس مستثمرا من الموجودات التي حولت إليها، بغرض التصكيك من خلال عقد من عقود الاستثمار والتمويل الإسلامي، وتتلقى العوائد من الجهة المصدرة (مدفوعات الإيجار والأرباح وغيرها)، وصرف الأرباح في مواعيدها لحملة الصكوك تباعا.

ثالثا: مرحلة إطفاء الصكوك:

ويكون ذلك بدفع قيمة الصكوك الاسمية أو قيمتها السوقية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار². ويقصد بها، انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة، وتحويلها إلى نقود، بتسلم حامل الصك لقيمتها مقابل التنازل عنه للشركة المصدرة له. ويمكن إطفاء الصكوك، إما أن يكون كليا، مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار، أو جزئيا بالتدريج خلال سنوات الإصدار، وصورته، بأنه إذا كان للإصدار مدة محددة، فإنه بإنتهائها، تتم تصفية الموجودات التي يمتلكها الصك. كما يمكن أن تؤول هذه الأصول من الجهة المصدرة بالبيع إلى حملة الصكوك أيضا، وقد يتم التملك لتلك الأصول بالهبة، أو بئمن رمزي، أو بالقيمة المتبقية³.

¹ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص 29.

² أختار عبد العزيز زيني، الصكوك الإسلامية"التوريق" وتطبيقا المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص 6.

³ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ص: 97-98.

المطلب الرابع: هيكلية إصدار الصكوك الإسلامية

معظم الصكوك الصادرة عن الحكومات أو الشركات تتشابه في هيكلتها، ولكن تختلف تفاصيل هيكلية الصكوك من عملية لأخرى، بحسب مراحلها وخطواتها، وهذا لوجود عدة أنواع من الصكوك وأطراف مختلفة تتدخل فيه، فكل نوع له هيكلية خاصة به وآلية إصدار تختلف عن الأنواع الأخرى، وبالأخص عن هيكلية الديون البنكية وما شابهها، وسنوضح من خلال هذا المطلب للنموذج العام والخاص لهيكلية إصدار الصكوك الإسلامية في النقطتين التاليتين:

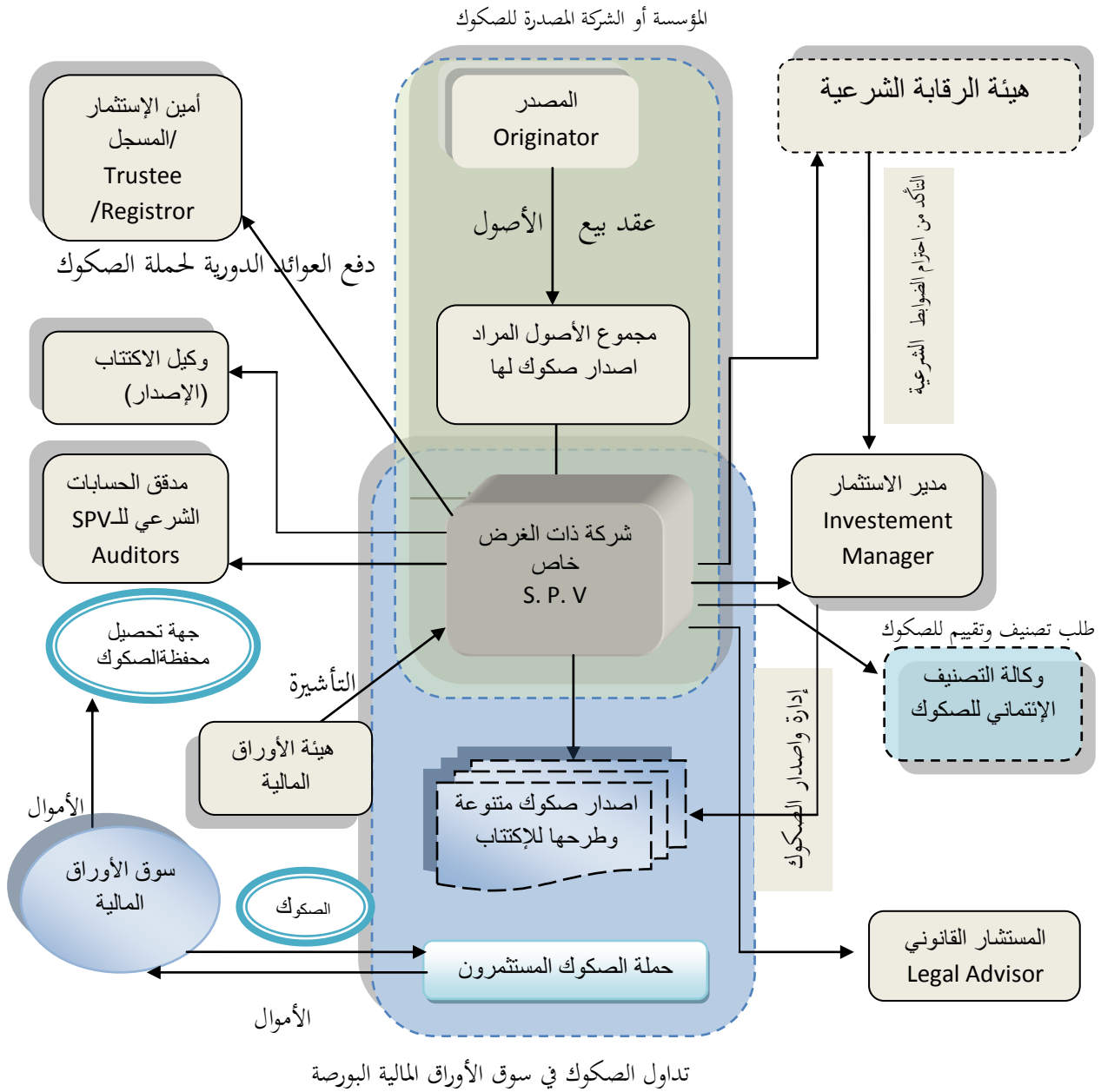
الفرع الأول: النموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الإسلامية **الفرع الثاني: هيكلية إصدار الصكوك الإسلامية بحسب نوعها**

الفرع الأول: النموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الإسلامية

تتصف هيكلية إصدار الصكوك وفق النموذج الإسلامي، بنفس الأطراف التي نجدها في إصدار السندات التقليدية، مع وجود اختلاف في كون الصكوك الإسلامية المصدرة ممثلة لأصول موجودة -حقيقية-، مع وجود هيئة رقابة شرعية تشرف على حسن إصدار الصكوك وفق الضوابط الشرعية¹، وهذا ما لانجده في باقي الأوراق المالية الأخرى المصدرة، حيث تمثل هذه الهيئة جوهر عملية التصكيك الإسلامي، وبدونها تفتقر الأوراق المصدرة للأسس والأحكام الشرعية. وبعد تطرقنا لمختلف الأطراف الداخلة في عملية التصكيك، والعلاقة التي تنشأ وترتبط بين عديد الجهات المنظمة، يمكن أن نعرض للنموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الإسلامية كما هو مبين في الشكل التالي:

¹ فؤاد محمد أحمد محسن ، مرجع سابق، ص46.

شكل رقم(5): هيكل إصدار الصكوك الإسلامية.



المصدر:

– فؤاد محمد أحمد محسين، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق) ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص45.

- Khalil Mohammed Khalil, sukuk: Definition, Structure, and Accounting Issues Islamic Science University of Malaysia, p.3 ;
- Anouar hassoun, finance ethique et finance islamique: principe de structuration des” sukuk” quelle convergence? Actes du séminaire «Finance éthique et finance islamique» organisé par l’Ecole de Management Strasbourg, le 11 février 2009, p. 18;
- Adam Nathif Jama. Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries, Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p.393;
- Conseil des valeurs mobilières, Sukuk, Quel potentiel de développement au Maroc ? Maroc, p38.

وقصد معرفة المراحل التي تتم عبرها عملية اصدار الصكوك، وحب تتبع الخطوات التالية¹:

- 1) تقوم الشركة المصدرة بتعيين الأصول المراد تصكيكها (أو التي سيتم الحصول عليها) وتحويل ملكيتها إلى الشركة ذات الغرض الخاص عن الطريق البيع أو التنازل.
- 2) تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على شهادة المطابقة من طرف اللجنة الرقابة الشرعية التي تصادق على هيكله الصكوك المرزعه اصدارها والوثائق اللازمة والعقود المنظمة وكيفية الإكتتاب بأنها عمليات موافقة لأحكام الشريعة.
- 3) تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على تأشيرة لجنة مراقبة وتسيير عمليات سوق المالية حتى تتمكن من اصدار وتداول الصكوك.
- 4) تطرح الشركة ذات الغرض الخاص الصكوك التي تمثل شهادات مساهمة متساوية القيمة لأصول(أو التي ستحصل عليها) الشركة المصدرة للإكتتاب فيها في سوق الأوراق المالية.
- 5) يكتب المستثمرون (حملة الصكوك) في هذه الصكوك وتحصل الشركة ذات الغرض الخاص على الأموال المجمعة على أن تلتزم هذه الأخيرة بتسيير حصيلة الأموال لفائدة المستثمرين.
- 6) تسدد الشركة ذات الغرض الخاص ثمن شراء الأصول (أو التي ستحصل عليها) للشركة المصدرة على أن تقوم هذه الأخيرة بإستثمارها وفقا لأحد صيغ التمويل الإسلامي.
- 7) يتم تداول الصكوك (بحسب ضوابط كل نوع) في سوق الأوراق المالية من تاريخ اصدارها إلى موعد استحقاقها واطفائها.
- 8) تسدد الشركة المصدرة في بعض أنواع الصكوك لأقساط دورية (في حالة صكوك الإجارة ، المشاركة، المضاربة) في تواريخ محددة ، وتحسب وفق مرجع معدل لفائدة ثابتة أو متغيرة (* EURIBOR, LIBOR) بزيادة أو نقصان لنقطة مئوية معينة.
- 9) تحول وتدفع بدورها الشركة ذات الغرض الخاص لهذه الأقساط على شكل عوائد دورية لحملة هذه الصكوك.
- 10) عند الاستحقاق لهذه الصكوك، حسب ماجاء في نشرة الإصدار، تبيع الشركة ذات الغرض الخاص الأصول المصككة (أو المصنعة أو المتحصل عليها من أعيان وخدمات منافع) إلى الشركة المصدرة بسعر السوق ، أو السعر المتفق عليه في نشرة الإكتتاب.
- 11) إعادة شراء الأصول من طرف الشركة المصدرة ودفع مقابلها للشركة ذات الغرض الخاص.
- 12) تستعمل الشركة ذات الغرض الخاص الأموال المتحصل عليها من إعادة الشراء في تسديد مبلغ اطفاء الصكوك للمستثمرين (حملة الصكوك) في السوق الثانوية.
- 13) انتهاء عملية التصكيك وحل الشركة ذات الغرض الخاص.

¹ Conseil des valeurs mobilières, Sukuk, Quel potentiel de développement au Maroc ? Maroc, p.39

* معدل الفائدة مابين البنوك بلندن.

الفرع الثاني: هيكلية إصدار الصكوك الإسلامية بحسب أنواعها

نجد في هيكلية إصدار الصكوك أنها تنفرع إلى عدة هيكليات بحسب نوع الصكوك المصدرة، فنجد هيكلية صكوك الإجارة، والمرابحة، والمشاركة، والسلم، والوكالة، والوكالة بالاستثمار، والمضاربة وغيرها. ويمكن تفصيل كل هذا كل حسب نوعه.

أولاً: هيكلية صكوك المرابحة

مصدر الصك قد يكون واعداء بشراء بضاعة مرابحة، أو مشتر لها، بعد تملك البائع لهذه البضاعة وقبضه لها القبض الناقل للضمان، والمكتتبون في الصكوك هم البائعون لهذه البضاعة بقصد الحصول على الربح، وهو الفرق بين ثمن شراء البضاعة محل المرابحة نقدا ويبيعها بأجل، وحصيلة الصكوك هي تكلفة شراء البضاعة.

1 - خطوات عملية إصدار صكوك المرابحة: وقصد معرفة المراحل التي تم عبرها عملية إصدار صكوك المرابحة، وجب تتبع الخطوات التالية¹:

(1) تقوم جهة ثالثة ببيع أصول لجهة ثانية (تابعة للشركة المصدرة الشركة ذات الغرض الخاص) بسعر معين حال وتسليم فوري.

(2) تقوم الجهة المصدرة بإعادة شراء تلك الأصول بالسعر الأول زائد ربح على أن تدفع المبلغ مرة واحدة أو على أقساط، للشركة ذات الغرض الخاص وفق عقد المرابحة بتسليم آني.

(3) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك المرابحة بإعتبارها إثبات دين لدى المستثمرون (حملة الصكوك)، وتكون بالقيمة المعجلة للأصول (ثمن الشراء) على أن تلتزم الشركة ذات الغرض الخاص بضمان تسديد الثمن المؤجل عند حلول الأجل لحملة الصكوك.

(4) يبيع حملة الصكوك (المستثمرون) لتلك الصكوك في السوق الثانوية وتتداول - بحسب ضوابط نشرة الإصدار -.

(5) في الأجل المحدد تستوفي الشركة ذات الغرض الخاص لقسط أو أقساط السلع محل عقد تمويل بالمرابحة بالسعر المؤجل من عند الشركة المصدرة وتوزعها على حملة الصكوك (ثمن الشراء زائد الربح).

(6) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة شراء لصكوك المرابحة من حملة الصكوك بالمبلغ المتحصل عليه من الشركة المصدرة، واطفائها حسب الإتفاق المعلن عنه في نشرة الإصدار.

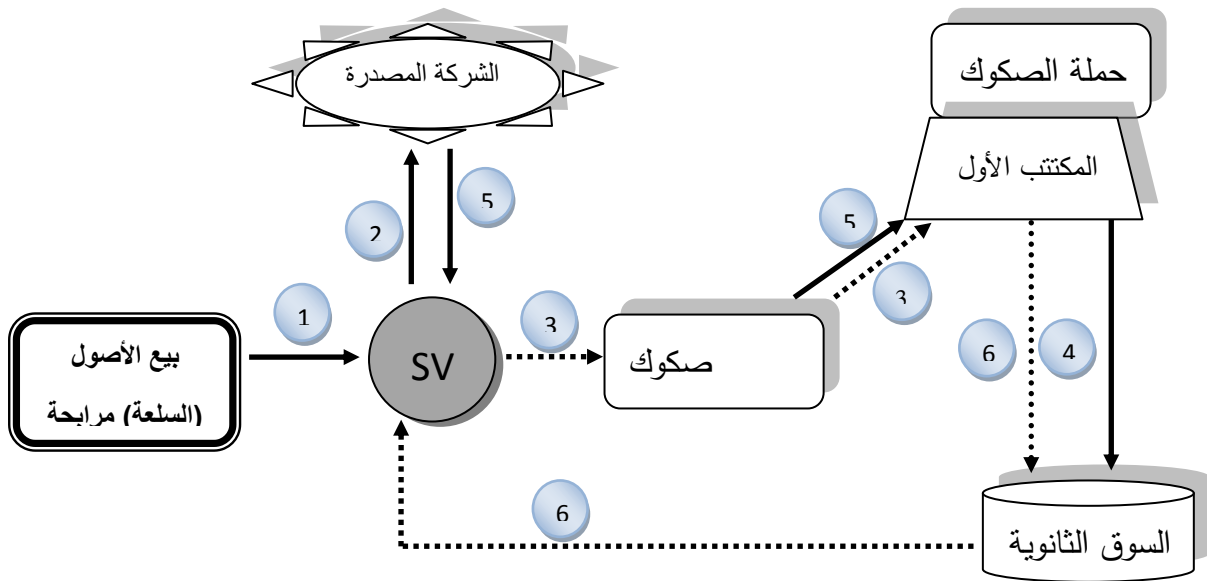
ولأكثر توضيح لهذه الخطوات ارتأينا إبرازها في الشكل الموالي حتى يتجسد الفهم الجيد لهذه العملية :

¹ راجع: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص117؛

- Shamsheer Mohamad Ramadili, Taufiq Hassan, and Adesina-Uthman Ganiyah, Exigency for Sukuk Bonds Financing: Issues and Discussions, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1666103> DATE OF SEE 16/01/2012;

- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :47-48.

شكل رقم (6): هيكل إصدار صكوك المراجعة.



المصدر:

- Kuwait financial house research, sukuk back on truck, Kawait financial house research Ltd, malaysia, 20 July 2010,p6;
- Shamsheer Mohamada , Taufiq Hassan, and Adesina-Uthman Ganiyah, Exigency for Sukuk Bonds Financing: Issues and Discussions , Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1666103> Date see : 16/01/2012;
- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p47.

2 - أهداف إصدار صكوك المراجعة: ومن بين أهداف هذا الإصدار من جهة المستثمرين، والمصدرون¹:

أ - هدف المستثمرون (حملة الصكوك): شراء صك ذو أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد، ومخاطر محددة بمخاطر عدم وفاء المصدر للصك بقيمة الصك في أجله، لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك (ديون نشأة عن بيع بعقد مراجعة).

ب - هدف المصدر: الحصول على سيولة لأصول، نشأة عن ديون عقود المراجعة ونقل مخاطر عدم السداد إلى المستثمر (مالك الصك).

ج - تأسيس وحدة ذات غرض خاص يمتلكها المصدر، تحدد مجموع عقود المراجحات التي يراد تسهيلها، وتباع هذه العقود إلى الوحدة ذات الغرض الخاص، التي تعمل على إصدار صكوك تباع إلى المستثمرين، بقيمة أقل من القيمة الاسمية لعقود المراجحات، والفرق يكون عائد الاستثمار في الصكوك أو الفائدة على الصكوك.

ولتحسين الجدارة الائتمانية للصكوك، قد يضمن المصدر سداد عقود المراجعة، وقد يؤمن على تلك الديون لدى شركات تأمين. كما تقوم شركة تصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر الصك.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص17.

ثانيا: هيكله صكوك الاستصناع:

مصدر الصك قد يكون مشتريا لعين مصنعة، وهي عين موصوفة في الذمة، يلتزم بائعها بتصنيعها بمواد من عنده وتسليمها لمشتريها في أجل معلوم في مقابل ثمن يدفع عند التعاقد أو بعده في أجل محدد، والمكتتبون في الصكوك هم البائعون لهذه العين، بقصد تحقيق ربح، يتمثل في الفرق بين تكلفة تصنيع العين و ثمن الإستصناع، وحصيلة الصكوك هي تكلفة تصنيع العين أو ثمن الإستصناع الموازي¹.

1 - خطوات عملية إصدار صكوك الإستصناع: وتتم عملية هيكله صكوك الإستصناع وفق المراحل المبينة أدناه²:

- 1) إبرام عقد إستصناع بين الجهة المصدرة (المشتري الأخير) والمقاول (الصانع)، على أن يتسلم الأول المصنوع في تاريخ مستقبلي محدد -المستصنع-، والثاني يقبل بصناعة أو بناء أصل معين وتسليمه في تاريخ معين على شيء موصوف، مثلا بناء مشروع (المصنوع).
- 2) لإثبات إلتزام الجهة المصدرة بسداد ثمن شراء المصنوع، تُؤسس شركة ذات الغرض الخاص يمتلكها المصدر، يحدد المشروع الذي سوف يكون محل للتمويل، تحدد الإحتياجات التمويلية للمشروع وأجل التمويل، يباع المشروع محل التمويل إستصناعا، (أي تمويل المصدر لصناعة أو بناء المشروع) على أن يسدد قيمة التمويل وتكلفته في أجل أو حسب أقساط مستقبلية لشركة ذات الغرض الخاص، بثمن يمثل القيمة الحالية للتمويل، فتمتلك الشركة ذات الغرض الخاص أصول التمويل أي التدفقات النقدية المستقبلية.
- 3) تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة من المشروع، وتقوم ببيعها إلى الجمهور -المستثمرون- على أن يحتفظ حملة الصكوك بملكية تلك الأصول كضمان للتمويل.
- 4) أ- يكتب المستثمرون في هذه الصكوك ويدفعون ثمن تكلفة المصنوع عاجلا للشركة ذات الغرض الخاص.
- 4) ب- تدفع الشركة ذات الغرض الخاص للمقاول نقدا ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب، قد يكون المقاول تابعا للجهة المصدرة.
- 5) يقوم المصدر (المشتري النهائي) بدفع تدفقات نقدية شهرية أو في دفعة واحدة للشركة ذات الغرض الخاص، حتى تمكنه من تملك أصول المشروع (المصنوع) عند الأجل المتفق عليه بالثمن الأول مضاف إليه ربح معلوم.
- 6) يبيع المقاول (الصانع) لأصول المشروع (المصنوع) لشركة ذات الغرض الخاص.

¹ المرجع السابق، ص15.

²Adam Nathif Jama. *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p 385;

- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :41-42 ;

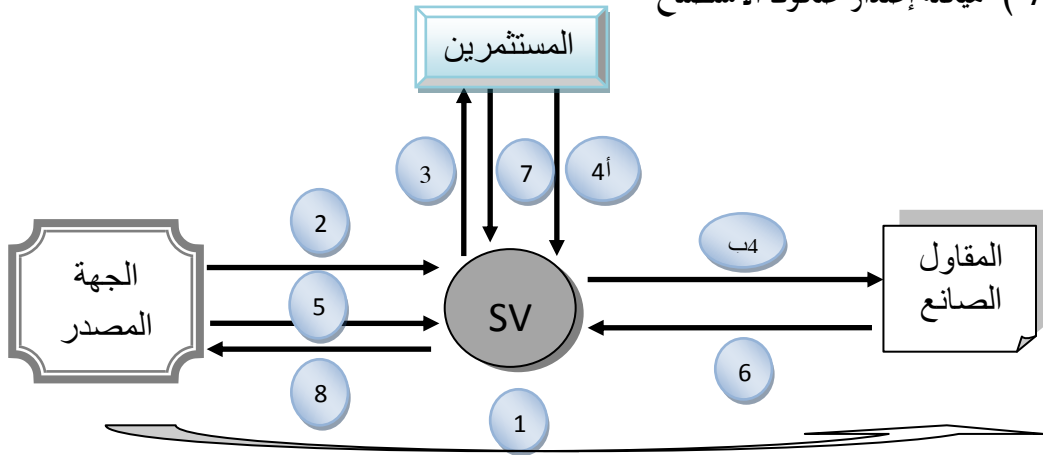
وراجع: محمد أكرم لال الدين ونور الدين غادمون، الصكوك، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية -، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص 34.

7) يقوم المستثمرون بإعادة بيع المصنوع (بيع الصكوك) لشركة ذات الغرض الخاص بالثمن الأول مع زيادة ربح معلوم، على دفعة واحدة أو أقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع، وفقا لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة.

8) بعد دفع جميع الأقساط الشهرية، تقوم شركة ذات الغرض الخاص بتحويل ملكية أصول المشروع للمصدر، وتنتهي عملية التصكيك وتحل الشركة ذات الغرض الخاص.

والشكل التالي يعرض لهيكلية إصدار صكوك الإستصناع.

شكل رقم: (7) هيكلية إصدار صكوك الاستصناع



المصدر:

- Kwait financial house research, sukuk back on truck, Kwait financial house research Ltd, malaysia,20 July 2010, p7;
- Adam Nathif Jama. *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p.386;
- Ali Salman Syed, *islamic capital markets : developments and challenges*, occasional paper, n 9, IDBG, IRTI, Jeddah,2005, p.34;
- Dubai International Financial Centre, *Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook*, dubai UAE, NOV 2009, p.41 .

2 - أهداف إصدار صكوك الإستصناع : ومن بين أهداف هذا الإصدار¹:

أ - **هدف المستثمرين:** شراء صك ذو أجل محدد وعائد محدد، ومخاطر محددة بمخاطر عدم وفاء بقيمة الصك في أجله، لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.

ب - **هدف المصدر:** الحصول على سيولة بضمان أصول، تمثل مشروع يقوم المصدر بتمويله بعقد إستصناع، أو تمويله عن طريق طرحه للجمهور.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 16.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية: خواصها الشرعية وأهميتها الإقتصادية

بالإضافة إلى ذلك، لتحسين الجدارة الائتمانية لصكوك الإستصناع، يقوم المصدر بضمان قيمة تلك الصكوك في أجل استحقاقها، أو يقوم بشراء تأمين ضد المخاطر الائتمانية للمستصنع، وتقوم شركة تصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد يحدد درجة مخاطر الصك، وتكون مخاطر الصكوك في هذه الحالة هي المخاطر الائتمانية للمصدر.

ثالثا هيكله صكوك السلم:

مصدر الصك قد يكون بائعا لبضاعة السلم، وهي بضاعة موصوفة في الذمة، يلتزم البائع بتسليمها لمشتريها، في أجل محدد مقابل ثمن حال يدفع عند التعاقد، والمكاتبون في الصكوك مشترون لها بقصد الحصول على الربح الناتج عن إعادة بيعها بعد قبضها، وحصيلة الصكوك هي ثمن بضاعة السلم¹.

1 خطوات عملية إصدار صكوك السلم: وتتم عملية هيكله صكوك السلم وفق مراحل متتالية نذكرها²:

- 1) يقوم المصدر بتأسيس شركة ذات الغرض الخاص يمتلكها بالكامل على أن يقبل الأول ببيعها السلعة محل التمويل سلما للثاني ويقبل الثاني الشراء من الأول، بضمن حال وتسليم السلعة آجلا في الزمن المحدد.
- 2) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتحديد كمية ونوعية السلعة التي ستكون محل التمويل، وذلك عن طريق إصدار صكوك سلم ذات أجل ثابت وقيم متساوية وعائد ثابت أو متغير للمستثمرين.
- 3) يكتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون ثمن السلعة عاجلا للشركة ذات الغرض الخاص.
- 4) تقوم شركة ذات الغرض الخاص بتسديد المبلغ المتحصل عليه من المستثمرين (حملة الصكوك)، إلى المصدر مقابل تسليم السلعة في المستقبل.
- 5) عند الأجل أو الآجال المحددة، يسلم المصدر السلعة المشتراة سلما لشركة ذات الغرض الخاص ويدفع ثمنها ويحسب هذا المبلغ على أساس معدل فائدة ثابت أو متغير مثل EIBOR، LIBOR مضافة إليها نقطة مئوية معينة.
- 6) تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة دفع مبلغ ثمن سلعة السلم المتحصل عليه عند الأجل، من طرف المصدر للمستثمرين.
- 7) عند الأجل تسترجع الشركة ذات الغرض الخاص لصكوك السلم من عند المستثمرين، وتنتهي عملية التصكيك وتحل الشركة ذات الغرض الخاص.

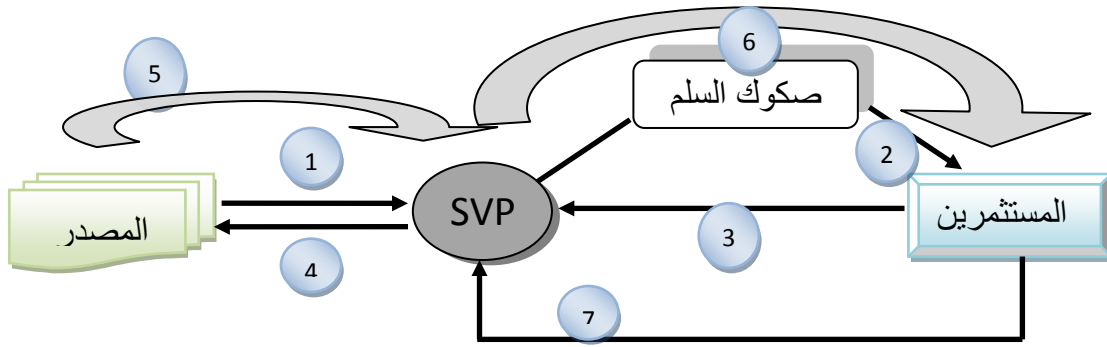
والشكل الموالي يمثل هذه العملية:

¹ Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :34-36

² Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, 2nd Banking and Finance International Conference, Lebanese American University, Beirut, 23rd – 24th February, 2006.p7;

- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :35-36 .

شكل رقم (8) : هيكلية إصدار صكوك السلم.



- المصدر: Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities, p.174, available at: www.emeraldinsight.com/0828-8666.html 16/01/2012;
- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.35.

2 - أهداف إصدار صكوك السلم : ويمكن إبراز أهداف هذا الإصدار بالنسبة¹:

- أ - بالنسبة للمستثمرين: شراء صك ذو أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد، ومخاطر محددة بمخاطر عدم الوفاء، لمصدر الصك في أجله، لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.
- ب - بالنسبة للمصدر: الحصول على سيولة لأصول بضمان سلع معينة، يقوم المصدر بانتاجها أو يغلب الظن وجودها في السوق مثل البترول، النحاس أو الألمنيوم.
- تقوم شركة التصنيف بتقييم مخاطر الصكوك ووضع تصنيف محدد بدرجة المخاطر، وتكون مخاطر الصكوك في هذه الحالة هي المخاطر الائتمانية للمصدر.

رابعاً: هيكلية صكوك المضاربة:

- مصدر الصك يعد مضارباً في مشروع معين، على أن يكون المستثمرون فيه (رب المال) حامل الصك المقدم لرأس المال في هذا المشروع، على أن يتحمل هذا الأخير للخسارة إن تحققت - إذا كان تلف المال ليس بسبب تفريط من المضارب أو تعدي منه - وتقسم الأرباح بحسب نشرة الإصدار.

أما مراحل إصدار صكوك المضاربة فيمكن أن نوجزها على النحو التالي² :

- (1) يقوم المصدر (المضارب الأول) بإقامة مشروع معين.
- (2) ينشأ المصدر شركة ذات الغرض الخاص، تتولى إدارة المشروع نيابة عنه.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص15.

² راجع: محمد أكرم لال الدين ونور الدين غادمون، الصكوك، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص30.

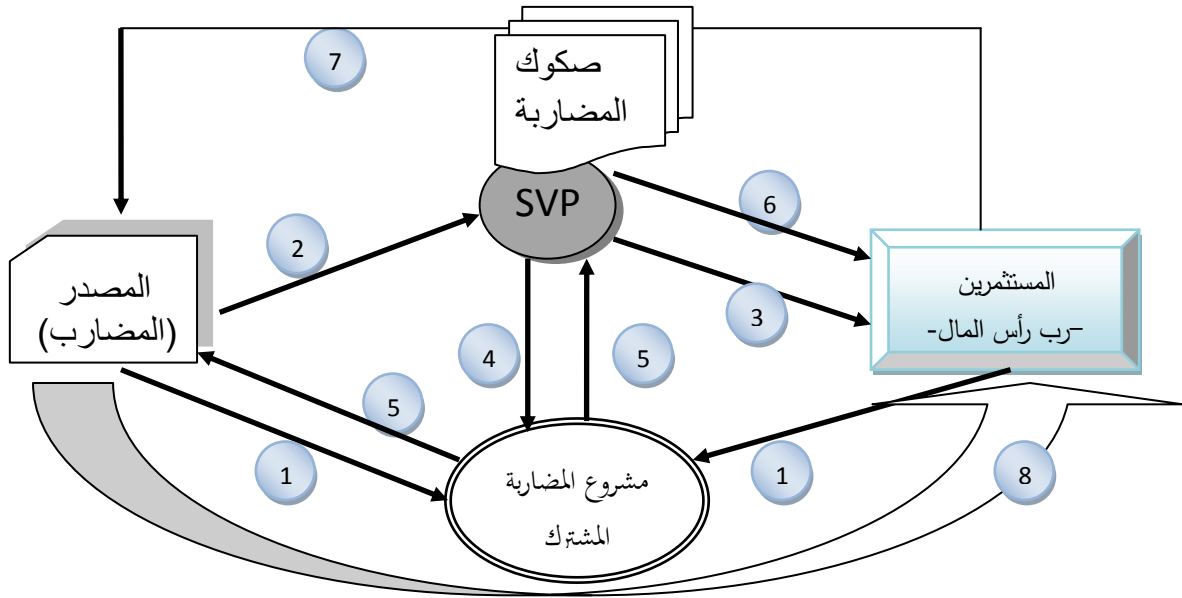
- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :29-30 .

الفصل الثاني:.....الصكوك الإسلامية: خواطها الشرعية وأهميتها الإقتصادية

- 3) تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك مضاربة متساوية القيمة وتطرحها للإكتتاب من طرف المستثمرين (أرباب المال) على أنهم مالكو رأسمال المشروع.
- 4) تقوم إدارة هذا المشروع ممثلة في الشركة ذات الغرض الخاص، بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني، مع جهة ثانية (المضارب الثاني) عادة الشركة المصدرة من أجل تنفيذ المشروع.
- 5) بعد انتهاء المشروع، تقوم الجهة المنجزة للمشروع (المضارب الثاني) بتقسيم الأرباح المشروع بينها وبين إدارة المشروع على أن تتحصل الجهة المنجزة على أجرة ماقامة به من عمل.
- 6) تقوم إدارة المشروع -شركة ذات الغرض الخاص- بتقسيم الأرباح بين حملة صكوك المضاربة.
- 7) عند وصول أجل صكوك المضاربة وانتهاء المشروع يقوم المصدر(المضارب الأول) بإعادة شراء الصكوك بسعر السوق.
- 8) حصيلة صكوك المضاربة تدفع للمستثمرين لما قدموا من رأس المال.

والشكل الموالي يمثل هيكلية إصدار صكوك المضاربة:

شكل رقم(9): هيكلية إصدار صكوك المضاربة.



المصدر: بالاعتماد على:

-محمد أحمد لال الدين ونور الدين غادمون، الصكوك، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية، - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008ص30؛

- Kuwait Financial house research, sukuk back on truck, Op Cit, p. 6 ;
- Adam Nathif Jama. *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p.391;
- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.29 .

خامسا: هيكله صكوك المشاركة :

يحكم هيكله صكوك المشاركة على حسب العلاقة التي تحكم النتائج المحققة للأصول المستثمرة، وبحسب مساهمة كل طرف من أطرافها بما كان أو عين، فالمشاركة تعني الاشتراك في الربح والخسارة للمشروع الاستثماري كل بحسب مساهمته.

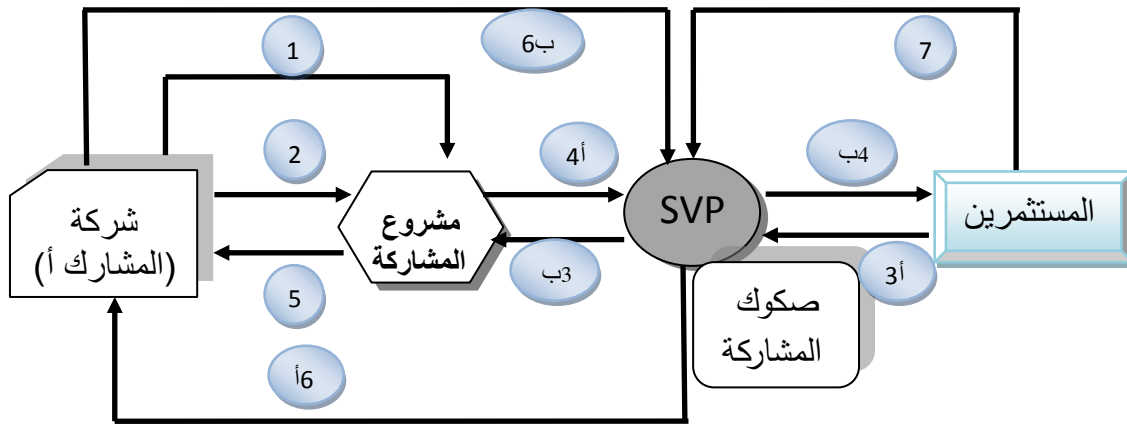
وتتم هيكله إصدار صكوك المشاركة في سوق الأوراق المالية وفق الخطوات التالية¹:

- 1) تنشأ الشركة(المصدرة أو المشارك) لشركة ذات الغرض الخاص تنوب عنها في إصدار الصكوك.
- 2) تقدم الشركة (المصدرة أو المشارك أو المنحزة لمشروع المشاركة) حصتها العينية أو المالية لمشروع المشاركة.
- 3) تقدم الشركة ذات الغرض الخاص مساهمتها المالية نقدا لمشروع المشاركة، يعني حصيلة إصدار صكوك المشاركة المتحصل عليها من طرف المستثمرين.
- 4) تتحصل الشركة ذات الغرض الخاص على مبلغ الأرباح المحققة من مشروع المشاركة دوريا، لتقوم بتوزيعها على المستثمرين، وبحسب هذا المبلغ على أساس معدل فائدة ثابت أو متغير مثل EIBOR،LIBOR مضافا إليها نقطة مئوية معينة.
- 5) تتحصل شركة المشاركة على أرباح المشاركة بالإضافة إلى أتعاب تسييرها للمشروع المشاركة.
- 6) تبيع الشركة ذات الغرض الخاص لحصة المشاركة في مشروع المشاركة للشركة المصدرة للصكوك، على أن تدفع هذه الأخيرة حصيلة شراء المشروع الجاهز بسعر السوق أو بحسب ما جاء نصه في نشرة الإصدار.
- 7) بعد انتهاء أجل العقد في التاريخ المحدد في نشرة الإصدار، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة شراء صكوك المشاركة (أصول المشاركة) بسعر السوق أو بحسب ما جاء نصه في نشرة الإصدار، وتبيعها للشركة المصدرة للصكوك وتنتهي عملية التصكيك وتحل الشركة ذات الغرض الخاص .

والشكل الموالي يمثل هذه العملية.

راجع :
¹ Malaysia International Financial Centre, sukuk structure, available at: www.mifc.com/index.php?ch=menu know icm sukuk&pg=menu know icm sukuk&ac=16/01/2012;
-Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, 2nd Banking and Finance International Conference, Lebanese American University, Beirut, 23rd – 24th February 2006.pp :10-11;
- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :.21-22.

شكل رقم (10): هيكله اصدار صكوك المشاركة



- المصدر:
- Malaysia International Financial Centre, sukuk structure, available at: www.mifc.com/index.php?ch=menu_know_icm_sukuk&pg=menu_know_icm_sukuk&ac=> 16/01/2012.
 - Kuwait Financial house research, sukuk back on truck ,Op Cit, p.6 ;
 - Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, 2nd Banking and Finance International Conference, Lebanese American University, Beirut, 23rd – 24th February 2006.p11;
 - Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p 21.

سادسا: هيكله صكوك الإستثمار:

هذا النوع من الهيكله، يستعمل في الإستثمار المباشر لمجموعة من الأصول لطابعها المختلط (أعيان ومنافع)، وهذا لإحتوائها لأصول مالية تعتمد على المراجحات وأخرى مثل الإجارة والمشاركة وغيرها، في مجموع الأصول المراد تصكيكها، كما أن هذه الصكوك يتم تداولها في السوق الثانوية.

وتوضح الخطوات التالية هيكله هذه الصكوك¹:

- 1) يقوم المصدر بإصدار صكوك الإستثمار عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص.
- 2) يتعهد المصدر بإعادة شراء الصكوك عند النضج في التاريخ المحدد.
- 3) يدفع حملة الصكوك لمبلغ إصدار الصكوك.
- 4) يدير المصدر للأموال المجمعه من الصكوك نيابة عن حملة الصكوك.
- 5) توزيع العوائد الدورية المتحصل عليها من أصول الصكوك من المصدر الى حملة الصكوك عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص.
- 6) تباع الشركة ذات الغرض الخاص لأصول الصكوك للشركة المصدرة للصكوك، على أن تدفع هذه الأخيرة حصيلة شراء مشروع الإستثمار بسعر السوق أو بحسب ما جاء نصه في نشرة الإصدار.

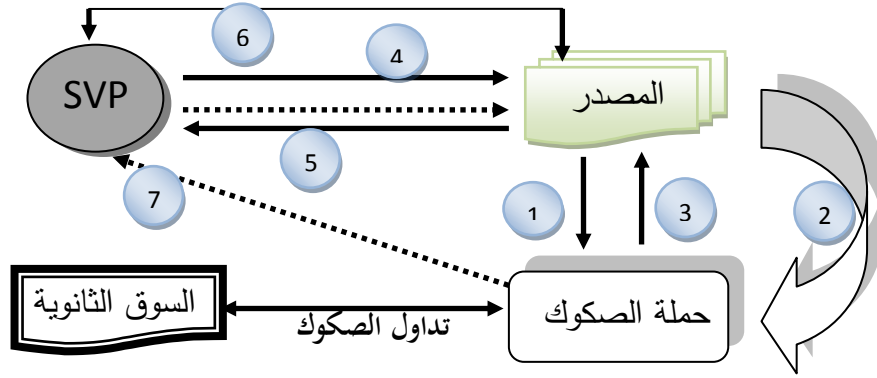
¹ Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p. 7; راجع
- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :.52-53;

الفصل الثاني:الصكوك الإسلامية: خواطما الشرعية وأهميتها الإقتصادية

7) بعد انتهاء أجل العقد في التاريخ المحدد في نشرة الإصدار، تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة شراء صكوك الإستثمار (أصول الاستثمار) بسعر السوق أو بحسب ما جاء نصه في نشرة الإصدار، وتبيعها للشركة المصدرة للصكوك وتنتهي عملية التصكيك وتحمل الشركة ذات الغرض الخاص .

والشكل الموالي يمثل هذه العملية.

شكل رقم(11) : هيكلية إصدار صكوك الإستثمار



-Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p.7;

المصدر:

-Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.52 .

سابعاً: هيكلية صكوك الوكالة بالإستثمار:

كما جاء تعريفها من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها "تمثل مشروع أو نشاط خاص باستعمال مبدأ الوكالة"، عندما يكون وكيل أو تعيين ممثل لإدارة المشروع ممثلاً لحملة الصكوك بصفته وكيل المصدر، فهو مدعو لتلقي مصاريف وأتعاب إدارته، ومن أجل تحقيق أرباح، يدخل الوكيل في عقود أخرى، كالمرابحة والإجارة مع أطراف أخرى. على أن تستثمر محصلات إصدار الصكوك في المشاريع التي تخضع لمبادئ الشريعة¹. ويمكن تلخيص مراحل هيكلية صكوك الوكالة كما يلي²:

- 1) دخول عقد الوكالة حيز التنفيذ، وذلك بحسب العلاقة التي تنشأ بين المستثمر (الموكل) والمصدر (الوكيل).
- 2) دخول المصدر (الوكيل) في عقود أخرى كالمضاربات والمشاركات والإيجارات بحسب شروط معينة، من أجل تحقيق أرباح.
- 3) ينشأ المصدر لشركة ذات الغرض الخاص تعمل على طرح صكوك الوكالة للاكتتاب من طرف المستثمرين.
- 4) تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على حصيلة إصدار الصكوك من المستثمرين، لتحويلها إلى المصدر ليستعمل حصيلتها للدخول في عقود جديدة.

¹ Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p. 8;

²Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :59-60.

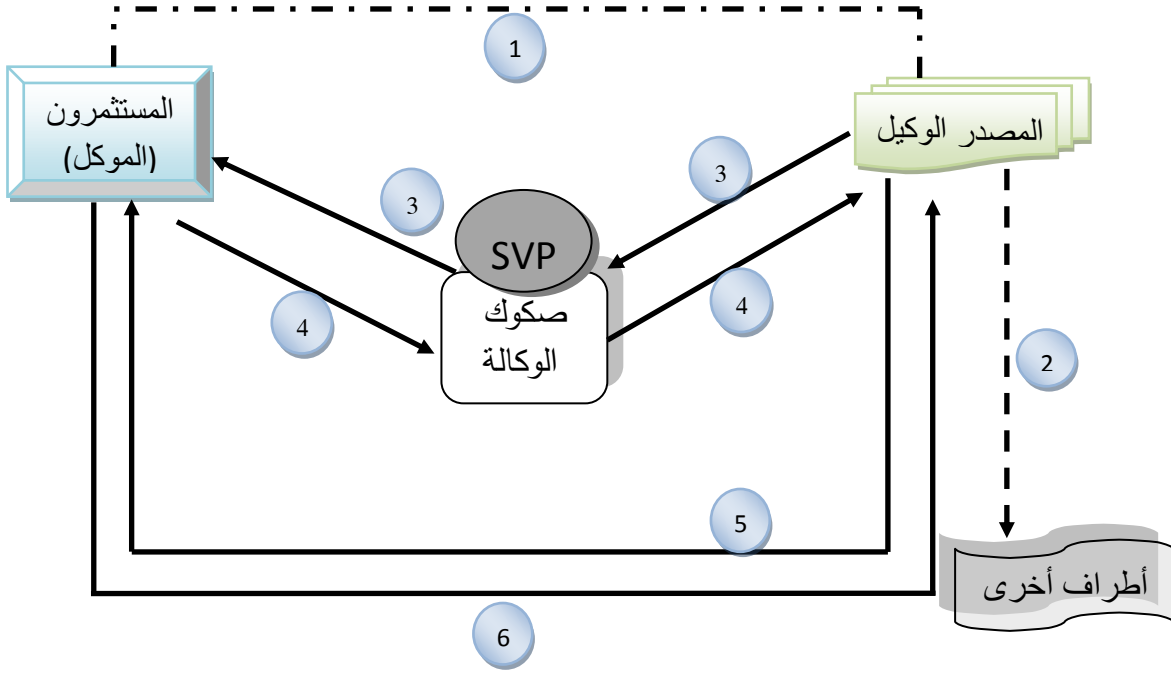
الفصل الثاني:الصكوك الإسلامية: خواصها الشرعية وأهميتها الإقتصادية

5) عند وصول أجل الوكالة، يقوم المصدر بتسديد قيمة صكوك الوكالة إلى المستثمرين، مع عوائد الأموال التي استخدمت في الدخول في عقود جديدة (مراجحات، إجازات).

6) يقوم المصدر بإعادة شراء صكوك الوكالة من المستثمرين عبر الشركة ذات الغرض الخاص وتنتهي عملية التصكيك وتحل الشركة ذات الغرض الخاص.

والشكل الموالي يمثل هذه العملية.

شكل رقم (12) : هيكلية إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار



- Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p 8;

المصدر:

- Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.58.

ثامنا: هيكلية صكوك الإجارة:

مصدر الصك قد يكون بائعا لمنفعة موصوفة في الذمة، تستوفى من عين مملوكة للمؤجر، أو يلتزم بتملكها بعد شرائها وتسليمها للمستأجر في المستقبل، والمكاتبون في الصكوك مشتركون لهذه المنفعة بعقد الإجارة في الذمة، بقصد إعادة تأجير العين التي تستوفى منها هذه المنفعة، بعد قبضها، أو قبل قبضها بإجارة موازية في الذمة، بأجرة أعلى توزع على حملة الصكوك، ويتولى البنك تنظيم الإصدار، وإدارته نيابة عن مالكي الصكوك، مقابل أجر¹.

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص13.

1 - خطوات عملية إصدار صكوك الإجارة: يمكن ذكر خطوات هيكلية صكوك الإجارة كما يلي¹:

1) يحدد المصدر للأصول المراد استخدامها في عملية التصكيك (أو التي سيتم تملكها) لتبيع بعدها الشركة المصدرة للأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص.

2) تصدر الشركة ذات الغرض الخاص صكوك الإجارة، وتمثل هذه الصكوك ملكية حصة متساوية شائعة في ملكية الأصول المراد تأجيرها، ليتم الاكتتاب فيها من طرف المستثمرين.

3) تجمع حصيلة إصدار صكوك الإجارة من طرف الشركة ذات الغرض الخاص وتدفعها نقدا للشركة المصدرة.

4) تقوم في الوقت نفسه الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تأجير الأصول إلى جهة ثالثة (أو إلى الشركة المصدرة بحسب طبيعة عقد الإجارة المراد تحقيقه) لمدة معينة مقابل دفع الإجار.

5) يدفع المستأجر(أو المصدر بحسب طبيعة عقد الإجارة المراد تحقيقه) للأجرة المتفق عليها دوريا إلى الشركة ذات الغرض الخاص، وبحسب هذا الإيجار على أساس مرجعي ممثل في معدل فائدة ثابت أو متغير مثل EIBOR، LIBOR مضافة إليها نقطة مئوية معينة، أو ما تم الإتفاق عليه بين الأطراف في بادئ الأمر، ليتم تحويلها من طرف الشركة ذات الغرض الخاص وتوزيع أرباح الإيجار على أصحابها -المستثمرون- عند كل أجل (شهر، 6 أشهر، في نهاية السنة).

6) عند تاريخ الإستحقاق، وبعد انتهاء مدة الإجارة، يقوم المستأجر بإعادة الأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص على أن تقوم هذه الأخيرة بإعادة بيع الأصول إلى المصدر الأصلي بقيمتها السوقية (أو بحسب الإتفاق الأولي للقيمة الإسمية للصكوك المصدرة أو بحسب القيمة المتبقية للأصول المؤجرة).

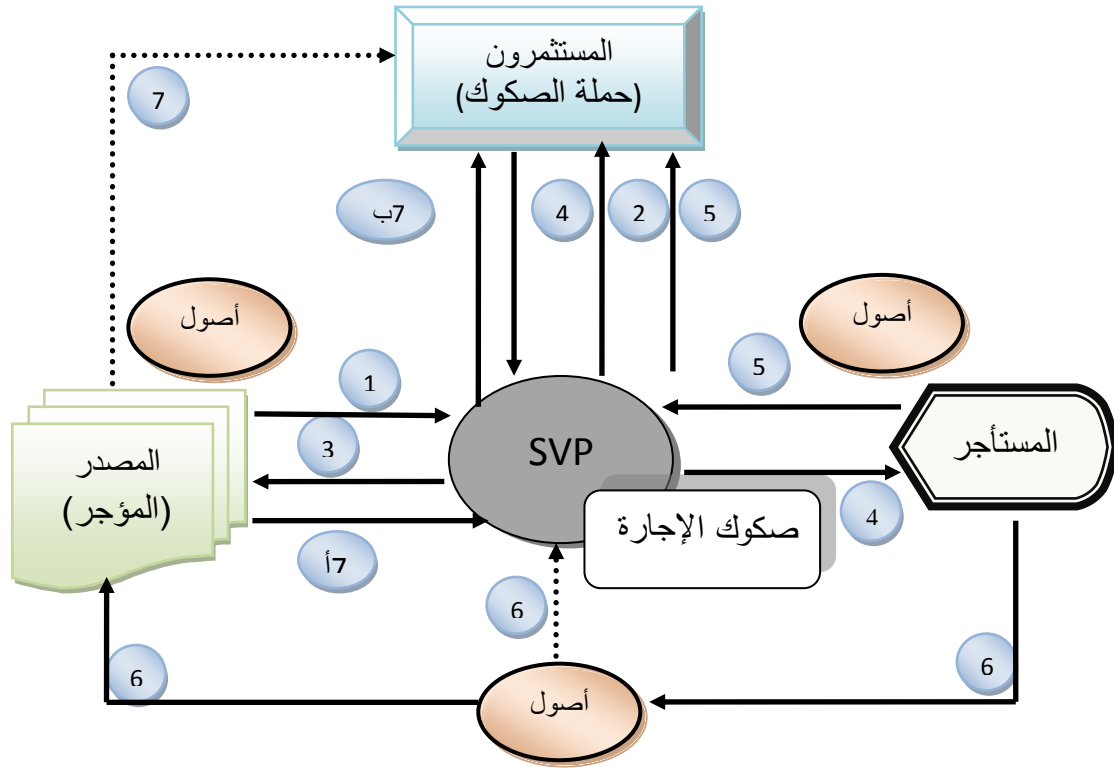
7) أ- تحصل الشركة ذات الغرض الخاص على أموال الأصول المعاد بيعها للشركة المصدرة.

7) ب- في الحين نفسه، تستخدم الشركة ذات الغرض الخاص، حصيلة بيع الأصول للوفاء بالقيمة الصكوك إلى المستثمرين، وتنتهي عملية التصكيك وتحل الشركة ذات الغرض الخاص.

والشكل الموالي يمثل هذه العملية.

راجع: ¹ Adam Nathif Jama. Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries. Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p384 -Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, 2nd Banking and Finance International Conference, Lebanese American University, Beirut, 23rd – 24th February 2006.pp :10-11; -Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Salwa Amirah Awang **Development of Sukuk Ijarah in Malaysia**, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol. 8 No. 2, Apr - Jun 2012 , p.96; - Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.p :14-15.

شكل رقم (13) : هيكلية إصدار صكوك الإجارة.



- المصدر:
- Adam Nathif Jama. Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries. Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005, p.384;
 - ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009, p.46;
 - Kawait Financial House Research, sukuk back on truck, kuala lumpur, 2010, p. 5;
 - Ali Salman Syed, islamic capital markets : developments and challenges, occasional paper, n 9, IDBG, IRTI. Jeddah,2005, p.32;
 - Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, 2nd Banking and Finance International Conference, Lebanese American University, Beirut, 23rd – 24th February 2006.p9;
 - Abdul Rais Abdul Majid, development of liquidity management instruments: challenges and opportunities, International Conference on Islamic Banking: Risk Management, Regulation and Supervision Jakarta Indonesia, Sept 30- to October 3, 2003, p.21;
 - Shamsher Mohamada , Taufiq Hassanb, and Adesina-Uthman Ganiyah, Exigency for Sukuk Bonds Financing: Issues and Discussions , Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1666103/16/01/2012>;
 - Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Salwa Amirah Awang, Development of Sukuk Ijarah in Malaysia, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol. 8 No. 2, Apr - Jun 2012 , p.97;
 - Dubai International Financial Centre, Dubai International Financial Centre : Sukuk Guidebook, dubai UAE, NOV 2009, p.14

2 - أهداف إصدار صكوك الإجارة: ومن أهداف هذا الإصدار تتمثل في أهداف كل من المستثمر والمصدر¹ :

- بالنسبة للمستثمر: شراء صك ذو أجل محدد بمبلغ محدد وعائد محدد، ومخاطر محددة، بمخاطر عدم الوفاء بقيمة الصك في الأجل لكنها مضمونة بملكية الأصل موضع التصكيك.
- بالنسبة للمصدر: الحصول على سيولة لم تكن متوفرة من قبل للأصول بضمان هذه الأخيرة (قد يكون الأصل مبنى إدارة، قطعة أرض، مصنع، مطار، ميناء...).

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سابق، ص 13.

المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية: أهميتها الاقتصادية، ضماناتها ومخاطرها

شهدت في الآونة الأخيرة الصكوك الإسلامية اهتمام الكثير من الدول والحكومات، وزادت أهميتها بالنسبة للمستثمرين والمصدرين وهذا لما تقدمه من مزايا وفوائد، مما يدل على الدور الإيجابي الذي ما فتئت تقدمه الصكوك في الميدان الاقتصادي، رغم مدتها الزمنية القصيرة للمتعاملين في حقلها.

وللاستثمار في الصكوك الإسلامية، اجتهد مصدروها على توفير بعض الضمانات لتحفيز المستثمرين على امتلاكها، كما أنها لا تخلو من المخاطر، باعتبارها أصولاً تم تصكيكها، وقمنا بتقسيم هذا المبحث الى مطلبين اثنين:

المطلب الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية **المطلب الثاني: ضمانات الصكوك الإسلامية ومخاطرها**

و يمكننا أن نستهل بمعرفة الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية، وذلك من خلال المطلب الأول.

المطلب الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية

شهدت الصكوك في الآونة الأخيرة لنمو كبيراً وتزايداً في حجم إصداراتها، ومع ما تمثله من أداة مالية حديثة النشأة، كان لها الأثر الإيجابي على اقتصاديات الدول والحكومات والشركات والمؤسسات المالية، وهذا لدورها وأهميتها في تفعيل وتنشيط دواليب الاقتصاد وتوفيرها للسيولة اللازمة لمصدريها، مما جذب إليها مختلف المستثمرين والمصدرين والحكومات، للاستفادة من مزاياها ورواجها بين مختلف الأطراف الاقتصادية، وجعلها أداة من أدوات السياسة الاقتصادية للدولة، ونستعرض في هذا المطلب للدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية وكذا أنواعها في الفرعين الآتيين:

الفرع الأول: الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية **الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية لأنواع الصكوك**

الفرع الأول: الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية

تهدف مؤسسات القطاع العام والخاص، التي تنتج سلعا ذات أهمية اقتصادية أو اجتماعية، بإصدار صكوك لجمع رؤوس الأموال واستخدامها في تمويل احتياجاتها، أو توسيع نطاق نشاطها، وتتيح هذه الصكوك لحملةها المشاركة في أرباح شركات القطاع العام أو الخاص، كما تتيح لهم مرونة كافية من خلال القدرة على تداول الصكوك في السوق الثانوية، كما أن لها أهمية للإقتصاد الكلي وبالنسبة للمصدر وبالنسبة للمستثمرين. ويمكن تمييز الأهمية الاقتصادية وفق الآتي :

أولاً: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي:

توفر الصكوك لفرص عديدة لمصدرها وهذا لما لها من ميزات تشجع الاستثمار فيها وأهميتها تبرز من خلال¹:

1 - تساعد عمليات التصكيك في الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر التمثال بين آجال الموارد واستخداماتها.

2 - يضاعف التصكيك من قدرة الشركات على تسهيل أصولها، أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، بالإضافة لتنويع مصادر التمويل² متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية، وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق الأموال.

3 - يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال، لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية Off Balance Sheet، فالتصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية والحد منها، بالنسبة للبنوك والمؤسسات المالية Proper Risk Management، وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة، بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجود ضمن خارطة أصول الشركة كلها.

4 - يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية وتعزيز مراكزها المالية، وذلك لأن عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج إلى تكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها، كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر³. فالتصكيك يتيح لإمكانية منح التمويل اللازم، وتسهيل الحصول على السيولة ثم تحريكها واستبعادها من الميزانية العامة للشركة أو المؤسسة خلال فترة قصيرة، وبالتالي فالتصكيك يزيد من نشاط المنشأة دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.

ثانياً: أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين:

تتمثل أهمية التصكيك للمستثمرين في عديد الفرص التي توفرها وهذا في الجوانب التالية :

1 - تصكيك أصول الشركة أقل تكلفة مقارنة بالاقراض المصرفي، وذلك بسبب قلة الوسطاء من ناحية العمولة الممنوحة، وقلة المخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة، لكونها مبنية ومدعومة بأصول موجودة حقيقة.

2 - تتميز عملية تصكيك الأصول بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة، بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة، بالإضافة إلى المساعدة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا لا يتوفر للصكوك المصدرة للشركات الأخرى⁴.

¹ فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص11.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية، مرجع سابق، ص69

³ فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص11.

⁴ عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص33.

3 - تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة بباقي الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية، السندات ذات الآجال القصيرة) وإنخفاض مخاطرها. كما يوفر التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات، بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم واسترداد أموالهم¹ بصورة مريحة، وتعود عليهم بعوائد مجزية.

4 - للصكوك الإسلامية تدفقات يمكن التنبؤ بها **Predictable Cash Flows**، أي أن العائد أو الربح يمكن حسابه.

ثالثا: أهمية الصكوك بالنسبة للاقتصاد الكلي:

للصكوك الإسلامية مزايا عديدة في الاقتصاد الكلي، ويمكن ابراز ذلك من خلال:

1 - مزايا الصكوك العامة بالنسبة للإقتصاد الكلي: فقد كان من أهم مزاياها ما يلي:

أ - **مزايا من جهة الأسواق المالية:** التوسع في استخدام الصكوك يؤدي إلى تدعيم وتنشيط وتنمية الأسواق المالية. فتزيد عمليات التصكيك من كفاءة الأسواق المالية، وذلك بإزدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية²، لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه، حيث تزداد كميات التداول بالشراء والبيع لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية، تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الإحتياجات التمويلية والإستثمارية.

كما تؤدي الصكوك دورا مهما في تنويع مخاطر المحافظ الإستثمارية³، فمن المعلوم الأهمية الكبرى لتنويع المخاطر في المحافظ الإسلامية الكبيرة، مثل المحافظ الإستثمارية لمعاشات التقاعد، المؤسسات العامة للتأمينات الاجتماعية، وغيرها، والعمل على المزج بين السندات والأسهم مما كان محل تحفظ لكون السندات ربوية، فجاءت الصكوك لتحل محل هذه الأخيرة لتكون حلا ناجحا في هذه المحافظ وتحقيق الهدف الإستثماري للمشروع تبعا.

بالإضافة أن عملية التصكيك تساعد في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل⁴ (اللاوساطة

المالية) **Disintermediation**.

ويمكن للصكوك أن تؤدي دور فعال في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية بتوفير أداة مالية يمكن تداولها وفق الضوابط الشرعية وتكون بديلا للأوراق المالية التقليدية، فضلا عن السيولة التي يمكن أن توفرها للأفراد أو المؤسسات المالية المصرفية الإسلامية، وما ينتج عنه من حركية في طلب وعرض هذه الأدوات بمختلف أنواعها ويطور سوقها.

ب - مزايا من جهة النمو الاقتصادي:

تساعد عملية التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي **GDP** دون الحاجة لاستثمارات إضافية. كما أن تمويل المشروعات الكبرى في مجال البنية التحتية الأساسية كالطاقة، الاتصالات والمواصلات عن طريق إصدار الصكوك، واستخدام حصيلتها

¹ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص9.

² عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص37.

³ حامد بن علي ميرة، مرجع سابق، ص5.

⁴ فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص13.

الفصل الثاني:.....الصكوك الإسلامية: خوارطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية

لتأسيس الشركات التي تقوم بتنفيذ تلك المشروعات¹، وبالأخص المشروعات ذات الآجال الطويلة والمردود القليل، مما لا تطيقه المؤسسات التجارية والمصرفية كالبنوك.

تساهم الصكوك الإسلامية في زيادة الاستثمارات الحقيقية بتخصيص الموارد المالية الملائمة، من حيث الآجال المطلوبة ودرجة المخاطرة ونوعية القطاعات وطريقة التمويل المناسبة².

وكون انتشار صناعة الصكوك، من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات تأخذ هذه الصناعة وتدعمها وتعمل على تطويرها وفق مقتضيات العصر، وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، ومن أمثلة هذه المؤسسات قيام شركات ذات الغرض الخاص، ووكالات التصنيف الإسلامي Islamic Rating Agency، وهيئات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك والاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بعملية التصكيك.

ج - مزايا من جهة الاقتصاد العالمي:

مسايرة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل العالمي بغرض إرضاء المستثمر المحلي، بدلا من توجيهه نحو الخارج وتأثير ذلك على ميزان العمليات الرسمية. واستقطاب للاستثمار الأجنبي باصدار الصكوك بالعملة المحلية أو بعملات دولية، مع إمكانية الوصول بفكرة صكوك الاستثمار الشرعية إلى مستوى التداول العالمي، حيث أصبح العالم كالبند الواحد في الانتقال السهل وتربط المصالح.

د - مزايا من جهة تعزيز بنية الاقتصاد الإسلامي:

تساعد الصكوك على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظريا وعمليا، فأما نظريا فهي استكمال حلقات الإقتصاد بجانب البنوك وشركات التأمين الإسلامي، وأما عمليا فإن وجودها يساعد على رفع الحرج الديني عن المستثمرين³، وتوفير لأداة استثمار إسلامي.

والصكوك أداة استثمارية فاعلة لاستيعاب فوائض الأموال، بالاستخدام المكثف لعمليات التصكيك، ووضع أسس البنية التحتية لجعل الاقتصاد المحلي مركزا ماليا مرموقا وبأدوات أكثر جاذبية، وتسمح للجمهور بالاستثمار في مجالات واسعة، وتوظفها في مشاريع تنمية بناء⁴، وذلك بتوفير المناخ الملائم لقيام سوق مالية إسلامية وما يتبع ذلك من استقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز المصرفي واجتذاب للأموال الباحثة عن الاستثمار الحلال، لاسيما أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة⁵.

وتستعمل الصكوك كإطار ملائم لإدارة السيولة الفائضة لدى البنوك الإسلامية بصفة خاصة، والبنوك التقليدية بصفة عامة، ويعد مركز السيولة العالمي ومقره البحرين أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تلعب هذا الدور.

¹ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص45.

² عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص37.

³ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص69.

⁴ حامد بن علي ميرة، مرجع سابق، ص6.

⁵ عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، يونيو 2009، ص 08.

2 - مزايا الصكوك المركزية (الحكومية) بالنسبة للإقتصاد الكلي:

تستخدم الصكوك الإسلامية من طرف الحكومات ويطلق عليها الصكوك المركزية، وتصدر من طرف وزارة المالية أو من ينوب عنها عادة البنك المركزي¹.

أ - خصائص الصكوك المركزية : وتتميز بالسمات التالية²:

- يصدرها البنك المركزي في الدولة، ويتم بيعها للجمهور والبنوك.
 - توضع حصيلتها كودائع استثمارية لدى البنوك الإسلامية.
 - قابليتها للتملك والتداول، إذ كون حصيلتها سوف تستثمر في أنشطة معينة.
 - تأسيس البنك المركزي لهيئة خاصة تمثل مصالح حملة الصكوك.
- ويتضح أن الصكوك المركزية يمكن أن تكون قصيرة الأجل كأداة نقدية جديدة، تستخدم لنقل الأموال فيما بين البنوك لفترات قصيرة، كما أنها أدوات مالية جيدة لجمع الأموال واستثمارها، من خلال مؤسسات التمويل الإسلامي، وبذا يحقق استثمار حصيلة الصكوك مردوداً تنموياً جيداً.

ب - مزايا الصكوك المركزية:

- من شأن استخدام الصكوك المركزية أن تبرز تبني الدول لسياسة نقدية أقل تعقيداً للائتمان، من خلال إصدارها وبيعها وشرائها، ويتم ذلك بوضع للمتطلبات القانونية لنسبة الصكوك الواجب الاحتفاظ بها من طرف المؤسسات المصرفية وغير المصرفية³.
- تعتبر الصكوك المركزية إحدى الأدوات الفعالة لمعالجة عجز الموازنة العامة، والتي يمكن أن تعتبر بديلاً شرعياً ناجحاً في كثير من الدول، التي تلجأ للإقتراض بإصدار سندات الخزينة، وما يجره ذلك من تراكم الديون مع فوائدها⁴.
- تنوع وزيادة موارد الدولة بتوفير السيولة اللازمة لتحريك دواليب اقتصاد الدولة، باعتمادها على تمويل مستمر وحقيقي ممثلة في الموارد الموجودة أصلاً في الدورة الإقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية⁵.

¹ معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص 43.

² المرجع السابق، ص 43.

³ عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص 39.

⁴ وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف حجي، مرجع سابق، ص 927.

⁵ نادية أمين محمد علي، مرجع سابق، ص 999.

- الصكوك المركزية أداة فاعلة للتعامل بين البنوك الإسلامية والبنوك المركزية، وذلك باستخدام اتفاقية البيع والشراء قصيرة الأجل المعروفة عالمياً بالريبو* (Repo) ، وعليه، فإن التوسع في إصدار الصكوك المركزية وتفعيل استخدامها، يعد نقلة كبيرة في تعامل البنوك المركزية مع المصارف الإسلامية، لأن هذه الأخيرة ستكون قادرة على الاحتفاظ بالصكوك المركزية، ويسهل ذلك إدارة السيولة لديها¹.

3 -أسباب استخدام الصكوك في السياسات التنموية

تعود أسباب الاعتماد على الصكوك الإسلامية من طرف الحكومات والشركات، بصفة متزايدة لتمويل المشروعات التنموية، لعدة أسباب نذكر منها²:

أ - توسع رقعة الحلول المقدمة من طرف المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة، التي تواكب احتياجات قطاعات واسعة من مستثمرين، سواء الحكومات أو الشركات.

ب -الدعم الحكومي، سواء بالتشجيع من خلال القوانين المنظمة للصكوك الإسلامية وبالأخص في البلدان التي بها أسواق مالية تتعامل في أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أو من خلال إصدارها بواسطة البنوك المركزية والمساهمة في تغطيتها، وذلك لكونها إحدى أدوات تطوير أسواق المال. وفي وجود لهيئات رقابة شرعية ضمن هيكلية إصدار هذه الصكوك تضمن سلامة إجراءاتها بما يتوافق ومصالح المستثمرين بها.

ج - وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية والممارسات ذات الطبيعة المنظمة، التي تنظم إصدار هذه الصكوك والتعامل فيها (معايير الصكوك الإستثمارية AAOIFI)، ووجود المؤسسات المالية الوسيطة القادرة على القيام بأعمال التصكيك، إلى جانب توفر المكاتب التي تقدم خدمات المحاسبة والمراجعة والاستشارات المالية والفنية اللازمة.

د - زيادة الاحتياج لرأس مال كثيف لتمويل المشروعات التنموية الكبرى، مثل مشروعات الطاقة والبتترول والغاز الطبيعي ومشروعات التشييد والإعمار العقاري الكبرى، وهنا يأتي دور الصكوك كإحدى أكثر الأدوات المالية فاعلية وكفاءة في يد الحكومات لمواجهة الإنفاق العام³.

هـ - دخول البلدان الغير إسلامية في سوق إصدارات إسلامية كولاية سكسوني انهالت الألمانية بإصدار سيادي لصك إسلامي بقيمة 100 مليون أورو، وكذلك العديد من الشركات في كل من بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان. بالإضافة إلى البنك الدولي في عام 2005 بحجم 200 مليون دولار.

*اتفاقيات البيع وإعادة الشراء قصيرة الأجل، الريبو، هي عبارة عن قروض قصيرة الأجل تستخدم فيها سندات الخزينة أو أي أصل مالي آخر كضمان يتلقاه المقرض إذا لم يسدد المقرض القرض، على أن يسدد المقرض في تاريخ الإستحقاق لئمن أعلى مقابل إعادة شراء هذه الأصول المالية من عند المقرض. راجع: <http://en.wikipedia.org/wiki/Repo>

¹ حامد بن علي ميرة، مرجع سابق، ص5.

² فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق، ص21.

³ عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص40.

و - زيادة حجم الطلب على الإصدارات الجديدة من الصكوك الإسلامية، يوفر لأدوات مهمة لإدارة السيولة ودعم الربحية للمؤسسات، سواء مصرفية أو اقتصادية، المتعاملة في هذه الصكوك¹. وبالأخص الدول المصدرة للنفط، وما نتج عنه من تراكم الفوائض النقدية العربية بعد الطفرة النفطية (2000-2007).

ز - تنامي الوعي المالي في أوساط المستثمرين سواء على مستوى الشركات أو الأفراد، بسبب سرعة وتيرة الإتصال بين الأسواق المالية الدولية، إضافة إلى عوامل العولمة المالية وضعف القيود أمام حركة الأموال، كل هذه العوامل أسهمت في تكوين وعي مالي مناسب في الأوساط العربية والإسلامية، مما ساعد في سرعة استحابة المستثمرين لموجة التصكيك. في ظل تأسيس لمؤشرات في بلدان أجنبية لقياس مؤشر أداء الصكوك العالمية المتوافقة مع أحكام الشريعة، مثل مؤشر داو جونز سيتي غروب للصكوك والذي أطلق في ذروة نمو هذه السوق في 2006.

ح - استعمال الصكوك الإسلامية كوسيلة للتوزيع العادل للثروة، فهي تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق أوسع دون أن تكون محتكرة على فئة معينة من الأغنياء². وتستخدم الصكوك في تمويل الإنفاق الاجتماعي والخيري بما يسهم في استدامة التنمية الاجتماعية في البلدان الإسلامية، مثل صكوك الوقف وصكوك القرض الحسن.

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية لأنواع الصكوك الإسلامية

كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية يؤدي دورا في المساهمة في نمو الاقتصاد وأثره الفعال في التنمية الاقتصادية التي تشمل جميع جوانب الاقتصاد-تجارية، وصناعية، وخدمانية-، وسنقوم بتوضيح أهمية كل نوع من الصكوك الإسلامية في النقاط المبينة أدناه:
أولا: أهمية صكوك المشاركة:

تعتبر صيغة المشاركة من أفضل صيغ التمويل الإسلامي لفعاليتها في عمليات التمويل، حيث تتعامل أكثر البنوك ومؤسسات التمويل والشركات الاستثمارية بهذه الصيغة، ولصكوك المشاركة دور هام في الحياة الاقتصادية، وذلك لكونها³:

- 1 - تعتبر صكوك المشاركة الصيغة المفضلة في التمويل المتوسط أو طويل الأجل، وذلك لأنها تتغلب على مشكلة انخفاض قيمة العملة، خصوصا في البلدان التي تعاني من انخفاض قيمة عملتها مقابل العملات الصعبة باستمرار.
- 2 - يمكن للدول أن تصدر صكوك المشاركة لسد العجز في ميزانيتها، واستثمار حصيلتها في المشاريع المدرة للدخل أو الإيراد مثل محطات الطاقة الكهربائية، والموانئ، وغيرها، حيث لا ترتب هذه الصكوك على الدولة التزامات ثابتة تجاه الممولين، لأنها تقوم على مبدأ المساهمة في الربح والخسارة.

¹ محمد علي التسخيري، الصكوك المعاصرة وحكمها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص1.

² المرجع السابق، ص1.

³ راجع: أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص: 128-129.

ثانيا: أهمية صكوك المضاربة:

تتأتى أهمية صكوك المضاربة من أنها :

- 1 -تطرح في مجالات التمويل الكبير والطويل الأمد الذي تحتاجها المشاريع الاقتصادية الكبرى، والتي تعبر عن صيغة إسلامية متطورة تستوعب القدرات الإقتصادية الكبيرة القائمة في مجتمعنا والمحجمة عن التعامل بالسندات الربوية.
- 2 صيغة إسلامية تزواج بين أصحاب رؤوس الأموال وذوي الخبرات الاقتصادية، الذين لا يملكون المال، فالمال والخبرة هما جناحا العملية التنموية.
- 3 -تمكن الحكومات أن تمول العجز في ميزانيتها، عن طريق إصدار صكوك المضاربة في المشروعات الاستثمارية التي تعود عليها بالربح¹، فعندما تقوم الحكومة بهذا النوع من المشروعات، يمكن لها أن تمولها على أساس المضاربة بحيث لا يشارك أصحاب الأموال في اتخاذ القرار الإداري والاستثماري للمشروع، وتبقى الإدارة بيد السلطة الحكومية. ومن أمثلة ذلك، أن تقوم الحكومة بإنشاء محطة جديدة لتحلية المياه وتمويلها بإصدار صكوك المضاربة، أو في توسيع المحطة الحالية، بحيث تجسد قيمة المحطة الحالية رأس مالها يضاف إلى قيمة صكوك المضاربة الجديدة اللازمة لتوسيعها، ليشكل المجموع رأس المال الجديد للمحطة، فتكون المضاربة الجديدة خليط بين مال المضارب (حملة الصكوك) مع مال المضاربة².

ثالثا: أهمية صكوك الإجارة:

تعد صكوك الإجارة من أهم أساليب التمويل الإسلامية نظرا لما تتمتع به من مزايا، إذا ما قورنت بكل من التمويل التقليدي وأشكال التمويل الإسلامية الأخرى، كالمضاربة والمراجعة، وتتمثل أهميتها في³ :

- 1 -مناسبتها لتمويل الأصول الثابتة، حيث يستفاد من منفعتها مقابل مبلغ الإيجار دون تحمل نفقات الصيانة ومخاطر الملكية من هبوط في الأسعار وما إلى ذلك.
- 2 -يمكن استعمال صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل كثير من المشروعات والنفقات الحكومية، فيمكن تمويل مثلا آلات مصنع للأجهزة الإلكترونية، أو شاحنات شركة لنقل البضائع، ويمكن كذلك استخدام صكوك التأجير في تمويل أصول ثابتة لا يقصد بها الربح من استعمالها، سواء كان استعمالها في قطاع الخدمات الحكومية مثل مراكز البحث العملي، أو في قطاع خيري تبرعي.
- 3 -يمكن إصدار صكوك التأجير لتمويل إقامة مشروعات ذات النفع العام، التي لا ترغب الحكومة في إقامتها على أساس الربح، لمصلحة عامة كتمويل بناء الجسور، المطارات والموانئ، وغيرها من مشروعات البنية التحتية.

رابعا: أهمية صكوك المراجعة :

ومن الأهمية بمكان أن هذه الصكوك قادرة على توفير التمويل لأفراد المجتمع والحكومات، الأمر الذي تنعدم معه الحاجة إلى تمويل بالفائدة، الذي وقف في الوقت الراهن أمام التنمية الإقتصادية الإسلامية، إذ أنه بإمكان هذه الصكوك الشرعية تمويل متطلبات التنمية، كالأدوات الإنتاجية اللازمة للزراعة والصناعة ومدخلاتها من مواد خام ومستلزمات الإنتاج، واستيعاب كافة الاحتياجات

¹ وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف حجي، مرجع سابق، ص910.

² منذر القحف، تمويل العجز في الميزانية العامة من وجهة نظر إسلامية، نشرات البنك الإسلامي للتنمية، 2000، ص15.

³ منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سابق، ص12.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية: خواطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية

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 المراجعة¹.

ويمكن لصكوك المراجعة أن تسهل على الدولة تمويل بنود الميزانية المتعلقة بشراء السلع والمستلزمات والمعدات ووسائل النقل عن طريق المراجعة مع البنوك الإسلامية وغيرها.
خامسا: أهمية صكوك السلم:

يمكن إصدار صكوك السلم من خلال الدخول في عقود بيوع الآجل، خصوصا فيما يتعلق بالمعادن أو المنتجات الضرورية كالقمح، كما يمكن استخدامها في تمويل المشاريع البتروكيمياوية، من خلال إعطاء مبلغ تمويل كقيمة لمنتج تنتجه الشركة على أساس أن يكون تسليم المنتج بعد الفترة المحددة.

بالإضافة إلى أن هذا النوع من الصكوك يمكن الاستفادة منها في تمويل المشاريع العقارية، وحدات سكنية، وبعد استلام تلك الوحدات تتولى الجهات المصدرة للصكوك عرضها للبيع بالتقسيط.

كما تعتبر صكوك السلم بديلا إسلاميا لسندات الخزنة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة، لسد الإحتياجات العاجلة لمتطلبات الإنفاق، حيث يقوم بموجبها البنك المركزي، بصفته مديرا لمحفظة صكوك السلم الإسلامية، بشراء أصول (نפט، ألنيوم، حديد منتجات زراعية...)، بكميات مضبوطة وخصائص معينة في وقت محدد في المستقبل².

سادسا: أهمية صكوك الإستصناع:

لا يخفى الدور الاقتصادي الكبير لصكوك الإستصناع في الوقت الراهن وما تمثله من أهمية في مجال التمويل، سواء للصانع (المنتج)، أو للمستهلك (المشتري أو المستهلك)، فالقطاع العام أو الخاص يحتاج إلى من يمدّه بالتمويل اللازم، لتمكينه من ممارسة نشاطه الإنتاجي وضمان أسواق واسعة لتصريف إنتاجه، فالحكومة تستفيد من هذه الصيغة في بناء المستشفيات والمدارس والبنية التحتية أو تجديد للأسطول الجوي أو البحري وذلك بطلب من هيئة إدارة صكوك الإستصناع بصناعة هذه السلعة لصالح حملة الصكوك، على أن يتم إعادة بيعها للحكومة التي تقوم بتسليم الثمن على أقساط أو دفعة واحدة³.

سابعا: أهمية الصكوك الزراعية:

يمكن لصكوك المزارعة أن تسهم مساهمة كبيرة في عملية التنمية الزراعية في اقتصاديات البلدان، حيث يمكن لصكوك المزارعة والمغارة والمساقاة توفير المبالغ اللازمة لاستثمار الأراضي الصالحة للزراعة وإعادة تأهيلها، من شق القنوات وبناء السدود، وتوفير وسائل الإنتاج، ويمكن لصكوك المزارعة أن تساعد في توفير الإحتياجات التالية⁴:

أ - تمويل مدخلات الزراعة.

ب - جلب الآليات الأساسية من حفارات وحاصدات وغيرها.

ج - تطوير وتوسيع مجالاتها أفقيا ورأسيا.

¹ أسامة عبد الحلیم الجورية، مرجع سابق، ص 135.

² عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص 43.

³ موسى بلا محمود، مرجع سابق، ص 7.

⁴ أسامة عبد الحلیم الجورية، مرجع سابق، ص: 141-144.

المطلب الثاني: ضمانات الصكوك الإسلامية ومخاطرها

لما تحولت الصكوك من أدوات الاستثمار الحقيقي إلى أدوات التمويل، تماما كما تحولت عقود المشاركات والمضاربات في المؤسسات المالية إلى عقود تمويلية، فإنها تسببت في إثارة قضايا حول مشروعيتها وآلية عملها من حيث ضمان الأصل والعائد، كما أنها محاطة بكثير من أسباب المخاطر، وسيتطرق هذا المطلب للعناصر التالية:

الفرع الأول: ضمانات الصكوك الإسلامية **الفرع الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية**

الفرع الأول: ضمانات الصكوك الإسلامية

ونستعرض لأهم أنواع الضمانات المتفق عليها في مجال إصدار الصكوك، والتي تعتبر كنداير وقائية يمكن لحامل الصك أن تدفعه لشرائها والمطالبة بها، في حالة تعثر سدادها في آجال استحقاقها، وأهمها:

أولا: ضمان الطرف الثالث:

والمراد به صدور الضمان من طرف ثالث، والمقصود به وجود طرف غير طرفي العقد (يختلف عن جهة الإصدار-الإدارة- وعن المشاركين -حملة الصكوك-)، وهذا الضمان وهو في الواقع، تعهد ملزم بتقديم ضمان يعادل قيمة الأصول الإسمية في حالة تعرضها للهلاك مهما كان سببه، أي حتى لو كان ناشئا عن التعدي والتقصير من المدير، إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض¹.

وقد صدر بشأن ضمان الطرف الثالث فقرة خاصة ضمن قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي تحت رقم 30(4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الإستثمار ما نصه: "ليس هناك ما يمنع شرعا في نشرة الإصدار، أو صكوك المقارضة من الحصول على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية، عن طرفي العقد، للتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لتخفيف الخسارة في مشروع معين، على أن يكون إلتزاما مستقلا عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بإلتزامه ليس شرطا في نفاذ العقد، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطالان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بإلتزاماتهم بما"².

إن ضمان الطرف الثالث، غالبا ما يكون من الجهات الحكومية، إذا كان الهدف من هذه الصكوك تمويل مرفق عمومي أو مشروع حيوي.

ثانيا: التعهد بشراء موجودات الصكوك:

يقدم مدير الصكوك (المصدر) على إختلاف أنواعها تعهدا بشراء الصكوك (من حملتها)، ويجري التعهد بالشراء بإحدى القيم الآتية: القيمة السوقية لصكوك محل التداول، أو بالقيمة العادلة أي بتقدير الخبراء لقيمة هذه الصكوك، أو بسعر يتفق وقت تنفيذ الشراء وليس قبله³.

¹ عبد الستار أوغدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقوم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010، ص4.

² قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: قرار رقم 30(4/5) بشأن سندات المضاربة وسندات الإستثمار.

³ عبد الستار أوغدة، مرجع سابق، ص5.

الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية: خواصها الشرعية وأهميتها الإقتصادية

وقد اختلف في جواز هذا التعهد من عدمه، غير أن الحقيقة في عدم فاعلية هذا التعهد في حالة تلف موجودات الصكوك وفقدانها إن وقع (نادرا لا ينفائي وقوع الضمان الممنوع) لكون مجرد صدور هذا التعهد بحد ذاته ممنوع، إذ يخالف أحكام المضاربة أو المشاركة أو الوكالة بالإستثمار التي تحكم علاقة مدير الصكوك بحاملها. وكون حامل الصك مالكا له، فله غنمه وعليه غرمه فهلاكه كليا أو جزئيا أو نقصان قيمته عليه وحده، وهذا هو الذي يحقق معنى الملك الحقيقي في الصكوك الإسلامية¹.

ثالثا: كفالة مدير الصكوك لمن يتعامل معه:

الكفالة من مدير الصكوك شريكا، أو مضاربا أو وكيفا بالإستثمار، بعقد منفصل بالجان لمن يتعامل معه كشركة تنفيذ أو مصدر أو مورد للسلع، جائزة لأن هذه الكفالة لا تستلزم حقيقة، حصول الربح أو حتى ضمان رأس المال حتى تكون ممنوعة، بل هي كفالة طوعية من مدير الصكوك لإلتزام جهة ما تعاقدها².

رابعا: مؤسسات ضمان الإستثمار:

بالإضافة إلى المؤسسات أو هيئات ضمان الإستثمار التقليدية، مثل هيئات الضمان للبنوك، مؤسسات الضمان للإستثمار، هناك المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وتأمين الصادرات التي أنشأها البنك الإسلامي للتنمية، وهي تعمل وفق الشريعة ويمكن الإشتراك فيها لتأمين الصكوك³.

خامسا: تكوين احتياطي مخاطر الإستثمار في الصكوك:

ويتم ذلك بإقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك في نهاية كل دورة إستثمارية، أي بعد إقتطاع المقابل المخصص للإدارة⁴ سواء كان حصة من الربح أو عمولة وكالة، كي لاتسهم الإدارة في الضمان، من خلال هذا الإحتياطي لسد الخسارة المحتملة على الصكوك، وإذا زاد هذا الإحتياطي بشكل كبير قد يخفي الخسارة الكاملة إن حصلت .

سادسا: إسترداد قيمة الصكوك الإسمية بعد إغلاق الإكتتاب وقبل الشروع في الإستثمار:

إن كان يسمح لحامل الصكوك من استرداد قيمة الصكوك الإسمية قبل الشروع في الإستثمار، فهذا لا يعد من قبيل الضمان الممنوع، بل من قبيل العدول على قرار الإستثمار .

سابعا: حق حاملي الصكوك في الإطلاع على سير عملية الإستثمار:

إن من حق حملة الصكوك أن يكونوا على اطلاع دائم بتطورات العملية الإستثمارية، بصرف النظر عن نوعية الصكوك التي يحملونها⁵، وذلك بأن يمثلوا بجهة مستقلة عن الجهة التي تتولى إدارة الصكوك تحقيقا للمصداقية، نظرا لأنهم أصحاب المال والمتضرر الأول في حال وقوع الخسارة. ولا يعد إعطاءهم هذا الحق تدخلا مباشرا في شؤون عملية الإستثمار، التي يتولاها مدير الصكوك مضاربا أم وكيفا للإستثمار، بل من قبيل ممارسة الحق الجائز الذي أعطته الشريعة لرب المال.

¹ حمزة الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص6.

² معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص34.

³ عبد الستار أوغدة، مرجع سابق، ص5.

⁴ المرجع السابق، ص5.

⁵ معبد الجارحي وعبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص35.

ثامنا: التوزيع الدوري للعائد على حملة الصكوك:

معظم الصكوك المصدرة، اكتسبت خاصية توزيع أرباح المشروع بنسبة معينة، مؤسسة على سعر الفائدة LIBOR فإذا زاد الربح الفعلي للإستثمار عن سعر الفائدة، فكل المبلغ الزائد يدفع لمدير العمليات-كحافز على حسن الإدارة- أما إذا كان الربح الفعلي ناقصا من نسبة الفائدة LIBOR، ففي هذه الحالة يلتزم مدير العمليات بدفع الفرق بين الربح الفعلي ونسبة الفائدة إلى حملة الصكوك على أساس قرض بدون فائدة.

ويسترد مدير العمليات هذه المبالغ في الفترات اللاحقة التي تحقق فيه فوائض، وإما من تخفيض ثمن شراء الصكوك عند إطفائها¹.

تاسعا: تبرع الدولة بضمان رأس المال أو الربح:

يمكن للدولة أن تعلن عن إلتزامها بضمان رأس المال أو بنسبة معينة من الربح لحملة الصكوك، وذلك من خلال نص نشرة الإصدار على هذا الإلتزام بإعتباره تبرعا، حيث تقوم الدولة بالتبرع لحملة الصكوك في مشروع معين، يتماشى مع خطط التنمية الإقتصادية.

الفرع الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية

إن الإستثمار في الصكوك الإسلامية، محاط بكثير من أسباب المخاطر التي يجب على كل مصدر ومستثمر أخذها في الحسبان، والنظر إليها بجدية كاملة، لتميزها كباقي الأوراق المالية بسرعة التقلب في أسعارها، انخفاضها وصعودا تارة، وبالغموض تارة أخرى. هذه العوامل وأخرى تجعل من الصعوبة بمكان تحديد مصادر مخاطر الصكوك.

وتتباين هذه المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقا لهيكل الصك، فمخاطر صكوك المراجعة تختلف عن صكوك المشاركة، وصكوك الإستصناع عن صكوك الإجارة، كما تختلف صكوك ذات العقود المركبة عن البسيطة القائمة على عقد واحد². ويمكن إجمال هذه المخاطر إلى قسمين، هما: مخاطر الإستثمار و مخاطر صيغ التمويل الإسلامي.

أولا: مخاطر الإستثمار

وهي المخاطر بأنواعها المختلفة التي تواجهها الإستثمارات، من مخاطر منتظمة، وأخرى غير منتظمة، وأخرى خاصة بمخاطر الإستثمار في الصكوك الإسلامية³.

1 -المخاطر المنتظمة: وهي المخاطر التي تؤثر على السوق بشكل عام، وتتأثر بها جميع الصكوك الإستثمارية، وكذلك

لأسباب سياسية أو إقتصادية أو عوامل بيئية، كما تعرف بالمخاطر العامة أو الكلية.

¹ محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سابق، ص2.

² صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص17.

³ أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص73.

أ - مخاطر السوق:

وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة، حيث ترجع لإتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق، بفعل عوامل إقتصادية أو سياسية أو إجتماعية¹. وتتكون مخاطر السوق إجمالاً من:

- **مخاطر سعر الفائدة:** وتنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات على مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهي تصيب كافة الإستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الإستثمار ذاته، وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة على حالها، كلما إرتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، إنخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على العائد المرجو من الإستثمار.

وبالإعتماد في تحديد العائد عند إصدار الصكوك الإسلامية بصفة غير مباشرة، على معدل الليبور مضافاً إلى هامش ربح معين ففي هذه الحالة يتعرض كل من حملة الصكوك والمصدر لمخاطر إرتفاع أو إنخفاض معدل الليبور، مما يؤدي إلى خسارة طرف وريح طرف آخر.

- **مخاطر سعر الصرف:** ونجد هذه المخاطر في سوق صرف العملات للتعاملات العاجلة أو الآجلة، وتتأثر بها إصدارات الصكوك بعملة معينة وتحصيل عوائدها، وإستثمار حصيلتها بعملات أخرى، تدر دخلاً بعملة تختلف عن العملة الأولى، ففي تاريخ التسديد الدوري لأرباح الصكوك أو التسديد الكلي لقيمة الصكوك، يظهر خطر سعر الصرف مما يترتب عليه خسائر أو أرباح بقدر إرتفاع أو إنخفاض هذا المعدل، إلا إذا وجد مسبقاً في نشرة الإصدار على شروط وكيفية حساب العوائد في حال وجود شراء بعملة وتسديد بعملة أخرى.

- **مخاطر التضخم:** وتنشأ هذه المخاطر نتيجة انخفاض القوة الشرائية للنقود بإرتفاع الأسعار، وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لإنخفاض قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية بإعتبارها ذات عائد متغير في أغلبها، وذات مكونات من النقود وديون وأعيان ومنافع، فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

- **المخاطر الائتمانية:** وتعلق المخاطر الائتمانية بإحتمال أن الأصل المالي (الصكوك) يصبح ملغى أو عدم القدرة على سداده، وهذا راجع إلى إخفاق في تسديده أو تأخير تسويته إلى وقت لاحق.

ب - المخاطر القانونية: تتعرض الصكوك الإسلامية إلى مخاطر قانونية عديدة، نظراً لأن الكثير من النظم والتشريعات في الكثير من الدول هي أنظمة وضعية، مما يجعلها في كثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، لذلك لا بد من مراعاة البيئة التشريعية التي تتوافق مع أحكام الشريعة².

2 - المخاطر الغير نظامية: وهي تلك المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل كبير، وإنما تمس صك إستثماري بعينه لمشروع معين، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف الشركة المصدرة، أو إلى ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

¹ أشرف محمد دوابه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص: 12-15.

² صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 19.

3 -أنواع مخاطر الإستثمار في الصكوك الإسلامية:

من المعلوم أن الصكوك الإستثمارية الإسلامية وثائق متساوية القيمة، تصدر لتمويل نشاط إستثماري معين وفق أحد صيغ التمويل الإسلامية. لذا، فإن هذه الصكوك تمثل أصول مالية ضمن مشروع إستثماري، حيث تختلف المخاطر بإختلاف الأصول المكونة لهذه الصكوك بين الأصول الثابتة والمنقولة والمنافع والخدمات.

الصكوك الإسلامية بإعتبارها تمثل موجودات، تحتوي على خليط من النقود والديون والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، فإنها تتعرض إلى المخاطر التي تواجهها المشروعات الإستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة، نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض إلى العديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي فيما يلي¹ :

أ - مخاطر مصدري الصكوك :

تختلف مخاطر مصدري الصكوك من أفراد، شركات، حكومات، فهم أصحاب فكرة المشروع وهم الذين يتلقون حصيلة الإكتتاب، ثم يدفعون بها للإستثمار في أي مشروع مناسب، وبالتالي في جميع الأحوال، هم أصحاب القرار الأخير في الإستثمار، ولا يشارك فيه حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب المال ولا يقيدهم إلا أحكام عقود التمويل، التي أصدرت بموجبها الصكوك، إضافة إلى شروط نشرة الإصدار، لذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب، ولتجنب هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في إختيار مصدري الصكوك من ذوي الخبرة الإستثمارية².

ب -مخاطر أصول الصكوك:

تتميز الصكوك الإستثمارية الإسلامية بأنها متأتية من أصول غير نقدية، فقد تكون أعيانا أو سلعا تباع وتشترى، وقد تكون عقارات أو وسائل نقل أو معدات، يتم إستغلالها أو قد تكون أنشطة صناعية أو زراعية أو مشاريع خدمية، وإمكانية تعرض هذه الأصول لمخاطر التلف أو الهلاك أو مخاطر إنخفاض قيمتها السوقية، فتعكس بدورها على الصكوك التي تمثل هذه الأصول، مما يؤدي إلى تراجع قيمتها في التداول -إن كان يسمح بذلك- بفعل عوامل العرض و الطلب، أو السياسات الإقتصادية الحكومية وغيرها، وتعد مخاطر أصول الصكوك من أبرز أنواع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الصكوك، بضياح الأصل يؤدي إلى فقدان العائد أيضا³.

ج -مخاطر الذمة المالية لمصدري الصكوك: ويمكن لحملة الصكوك مواجهة خطرين هما⁴:

- **خطر التأخر على الوفاء:** ويحدث هذا الخطر إذا توقع حملة الصكوك، أن العوائد المتفق تسديدها في ميعادها مسبقا، سيتم تأخير دفعها عدة أشهر، وهذا بسبب رغبة المدين في تأخير ذلك لطارئ ما، فإنهم سيصابون بخيبة أمل كبيرة لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، بل أيضا على ثقة المستثمرين في صفقات التصكيك بكاملها.

¹ Ali Arsalan Tariq, managing financial risks of sukuk structures, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of maters of science at LOUGHBOROUGH UNIVERSITY,UK,sept 2004,p.43

² زياد الدماغ، مخاطر الصكوك وطرق معالجتها، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية، التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010،ص5.

³ عبد الستار أبوغدة، مرجع سابق، ص4.

⁴ زياد الدماغ، مخاطر الصكوك وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص6.

- **خطر العجز عن الوفاء:** يعتمد هذا الخطر في وقوعه على الجدارة الائتمانية للمصدر، حيث يعجز المصدر عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس، مما يبرر أهمية دور شركات التصنيف الائتمانية في درء هذا الخطر من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تعطي عند بدء التصكيك، والتي تساعد المستثمرين على توقع هذا الخطر قبل إتخاذ هذا الإستثمار في الصكوك المصدرة، إضافة إلى وجود ضمانات كافية مقابل تلك الصكوك لتعزيز ثقة المستثمرين بها.

فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة المصدر أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد وهذا كله يقع في الأساس، على عاتق الجهة المصدرة للصكوك والمأنحة للإئتمان، ويؤثر ذلك سلبا على عوائدها.

ج -مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية: يعد الإلتزام بالضوابط الشرعية، من أهم خصائص المؤسسات المالية الإسلامية، لذلك مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك، تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها¹. وصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة، فكل هيكل من هياكل الصكوك له ضوابطه الشرعية الخاصة به والتي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراستها وكيفية الحد منها وطرق معالجتها.

د - المخاطر التشغيلية: توجد عدة أخطار تشغيلية خاصة بالصكوك، وإن كانت تتشابه مع تلك الموجودة في السندات التقليدية، كارتباط تلك الأخطار ببيكالية الصكوك². ومن بين تلك المخاطر التشغيلية نجد:

- **خطر تسديد العائد الدوري:** ويقصد به عدم قدرة المصدر على تسديد العائد الدوري للصكوك في ميعاده. فكل تأخير في تسديد العائد الدوري سيخضع إلى تسديد خاص، ويتم تجميعه من طرف شركة الغرض الخاص ليتم الوفاء به أمام حملة الصكوك.

- **خطر إعادة شراء الأصول:** فمصدر الصكوك يمكن له أن يقوم بإعادة شراء الأصول المتعلقة بالصكوك المصدرة من حملتها. وأصل المبلغ الإجمالي المدفوع لحملة الصكوك قد لا يساوي المبلغ الأصلي المدفوع عند الشراء، وهذا ينتج، خطر أن الأصل محل التصكيك لا يفي بقيمته الأولية عند الإصدار.

- **الخطر الخاص بشركة ذات الغرض الخاص:** عادة ما يتم تأسيس شركة ذات الغرض الخاص لتتوب عن الجهة المصدرة والمحولة للأصول لهذه الشركة، وحتى تكون في معزل من إفلاس الشركة المصدرة. غير أن احتمال التعرض لخطر التسوية للشركة المصدرة وشركة ذات الغرض الخاص، حينما تصير للجهة المصدرة قناة تسديد عن طريق بيت التصفية - جهة مخرولة قانونا بتصفية موجودات الشركة في حالة الإفلاس- . وتسدد العوائد الدورية مستقبلا من بيت التصفية. وهذا ما يمكن أن يشكل خطر على حملة الصكوك في انتظار الوقت الكافي حتى يتسنى لهم الحصول على عوائدهم.

- **الخطر المتعلق بالصكوك:** ويمكن أن نسميه بخطر السيولة، وذلك كون حملة الصكوك يتعرضون إلى خطر كبير يتعلق ببيكل الصكوك. فبقدر ما يرحب ببيكلة الصكوك وما قدمته من توفير السيولة وفق تمويل إسلامي، إلا أنها معرضة إلى خطر السيولة وذلك لعدم وجود سوق ثانوية تتسم بالسيولة الكافية لتسييل الصكوك، وحتى وإن كانت هذه الصكوك مقيدة في سوق محلي فهذا لا يعني أنها سائلة. فالصكوك تختلف من متوسطة إلى طويلة أجل الاستحقاق، ونجاحها مرتبط بمدى قدرتها على الإرتقاء إلى مستوى السيولة. فمعظم الصكوك المصدرة يتم الإحتفاض بها حتى تاريخ إستحقاقها.

¹ صافية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص17.

² Ali Arsalan Tariq, Op Cit, pp:52-53

ثانيا: مخاطر صيغ التمويل الإسلامي

تصدر الصكوك الإسلامية وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي، وكل صيغة من هذه الصيغ تتميز بمخاطر تختلف عن الصيغ الأخرى. وبطبيعة الحال أن تتعدى هذه المخاطر من الصيغ المستعملة إلى الصكوك المصدرة وفق هذه الصيغ، وسنستعرض للمخاطر النوعية لكل صيغة، فيما سيأتي¹:

1 -مخاطر صكوك المضاربة:

ويمكن حصر أبرز المخاطر التي تواجه حملة صكوك المضاربة، في عدم امتلاك المضارب للخبرة الكافية في النشاط الإستثماري، أو خيائته وعدم إلتزامه بشروط العقد، أو تجاوز المدة المحددة للتمويل دون إتمام الصفقة، أو تعرض الأصول الإستثمارية للتلف. وتعرض الصكوك لإنخفاض قيمتها السوقية نتيجة هذه المخاطر.

2 -مخاطر صكوك المشاركة:

هناك بعض المخاطر الخاصة بهذه الصكوك، منها ما يتعلق بسوء إدارة المشروع، ومخاطر تدني الأسعار لإختلاف عوامل العرض والطلب، وعدم التزام أطراف المشاركة بشروط العقد، وتجاوز الوقت الزمني للمشروع، بالإضافة لإمكانية تلف الأصول، لذلك لابد من أخذ الحيطة والحذر ومراعاة هذه المخاطر.

3 -مخاطر صكوك الإجارة:

هناك بعض المخاطر الخاصة بها، مثل إرتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد، وتأخير أو عدم السداد للإيجار من طرف المستأجر، أو مشاكل الصيانة وزيادة تكاليفها للعين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة أو متجانتها.

4 - مخاطر صكوك السلم:

يكتنف هذه الصكوك مخاطر مثل عدم تسليم السلعة وفق المواصفات والمعايير المتفق عليها، وفي التواريخ المحددة المتفق عليها مسبقا، أو لعدم تسليم السلعة بالكلية لمشتريها لسبب ما، أو مخاطر إنخفاض قيمتها السوقية.

5 -مخاطر صكوك المرابحة: يمكن تقسيم هذه المخاطر إلى ثلاثة أقسام:

- صيغة المرابحة المعمول بها من قبل المؤسسات المالية الإسلامية قابلة بكثير من النقد من طرف الباحثين والفقهاء، وهذا بحذ ذاته يشكل خطرا على حملة هذه الصكوك.

- رفض العميل على توقيع على عقد المرابحة بعد توفير السلعة، مما يلحق ضررا بحملة هذه الصكوك.

- مخاطر إئتمانية بعدم إلتزام العميل(المشتري الثاني) بسداد أقساط عقد المرابحة في تواريخها المحددة.

6 -مخاطر صكوك الإستصناع:

هناك بعض المخاطر الخاصة بها مثل عدم صناعة السلعة وفق المعايير المتفق عليها، أو عدم القدرة على تسليم السلعة المستصنعة في آجالها، أو عدم إلتزام المستصنع بدفع المبلغ المتفق عليها أو زيادة أسعار المواد الخام اللازمة لصناعتها.

7 -مخاطر الصكوك الزراعية:

وتتمثل المخاطر التي تتعرض لها صيغ المزارعة، المغارسة، المساقاة، لطبيعة إرتباطها بالعوامل البيئية من سوء الأحوال الجوية والأعاصير والجفاف أو الآفات النباتية، مما يؤدي إلى رداءة المحصول الزراعي مما يؤثر على عائد حملة الصكوك، أو إنخفاض في أسعار هذه المحاصيل، كوجود فائض في عرض المنتجات، أو وجود سوء إدارة وتسيير للمشروع تضر بمصالح حملة الصكوك.

¹ راجع: أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سابق، ص:81-89؛ زياد الدماغ، مخاطر الصكوك وطرق معالجتها، مرجع سابق، ص:7-8 .

جدول رقم (5): مخاطر الصكوك الإسلامية العامة والخاصة.

| مخاطر الصكوك الإسلامية | |
|--|--|
| مخاطر خاصة - مخاطر صيغ التمويل الإسلامي - | مخاطر عامة - مخاطر الإستثمار في الصكوك الإسلامية - |
| مخاطر صكوك المضاربة: عدم امتلاك المضارب الخبرة الكافية في النشاط الإستثماري | مخاطر مصدري الصكوك: مخاطر قرار الإستثمار ووجهة حصيلة الأموال المجمعة من اصدار الصكوك. |
| مخاطر صكوك المشاركة: سوء ادارة المشروع وعدم التزام أطراف المشاركة بشروط العقد | مخاطر أصول الصكوك: ويتمثل في تلف الأصل أو انخفاض قيمته مما يؤدي على فقدان العائد. |
| مخاطر صكوك الإجارة: التضخم النقدي، تأخير سداد الإجار، زيادة تكاليف الصيانة. | مخاطر السوق: وهي الاتجاهات التصاعدية والتنازلية للأسواق بفعل العوامل السياسية أو الاقتصادية أو الاجتماعية مما يؤثر على اصدار وتداول الصكوك، منها: مخاطر سعر الفائدة: انعكاس ارتفاع أو انخفاض معدل LIBOR على المصدر والمستثمر. مخاطر سعر الصرف: اصدار الصكوك بعملة وتحصيل عوائدها بعملة أخرى مخاطر التضخم: كلما زاد في مكونات الصكوك من النقود والديون، كلما نقصت قيمتها الحقيقية نتيجة انخفاض القوة الشرائية للنقود. المخاطر الائتمانية: عدم القدرة على سداد عوائد الصكوك في آجالها، أو تأخير تسويتها. |
| مخاطر صكوك السلم: عدم تسليم السلعة وفق المواصفات المتفق عليها، وفي التاريخ المحدد. | مخاطر المستثمرين: وهي على نوعين: مخاطر التأخر على الوفاء: تأجيل تسديد عوائد الصكوك في ميعادها. مخاطر العجز عن الوفاء: عجز المصدر عن الوفاء بالتزاماته لتعثر مالي أو الإفلاس. |
| مخاطر صكوك المرابحة: رفض المشتري على توقيع على عقد المرابحة بعد توفير السلعة. | المخاطر القانونية: مخالفة القوانين والنظم والتشريعات لأحكام اصدار الصكوك. |
| مخاطر صكوك الإستصناع: عدم صناعة السلعة وفق المواصفات المتفق عليها. | مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية: مخالفة الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك. |
| مخاطر صكوك الزراعية: وتتمثل في سوء الأحوال الجوية والجفاف مما يؤدي الى رداءة المحصول الزراعي ويؤثر بالتالي على عائد حملة الصكوك. | المخاطر التشغيلية: وهي مخاطر الصكوك خلال فترة وجودها. خطر تسديد العائد الدوري للصكوك في ميعاده من طرف المصدر. خطر إعادة شراء الأصول بأقل من ثمنها من طرف المصدر الأصلي خطر الشركة ذات الغرض الخاص عند تأخر تسديد عوائد الصكوك في آجالها أو إفلاس المصدر الأصلي مما يؤثر على الشركة ذات الغرض الخاص. خطر سيولة الصكوك في السوق الثانوية لحملة الصكوك. |

المصدر: بالإعتماد على:

-Ali Arsalan Tariq, managing financial risks of sukuk structures, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of maters of science at LOUGHBOROUGH UNIVERSITY,UK,sept 2004,p.43

- زياد الدماغ، مخاطر الصكوك وطرق معالجتها، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية، التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010،ص5.

خلاصة الفصل الثاني:

ما يمكن استخلاصه بعد تناولنا في هذا الفصل للصكوك الإسلامية: ضوابطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية، حيث جاء مفهوم الصكوك الإسلامية على أنها أوراق مالية تمثل لشهادات متساوية القيمة، وحصّة شائعة في ملكية الموجودات باختلافها، أعياناً أو منافع أو خدمات، تدر دخلاً دورياً، وتصدر وفق عقد شرعي استناداً إلى صيغ التمويل الإسلامي، وكونها تختلف عن سائر الأوراق المالية التقليدية الأخرى، وعلى أنها جاءت كبديل عنها كلها، وذلك لما تمتلكه من خصائص ومزايا خاصة بها.

ومما تم التوصل إليه، وجود لأنواع عديدة من الصكوك الإسلامية تم إنجازها في أحد عشر نوع، كل حسب صيغة التمويل الإسلامي من مضاربة، مشاركة، مراجعة، سلم، إجارة، إستصناع، وكالة بالاستثمار، مغارسة، مزارعة، مساقاة وهذا لإستعمال كل نوع من الصكوك في النشاط الموافق له، وتمتع لكل نوع بخصائص ومزايا يختلف عن الأنواع الأخرى.

كما تم التطرق أيضاً، لوجود ضوابط عامة ومنها وخاصة تحكم إصدار الصكوك الإسلامية عند الاكتتاب فيها وبيعها لأول مرة، وتداولها عند بيعها في السوق الثانوي، بعد شرائها من قبل المكتتبين وذلك وفق قواعد مستوحاة من مقاصد وأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا لضمان عدم انحراف الصكوك عند إصدارها أو تداولها عن الشيء الذي وجدت من أجله، وهو تقديم لورقة مالية مقيدة بالضوابط الشرعية مع ملكية جزء معلوم في المشروع، وإصدارها على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامي ووفق عقد رسمي، عادة وفق أحكام المضاربة أو المشاركة.

وبدراستنا لآليات إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها، تم التوصل إلى وجود أطراف رئيسية عديدة تدخل في عملية إصدار الصكوك من هيئة رقابة شرعية، والجهة المصدرة، ووكيل الإصدار، والشركة المصككة والمستثمرون وإلى أطراف مساعدة من شركة التصنيف الإئتماني وجهة تحصيل محفظة الصكوك وغيرها. كما تخضع عملية تنظيم إصدار الصكوك إلى عدة خطوات ومراحل تبدأ بإعداد التصور والهيكل التنظيمي، ثم انشاء للشركة ذات الغرض الخاص والتي تمثل مرحلة إدارة محفظة الصكوك، ثم تأتي مرحلة طرح الصكوك للإكتتاب وتسويقها والتعهد بتغطيتها، على أن تكون آخر مرحلة تتمثل في إطفاء الصكوك بإعادتها لمصدرها.

أما فيما يخص، هيكلية إصدار الصكوك، فتوصلنا إلى أنها متعددة وتشابه في الهيكلية، ولكن تختلف في تفاصيلها حسب كل نوع من الصكوك وحسب مراحلها وخطواتها، فهيكلة صكوك المضاربة تختلف عنها في صكوك الإجارة وكذلك صكوك الإستصناع تختلف عن صكوك المشاركة، وهذا ما يجعلها تتصف بمرونة عالية، يمكن استخدامها في جميع جوانب الحياة الاقتصادية، وعلى أنها بقدر من الأهمية بالنسبة لمصدرين أو بالنسبة للمستثمرين وذلك لمزايا التي تقدمها للإقتصاد ككل.

كما توصلنا، إلى أن الصكوك الإسلامية لها ضمانات من طرف ثالث، أو التعهد بشراء موجداتها أو ضمان تقدمه مؤسسات الإستثمار كما أن لها مخاطر يمكن أن تتعرض لها من مخاطر الإستثمار المنتظمة والغير المنتظمة وإلى مخاطر صيغ التمويل الإسلامي.

الفصل الثالث:

دور الصكوك في سوق المال الماليزي:

دراسة تطبيقية.

شهد الإقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالإقتصاد المحلي للوصول به إلى مصاف إقتصاديات الدول المتقدمة، وتعد التجربة الإقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الإقتصادية للبلاد لتجربة تستحق الدراسة، ومايلفت الإنتباه إعتقاد ماليزيا على مبادئ الإقتصاد الإسلامي، والعمل على تطوير وسائله وأدواته، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور.

وتعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة، والرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحظى بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية الإسلامية المستحدثة.

وفي وجود قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية في البورصة الماليزية، لإصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية ومنها بالخصوص إصدارات الصكوك الإسلامية من طرف الحكومة والشركات، زاد في نجاح التجربة الماليزية، مما جعلها مركزا للصناعة المالية الإسلامية عمليا، وهذا في وجود هيئات رقابية رسمية وشرعية، تعمل على توفير المناخ المناسب لإجراء مختلف العمليات على الأوراق المالية تقليدية كانت أم إسلامية، بتكييفها وفق الأحكام الشرعية.

ولجعل ماليزيا كقطب للمالية الإسلامية وخاصة فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، وفرت مجموعة من المزايا والتفضيلات والتحسينات للأطراف المصدرة لتلك الصكوك حكومية كانت أم تابعة للقطاع الخاص، حيث شهد العقد الأخير نقلة نوعية في هذه الإصدارات، من حيث الحجم أو القيمة أو من ناحية العملة أو نوع الصكوك المصدرة، واحتلالها للمكانة الأولى عمليا في كثير من الإصدارات، وتجاوزها في بعض المرات لإصدارات السندات التقليدية محليا وهذا ما فتحت تتميز به السوق المالية الماليزية.

فالصكوك الإسلامية أصبحت تلعب دورا هاما في سوق الأوراق المالية الماليزية وفي وجود شركات تعمل على إصدارها، ومستثمرون يقبلون بشرائها وأطر وقوانين وضوابط تحكم إصدارها.

فجاء هذا الفصل ليدرس ويحلل الجوانب التطبيقية لدور الصكوك في السوق المالية الماليزية، حيث سنتطرق فيه إلى مجموعة من المباحث الآتية:

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال.

المبحث الثاني: دور الهيئات الرقابية في إصدار الصكوك.

المبحث الثالث: إصدار الصكوك وأثره في سوق الأوراق المالية الماليزية.

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال.

تعد التجربة الاقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، فهي لاتتعد ثلاث عشرات، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد، جعلها محط أنظار العديد من الاقتصاديين والدارسين والباحثين. وما إنشأ إلى جانب البنوك التقليدية بنوك إسلامية لتجربة تستحق الدراسة، في حين توفر سوق الأوراق المالية الماليزية لفرص استثمار متوسطة وطويلة الأجل للراغبين في الإستثمار فيها، وقد شهدت هذه السوق عدة مراحل في تطورها حتى وصلت ماهي عليه الآن. وما دليل على ذلك هو إنشائها لقسم خاص في البورصة الماليزية، يتم التعامل فيه بالأدوات المالية الإسلامية. وسيتم عرض بالخصوص في هذا المبحث للنقاط الموالية:

المطلب الأول: تطور الإقتصاد الماليزي

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها وأقسامها

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية مفهومها ووظائفها

و يمكننا أن نبدأ بالتطرق لمراحل تطور الإقتصاد الماليزي، وذلك من خلال المطلب الأول.

المطلب الأول: تطور الإقتصاد الماليزي.

شهد الإقتصاد الماليزي، قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالإقتصاد المحلي للوصول به إلى مصاف إقتصاديات الدول المتقدمة، ولعل السياسات والإصلاحات المنتهجة من قبل الحكومة، كان لها الفعل الإيجابي في تحقيق ذلك، غير مايلفت الإنتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الإقتصاد الإسلامي، خاصة البنوك الإسلامية، وذلك بتطوير وسائلها وأدواتها، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور. وسنحاول الامام بجوانب هذا المطلب في العنصرين التاليين:

الفرع الأول: النموذج الماليزي في التنمية الإقتصادية

الفرع الثاني: المصرفية الإسلامية في ماليزيا

الفرع الأول: النموذج الماليزي في التنمية الإقتصادية

يعد الإقتصاد الماليزي من أقوى الإقتصاديات في جنوب شرق آسيا، وهذه المكانة ماكان ليحتلها، لولا تظافر جهود الفاعلين من سياسيين واقتصاديين والسكان المحليين، ليتحول في ظرف وجيز من اقتصاد ريعي زراعي الى اقتصاد انتاجي صناعي.

أولا: نبذة مختصرة على دولة ماليزيا:

تقع ماليزيا في وسط جنوب شرق آسيا فهي دولة آسيوية، تبعد 7 درجات شمال خط الإستواء، تتكون من قسمين: قسم شرقي فيه إقليمان صباح وساراوك وتمثل ولاية واحدة، وتعرف بإسم ماليزيا الشرقية، وقسم غربي ويضم أحدا عشر إقليم تشكل ولايتان وتعرف بإسم ماليزيا الغربية، يفصل بينها بحر الصين الجنوبي بما يقارب 750 كلم، عاصمتها السياسية كوالا لامبور.

الفصل الثالث: دور الصكوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

يحدّها شمالاً تايلانداً، وجنوباً سنغافورة، بينما تحدها اندونيسيا من الجهة الشرقية والجنوبية ومن الجهة الغربية ويفصلها مضيق ملقا¹. وتعد ماليزيا بلد صغير حيث لا تتعدى مساحتها 329.750 كلم² ويقدر عدد سكانها 28.86 مليون نسمة سنة 2011². يتحدث معظم سكانها لغة الملايو الأصلية، ويتكون شعبها من خليط بين أجناس الملايو الأصليين ويمثلون 50% من سكان ماليزيا، والصينيون وبدرجة أقل الهنود. وهذه التركيبة راجعة لدور الإستعمار البريطاني في تفويض هيمنة السكان الأصليين ولإضعاف شوكتهم بجلب سكان آخرين.

تحصلت ماليزيا على استقلالها سنة 1957، ويدين أغلب سكانها بالاسلام، الذي عرف طريقه الى هذه المناطق عن طريق التجار العرب، خلال القرن الثالث عشر ميلادي. وكان البحارة العرب في طريقهم الى الصين والهند لجلب السلع الشرقية باستغلالهم للرياح الموسمية يتوقفون بالموانئ بما يعرف اليوم ماليزيا واندونيسيا وازدهرت التجارة بهما، وما عرف به التجار المسلمون من عدل ومساواة في المعاملات التجارية أن انتقل الدين الاسلامي الى هذه المناطق³ بالحسنى واليسرى لا بالحديد والنار.

وفي عام 1963 قام اتحاد بين العنصر الملايو ويضم كلا من ماليزيا الشرقية - شمال جزيرة بورنيو - وسنغافورة وماليزيا الغربية بدون سلطنة بروناي الذي كان معظم سكانها من الملايو، حتى سنة 1965 لتقرر سنغافورة الخروج من هذا الاتحاد لتبقى ماليزيا بشقيها الشرقي والغربي لحد الآن⁴.

ويحكم ماليزيا ملك شرطي ورئيس للوزراء تجتمع تحت امرته القيادة الفعلية للبلاد، ويرأس كل اقليم من الثلاثة عشر اقليم (13) رئيس أو ملك، يجتمعون في مؤتمر الحكام مرة كل خمس سنوات لإنتخاب بالتناوب للملك، أما منصب رئيس الوزراء فهو يخضع الى الانتخاب من طرف الشعب أي عن طريق السلطة التشريعية الاتحادية، ويضم البرلمان الماليزي بغرفتيه الأولى ممثلة في مجلس النواب المنتخب من الشعب ويعرف (بديوان الرعية) والمؤلف من 222 عضواً، والغرفة الثانية ممثلة في مجلس الشيوخ المعين من طرف الملك ويعرف (بديوان بانغارا) ويضم سبعون عضواً (70)، ويتقاسم الملاويين والصينيين السياسة والاقتصاد، ففي حين يحكم البلاد الملاويين الأصليين، يتقدم الصينيين وبدرجة أقل الهنود في أمور الاقتصاد، بالإضافة الى أن ماليزيا تعتمد على النظام الديمقراطي واستنادها على التعددية الحزبية في التنافس في الانتخابات، وبذلك رسخ القادة الماليزيون سياسات حكيمة، وقرارات موفقة، والالتزام بمبدأ التداول السلمي لنظام الحكم، حتى يتسنى توفير الاستقرار الضروري وتوفير المناخ الملائم لأي برامج تنمية مستقبلية، اقتصادية كانت أم اجتماعية⁵.

ثانياً: مسيرة التنمية في ماليزيا

تعد التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية رائدة في العالم. بسبب نجاحها في اخراج ماليزيا من تبعية تصديرها للمواد الأولية غدت استقلالها سنة 1957 للمطاط الطبيعي وزيت النخيل، وما تبعه من تغير هذه الأسعار على المستوى الدولي مما جعل الاقتصاد الماليزي يقع تحت رحمة تغير أسعار الصادرات. مما دفع بالحكومة الى انتهاج استراتيجية التنمية، التي تعتمد على احلال الواردات في

¹ نبيه فرج أمين الحضري، تجربة ماليزيا في تطبيق الاقتصاد الاسلامي تحليل وتقوم، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2009، ص: 21-22.

² Banque mondiale disponible sur :Donees.banquemondiale.org/pays/malaisie 29/03/2013.

³ أنجلو فيناردوس، التمويل المصرفية الاسلامية في جنوب شرق آسيا، تطورها ومستقبلها، ترجمة: أبوذر محمد أحمد الجلي، جامعة الملك سعود للنشر العلمي والمطابع، المملكة العربية السعودية، 2009، ص: 147.

⁴ نبيه فرج أمين الحضري، مرجع سابق، ص: 26.

⁵ زياد جلال الدماغ، الصكوك الاسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص: 246.

الفصل الثالث: دورالصنوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

بجال الصناعات الاستهلاكية، والتي كانت تسيطر عليها الشركات الاجنبية قبل الاستقلال، الى انتهاج سياسة تنوع الصادرات مما أدى الى ظهور منتجات تصديرية جديدة تم تشجيعها مثل الأناناس والفول السوداني والفلفل الأسود. وعملت الحكومة على زيادة صادراتها من المنتجات الصناعية، وتخفيض ارتباطها بالمنتجات الأولية الموجهة للتصدير.

وتحصلت ماليزيا على الدعم من اليابان والدول الغربية، للتحويل من بلد مصدر للمواد الاولية الى مصدرة للمواد المصنعة، مما كان له الاثر الايجابي على التنمية في هذا البلد¹. إلا أن هذه الاستراتيجية لم تفلح في مجال التنمية المستدامة نظرا لضيق السوق وضعف الطلب المحليين، مما كان له الاثر على العمالة والقيمة المضافة.

رغم هذا، استمرت الفترة الممتدة من 1957 الى 1969 بزيادة الناتج المحلي الخام بحوالي 86 بالمئة، ومعدلات نمو بين 8 بالمئة إلى 10 بالمئة في السنة، ورجعت بالفائدة على العنصر الصيني الذي كان يتحكم في الاقتصاد بشكل كبير وجيد، مما تحسنت ظروف حياتهم الاقتصادية والسكنية والتعليمية لأفرادهم، وبدرجة أقل الهنود ولكن أفضل من السكان الأصليين الملاويين الذين مازالوا يتخبطون في الفقر لقلة مردودية نشاطهم الزراعي. فكانت سنة 1969 مظاهرات منددة بعدم المساوات بين العناصر المكونة من الشعب الماليزي وبالأخص الملاويين².

وبالتالي، تبنت الحكومة استراتيجية طويلة المدى، عرفت بالسياسة الاقتصادية الجديدة تمتد من 1970 الى 1990 وتهدف الى اعادة توزيع الدخول بين فئات المجتمع العرقية، وذلك بزيادة ملكية الملاويين في أمور التجارة و الصناعة لما يقارب من 30 بالمئة عند نهاية هذه الفترة، مقارنة بما كانت تمثله بنسبة 2.4% في 1970. بالاضافة الى زيادة العمالة من الملاويين في جميع المستويات و القطاعات خاصة في النشاطات الحديثة، وهذا حتى تحقق مصلحة الجميع في نهاية المطاف³.

وبدأت المرحلة الأولى في عقد السبعينات، حيث اتجهت التنمية في ماليزيا للاعتماد على دور كبير على القطاع العام والبدأ في التوجه التصديري لعمليات التصنيع، حيث بدأ التركيز على صناعة المكونات الالكترونية، وتميزت هذه الصناعة بكثافة اليد العاملة، مما ساهم في تخفيض البطالة وتحسين في توزيع الدخول والثروات بين فئات المجتمع الماليزي، لا سيما بين النخبة الصينية والسكان ذوي الاصل الملاوي .

وكان لشركات البترول دور ملموس في دفع السياسة الاقتصادية الجديدة، حيث كونت ما يشبه الشركات القابضة للسيطرة على ملكية جل الشركات التي كانت مملوكة للشركات الإنجليزية والصينية، ولقد تحقق ذلك مع نهاية السبعينيات⁴.

حيث عرف نمو الاقتصاد الماليزي السنوي معدل 6.6 %، خلال الفترة 1950 إلى 2000 وكانت نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الخام قفزت من 9 % سنة 1950 إلى 20 % سنة 1990. في حين الزراعة تراجعت من 29 % سنة 1970 إلى 18 % سنة 1990 لتسمح المجال للمواد المصنعة حيث تضاعفت مساهمتها من 13 % إلى 27 % خلال نفس الفترة.

¹ Hasan Zubair, fifty years of Malaysian economic development: policies and achievements, Review of Islamic Economics, vol 11, No2, Munich Personal RePEc archive paper, 2007, p 103

² Mahmud bin ahmed, islam and economic growth in malaysia, Master`s thesis, Naval Postgraduate school, California, 2003, p.58

³ نبيه فرج أمين الحصري، مرجع سابق، ص33.

⁴ عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، مجلة الوعي الإسلامي، عدد رقم:451، الكويت، ب ت، ص 3.

الفصل الثالث: دور البنوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

في حين عزز قطاع الخدمات دوره في دعم النمو من 36% إلى 42% سنة 1990، للتحوّل ماليزيا من بلد زراعي مصدر للمواد الأولية إلى دولة مصدرة للمواد المصنّعة. في حين عرفت نسبة التضخم إستقرار بين 1% و 5%، و الإدخار الداخلي شهد إرتفاع ملحوظ من 25% إلى 40% من الناتج المحلي الخام، أما الإستثمار الأجنبي المباشر تضاعف من 3% إلى 6% سنة 1990. والجدير بالذكر نسبة الفقر التي تراجعت من 50% سنة 1970 إلى 8% سنة 2000، وهذا يدل على تحسّن الظروف المعيشية للسكان في هذا البلد¹.

أما المرحلة الثانية والتي تمتد من 1990 إلى 2020، وهي الفترة التي شهدت فيها ماليزيا قفزة نوعية في جميع المجالات، وهي خطة تنموية تم وضعها من طرف رئيس الوزراء السابق (مهاتير محمد) وسميت **بالخطة الاستراتيجية 2020**، والتي تطمح إلى تصنيف ماليزيا كدولة صناعية متقدمة بحلول أجل هذه الخطة، مع مضاعفة متوسط دخل المواطن الماليزي إلى أربعة أضعاف مما عليه في سنة 1991، حيث بلغ مجمل الدخل الخام 287.9 مليار دولار سنة 2011²، كما من أهدافها السعي لتحقيق ناتج إجمالي خام إلى 920 مليار رينجت مع نهاية هذه الخطة، وذلك يتطلب معدل نمو سنوي يقدر بأكثر من 7% لمدة 30 سنة بعمر هذه الخطة³.

ولتحقيق هذه الخطة، تطمح الحكومة إلى تنويع صادراتها وزيادة مداخيلها، فقطاع السياحة يساهم بما يزيد على 11 مليار دولار سنويا، كما تعمل ماليزيا على ان تكون مركز لعلوم الحاسوب في العالم، بالإضافة للتعليم والرعاية الصحية، والتكنولوجيا الحديثة للمؤسسات، خاصة في الحلول التكنولوجية في الميدان المالي، ونظام الانترنت، والطب المرئي إلى غيرها من الانشطة الحديثة⁴، وهذا مايجتهد على ماليزيا توفير الظروف الملائمة والرقى بالتنمية الاقتصادية للبلاد.

الفرع الثاني: المصرفية الاسلامية في ماليزيا

تعتبر ماليزيا من بين الدول الرائدة في جنوب شرق آسيا، التي تتطلع لتصبح إحدى المراكز المالية في المنطقة. ولهذا بذلت ماليزيا جهودا معتبرة لدعم وترقية خدماتها المالية، وما صارت تعرف به اليوم لكونها تحتوي على أحدث نظام في مجال البنوك الاسلامية ومجال التأمين التكافلي، وتكامله مع النظام المالي القائم. فالتجربة الماليزية من هذه الناحية، تقدم مثالا جيدا لقدرة الصناعة المالية المصرفية على الابتكار والتجديد.

أولا: نظام الإدخار الإسلامي:

عرفت ماليزيا أولى توجهات إقتصادها لتبني مبادئ وأسس نظام الإقتصاد الإسلامي، وإن لم يتم الاعلان عنها صراحة لهذا التوجه، لرغبتها في تحقيق الانتشار بين أكبر عدد ممكن من الماليزيين من كافة العناصر، ولتحقيق استفادتهم من المبادئ التعاونية. وما تشجيعها ودعمها للهيئات التعاونية الادخارية والخدمية الاستشارية، مثل هيئة التأمين التعاوني المحدودة الماليزية، التي عملت على تقديم خدماتها للطبقات الفقيرة والمتوسطة للملايين، في الوقت الذي كانت فيه خدمات التأمين حكرا على الطبقات الغنية في المجتمع⁵.

¹ Mahmud bin ahmed, op cit, p.60

² Banque mondiale disponible sur : Donees.banquemondiale.org/pays/malaisie 29/03/2013.

³ نبيه فرج أمين الحصري، مرجع سابق، ص32.

⁴ Mahmud bin ahmed, op cit, p64

⁵ نبيه فرج أمين الحصري، مرجع سابق، ص43.

الفصل الثالث: دور البنوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

ومن أهم ما ميز التجربة الماليزية في التمويل الاسلامي، هو انشاؤها لصندوق الحج أو ما يعرف بإسم (تابونغ حاجي) والذي دخل في النشاط في 30 سبتمبر 1963، وكانت الفكرة قد انطلقت من الحاجة الماسة لإيجاد بديل دائم لجمع مدخرات الأفراد من الملايين من المسلمين، حتى يحين موعد تنقلهم إلى هذه الرحلة المقدسة، وبالتالي يتم التخلص من العادات التي كانت تتمثل في بيع كل مايملك من عقارات وأوراق مالية، لمواجهة مصاريف الحج وما كانت تمثله من مشاكل مالية وإجتماعية للحجاج ولعائلاتهم خلال فترة الحج، وهذا حتى يتم توفير قناة ادخار اسلامية، بعيدة عن شبهة الربا في معاملاتها، ويكون نشاطها موافق لمبادئ الشريعة السمحاء¹.

ومن بين أهم الأهداف المسطرة لـ (تابونغ حاجي) تحت البند 8 لصندوق تسيير أمور الحج لسنة 1969 منها²:

- أ - السماح للمسلمين بإدخار بشكل متزايد لمواجهة أعباء سفرهم للبقاع المقدسة.
- ب - السماح للمسلمين بتملك مساهمات فعلية في النشاطات الاستثمارية عن طريق مدخراتهم.
- ج - إيجاد قناة تعمل على حماية مدخرات الحجاج المستقبليين، وإستعمالها بأمان في فترة الحج بتوفير مختلف التسهيلات والخدمات.

كما يتبين أن هذا الصندوق أنشئ من أجل جمع مدخرات المسلمين الماليزيين، من أجل أداء فريضة الحج. فقد كان إهتمامه بالاساس، توفير الأمان لهذه المدخرات بإستخدامها في ما يتعلق بخدمة أمور الحجاج، داخل الوطن والأماكن المقدسة في بادئ الأمر، ليتوسع في ما بعد في المجال الإستثماري، وذلك بتنوع النشاطات الاستثمارية التي تتوافق مع مبادئ الشريعة، مثل السندات، أسهم الشركات، شهادات الإستثمار الحكومية، حسابات المضاربة للبنوك، وسندات القبول وغيرها .

كما توسعت مشاركات صندوق الحج وتملكاته، إلى عدة فروع حسب الإستراتيجية التي انتهجها إلى قطاع الزراعة والبناءات الحديثة وتنمية القطاع العقاري، وقطاع الخدمات، وهذا حتى يتم توظيف مدخراته قصد تحقيق أحسن مردود³.

وبذا، يكون صندوق الحج أحد الروافد التي مثلت ظهور المالية الإسلامية في ماليزيا، لتوضيفها لمدخرات الأفراد المسلمين وتحقيق عوائد مجزية لهم خالية من الربا، و توفير لبديل اسلامي شكل النواة الأولى لظهور المصرفية الإسلامية في ماليزيا.

ثانيا: ظهور البنوك الإسلامية في ماليزيا:

إهتمت ماليزيا وأعطت عناية خاصة لترقية المالية الإسلامية، التي لا تتعامل بالفائدة المحرمة بما في ذلك قطاع البنوك وصناديق الضمان والتأمينات، وكان ذلك أن أعطت الحكومة الماليزية الصلاحيات الواسعة والسلطات اللازمة لبنك ماليزيا المركزي - بنك نيغارا- بالنهوض ودعم هذا القطاع، خاصة وأنه اعتمد على الإبداع والإبتكار والنمو كسياسة للرفعي بهذه الصناعة⁴.

وقد تم ظهور البنوك الإسلامية في ماليزيا أول مرة، من خلال سن قانون المصرفية الإسلامية سنة 1983م والذي تم بموجبه إنشاء بنك إسلام ماليزيا برهاد، ليمثل الخطوة الأولى لجهود الحكومة لتثبيت القيم الإسلامية في إقتصاد البلد ونظامه المالي، كبديل للنظام الحالي الغربي الرأسمالي⁵.

¹ Mohamed akram laldin, islamic financial system : the malaysian experience and the way forward, p.4 available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 16/01/2012

² Mahmud bin ahmed, op cit, p65

³ Mohamed akram laldin, islamic financial system : the malaysian experience and the way forward, p.7 available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 16/01/2012

⁴ Hasan Zubair, op-cit, p 114

⁵ Mahmud bin ahmed, op cit, p66

الفصل الثالث: دور الصكوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

كما شهدت نفس السنة إستحداث قانون الإستثمار الحكومي، وهذا حتى يمكن الحكومة الماليزية من إصدار شهادات الإستثمار الحكومية، وهي أوراق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية- وصدرت بالأساس حتى تمكن المصارف الإسلامية من الإستثمار فيها كوسيلة للوفاء بمتطلبات السيولة المقررة واستثمار أموالها الفائضة-.

وفي عام 1989، أعطى قانون المصارف والمؤسسات المالية، جوانب الترخيص وتنظيم المؤسسات التي تقوم بأعمال البنوك، وشركات التمويل، والبنوك التجارية، وبيوت الخصم، وأعمال السمسرة المصرفية. ليتم تعديله في 1996 بالسماح للبنوك التي تعمل تحت هذا القانون بإدخال أعمال البنوك الإسلامية لديها¹.

كما شهدت سنة 1993، استحداث النظام المصرفي معدم الفائدة أو ما يعرف بإسم النافذة الإسلامية في البنوك التقليدية الربوية²، حيث تم السماح لهذه البنوك التقليدية بالتعامل بمنتجات إسلامية في داخل مؤسساتها.

وفي عام 1994، استحدثت ماليزيا لشهادات الإستثمار الحكومية القائمة على أساس القرض الحسن³، وهذا حتى يمكنها من تمويل مشاريع التنمية العائدة لصالح المجتمع، على أن يكون العائد على هذه القروض من حق الحكومة في توزيعه أولاً، وذلك كإمتنان لها لمن قام بشراء هذه الشهادات.

وفي عام 1997، قام بنك نيغارا الماليزي بإنشاء المجلس الإستشاري القومي للشريعة حول المصارف الإسلامية وشركات التكافل، كأعلى سلطة شرعية حول المصارف الإسلامية والتكافل في ماليزيا⁴، ومن بين الأهداف الأساسية لهذا المجلس، كونه الجهة التشريعية الوحيدة المختصة بإسداء النصح والمشورة لبنك نيغارا، مع تنسيق القضايا الشرعية التي تخص المصرفية والتمويل الإسلامي، بالإضافة لتحليل وتقييم الجوانب الشرعية للمنتجات الجديدة، والبرامج التي تقدمها المؤسسات المصرفية.

واستمرت ماليزيا في تشجيع إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية، ففي سنة 1999 تم إنشاء ثان بنك إسلامي عرف باسم "بنك معاملات ماليزيا برهاد" BMMB والذي تم عن طريق مشاركة ثلاثة بنوك وهي: بنك بيمبوترا ماليزيا برهاد BBMB، بنك التجارة الماليزي برهاد BOCB، بنك بيمبوترا كونقان برهاد BBMBK⁵.

وعرفت سنة 2002، اعلان رئيس الوزراء السابق مهاتير محمد عن انشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية، بهدف تطوير معايير دولية تتفق مع مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية، و لضمان جودة واستقرار نظام التمويل الإسلامي، أعضاء هذه الهيئة تتكون من البنوك المركزية للدول الآتية: ماليزيا، السعودية، أندونيسيا، إيران، الكويت، باكستان، البنك الإسلامي للتنمية.

أما في الوقت الحاضر فتحتوي ماليزيا على 19 بنك إسلامي، فيها بنكان عمليان إسلاميان، مع مجموع الأصول تقدر بحوالي 68 مليار دولار أمريكي⁶.

¹ أنجلو فيناردوس، مرجع سابق، ص197.

² Mohamed akram laldin, islamic financial system : the malaysian experience and the way forward, p.11, available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 16/01/2012

³ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص248.

⁴ أنجلو فيناردوس، مرجع سابق، ص198.

⁵ Mohamed akram laldin, islamic financial system : the malaysian experience and the way forward, p.12, available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 16/01/2012

⁶ أنجلو فيناردوس، مرجع سابق، ص213.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها وأقسامها.

ارتأينا الحديث عن مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية في النقطة الأولى، حتى نكون في الصورة والمكان المراد دراسته، ثم يليها عرض لأهم تقسيمات هذه السوق كنقطة ثانية، حتى نفهم الإطار المحدد والمنظم لهذه السوق، وهذا ماسيتم مناقشته في هذا المطلب من خلال العنصرين التاليين:

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية ونشأتها الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية ونشأتها.

سوق الأوراق المالية الماليزية كغيرها من الأسواق المالية الأخرى، لا تختلف عن المفهوم العام المعروف المتداول، كما أن نشأتها تعود الى أواخر القرن التاسع عشر، في ظل الاحتلال البريطاني لها.

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية:

فالمفهوم العام لسوق الأوراق المالية الماليزية يطابق المفهوم العام للسوق، بأنه ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية، المتوسطة وطويلة الأجل، من طرف الطالبين - أصحاب العجز المالي - والعارضين عليها - أصحاب الفائض المالي -، وفق قواعد ونظم تحكم عملية التبادل، وتسهر إدارة السوق على تطبيقها. وهذا ما تم التطرق إليه في الفصل الأول*.

ويضم سوق الأوراق المالية الماليزية، لكل من سوق الأوراق المالية التقليدي، إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامي للأصول المتوسطة والطويلة الأجل، وسوق الميزداك MESDAQ، والبورصة المالية للمشتقات، ومركز لبوان LABUAN¹. وكباقي الأسواق فهو يضم سوقين واحدة سوق منظمة، وأخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات²، الذي يعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لتوفير الأموال الإستثمارية المتوسطة والطويلة الأمد، لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، وباعتبارها ميدان خصب للمنافسة بين الشركات لإجتذاب والحصول على رؤوس الأموال بمهدف التطوير إلى الأحسن. وتعدد الأدوات المالية المتداولة فيها، من أسهم وسندات تقليدية وأسهم وصكوك إسلامية والسندات الحكومية وسندات الشركات الخاصة، وشهادات صناديق الإستثمار وعقود المستقبلات وغيرها.

*أنظر الفصل الأول، ص 14.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 380-383.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 84.

شهد أول ظهور لصناعة الأسواق المالية في ماليزيا إلى أواخر القرن التاسع عشر، وهذا راجع لوجود الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية وماكانت تحتاجه من تمويلات لمشاريعها في هذا البلد.

1 - تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية: يرجع تاريخ ظهور سوق أوراق مالية في ماليزيا، إلى سنة 1930 حيث أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة (Singapore Stockbrokers' Association)، كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية. أما تأسيس سوق للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960، بتأسيس بورصة الملايو¹، وتشكلها من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة، واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور، وشكلتا سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس.

وفي عام 1964، تم تأسيس سوق الأوراق المالية الماليزية ليتم في سنة 1965 الفصل بين الغرفتين ليتم تأسيس بورصة في كل بلد على حدى، وسميتا باسم واحد سوق الأوراق المالية السنغافورية واستمر عمل البورصة وأداء وظائفها ككيان مشترك، حتى سنة 1973 ليتم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلا من:

- بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا.

- بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة.

وفي 14 أبريل 2004 تم تغيير إسم بورصة كوالالمبور إلى إسم "بورصة ماليزية برهاد" وهذا قصد تجديد هياكل البورصة و تحسين موقع تنافسياتها والتطلع لمواكبة متطلبات التغيير الحاصلة في العالم ومايقترضه من طلبات زبائن البورصة وتوجهات السوق بصفة عامة.

وفي 18 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد².

2 - تطور سوق الأوراق المالية الماليزية: عملت الحكومة الماليزية على الإرتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الأمام، وجعله مصدرا حيويا للتنمية والعنصر الرئيس في تمويل الإقتصاد المحلي، مما أدى إلى إعتقاد برنامج الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي « Malaysian Capital Market Master plan » وتحت رعاية وزير المالية الماليزية.

وبدأ العمل لتطوير الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية في 2001/02/22 والتي تتضمن 152 توصية تغطي 11 ناحية، ومن أهم الأهداف المسطرة الوصول إليها³، العمل على توفير البيئة الإستثمارية الملائمة وجعلها تتوافق مع متطلبات

¹ Wan razazila wan abdullah 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/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf p 2.

² Bursa malaysia, corporate-history , on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/> 10/09/2013

³ Mohamed Akaram Laldin, islamic financial system : the Malaysian experience and the way forward, p.p :26-29 available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 16/01/2012

الفصل الثالث: دور الصكوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

المستثمرين واحتياجاتهم، وتشجيع إدارة الإستثمار الفعالة للمحافظ الإستثمارية. ومن الأهداف كذلك زيادة تنافسية وكفاءة المؤسسات العاملة في السوق، وكذا العمل على تنافسية مؤسسات الوساطة المالية. ومن أهداف الخطة كذلك، تعزيز عمل أنظمة الرقابة الفاعلة والمنتظمة، يجعل سوق رأس المال المصدر الرئيس في العملية التمويلية للشركات الماليزية، والعمل على زيادة ماليزيا كمركز لإبتكار الصكوك، والوصول بها لأن تكون مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، بإعتبارها مركزا لتعليم المالية الإسلامية والتدريب والإستشارات والبحوث. وقد إنتهجت المراحل التالية للوصول إلى ذلك¹:

- أ - المرحلة الأولى: من 2001 إلى 2004 عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء والمؤسسات الإستثمار المحلي.
- ب - المرحلة الثانية: من 2004 إلى 2006 وتميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للإنتفاع.
- ج - المرحلة الثالثة: 2006 إلى 2010 وتعد آخر مرحلة وتتميز بإنتتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحصين لمؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقة بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي

تنقسم بورصة كوالا لمبور سابقا أو بورصة ماليزيا حاليا حسب الأدوات المتداولة فيها إلى:

سوق الملكية، وسوق السندات، وسوق المشتقات، والسوق الماليزية الإسلامية لرأس المال، ومركز لبوان للتداولات المالية الدولية². وسيتم بحث كل سوق على حدى فيما يلي.
أولا: سوق الملكية:

تمثل سوق الملكية في ماليزيا ممثلة في أهم سوق وهو سوق الأسهم، الذي يوفر للمستثمرين فيه لفرص كبيرة في تنمية وزيادة رؤوس أموالهم، كما توفر هذه السوق الفرصة لإستثمار طويل الأمد فهي تمكن لأن يصبح المستثمر مالكا لجزء من أصول الشركة المقيدة بالبورصة مما يسمح له بالحصول على جزء من أرباحها في نهاية السنة³ أو بتحمل لخسارة إن تحققت.

بالإضافة إلى ذلك، فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدول تداول البورصة الماليزية، التي تأسست في عام 1973 بإسم "بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة" (« Kuala Lumpur stock Exchange BHD « KLSEB »). ويحكم هذه البورصة عدة قوانين⁴ شرعت من أجل توفير الظروف الملائمة لسير عملها منها قانون الشركات الصادر في عام 1965 وتعديلاته عام 1986، قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتعديلاته سنة 1987، مجموعة القوانين في الحيازة والإندماج سنة 1987، قانون الحفظ المركزي لسنة 1991، قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993 وتعديلاته سنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية والخدمات لسنة 2007 وتعديلاته سنة 2011.

¹ محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية -، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص12.

² Bursa malaysia, market, on line available at : <http://www.bursamalaysia.com/market/> 10/09/2013

³ Bursa malaysia, market, on line available at : <http://www.bursamalaysia.com/market/> 10/09/2013

⁴ لأكثر توضيح يمكن الإطلاع على الموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق المالية الماليزية:

Securities commission Malaysia, available at : www.sc.com.my/legislation 16/01/2012

وفيما يلي يتم عرض أهم الأدوات المالية المتداولة في البورصة الماليزية، وفيها:

1 - الأسهم العادية:

وهي تلك الوثيقة المالية التي تصدرها الشركة المساهمة، وتسمى أيضا بأسهم الملكية مما يجعلها من أخطر رؤوس أموال الشركة، وتضمن للمالكها حقوقا من ملكية جزء من الشركة وحق في جزء من الأرباح الموزعة وحق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وحق انتخاب وإقالة المديرين وواجبات المالكين في تحمل للخسائر الناتجة عن عمل الشركة، وفي حالة تصفية الشركة يأتي حملة الأسهم العادية كآخر طرف يتم تسوية مستحقاتهم¹.

2 - الأسهم الممتازة:

هي تلك الأوراق المالية التي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين، لتمويل مشروعات جديدة أو مواجهة بعض الصعوبات المالية، مقابل سقوط حق حملتها في التصويت كما لهم الحق في الترتيب مقارنة مع حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة²، ويمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى³:

أ - الأسهم الممتازة المشاركة: وهي تلك الأسهم التي لها عائد ثابت من الربح مقابل عدم تمتعها بالمشاركة في الأرباح.

ب - الأسهم الممتازة التراكمية: وهي التي يحق لحملتها الحصول على أرباح تراكمية إضافة إلى عائد ثابت من الربح، وتمنح قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية.

ج - الأسهم الممتازة الغير تراكمية: وهي التي يفقد حاملها الحصول على الأرباح التراكمية في حين يحق لحملتها الحصول على عائد ثابت من الربح.

د - الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء: وهي التي يمكن إستدعاؤها من طرف الشركة في أي وقت، قبل الإستحقاق مقابل قيمة أعلى من قيمتها الإسمية.

هـ - الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى، عادة ما تكون أسهما عادية.

3 - وحدات الإستثمار العقاري: وهي وحدات الإستثمار في العقارات أومحفظة الأصول المجمع لها، كما تمنح لحائزها امتياز في

استثمار جزء من مبلغ العقار وسيولة عالية مقارنة بالإستثمار الحقيقي في العقارات، بالإضافة لحصول على عائد ثابت واحترافية في التسيير⁴.

¹ Bursa malaysia, market securitie, on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares> 10/09/2013

² Bursa malaysia, market securitie, on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>

³ سعيدة حرفوش، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة المدينة: 2009، غير منشورة، ص151.

⁴ Bursa malaysia, market securitie, on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/real-estate-investment-trusts-reits/> 10/09/2013

ويتم قيد الشركات التي تريد التسجيل في البورصة في إحدى الجدولين¹ :

- **الجدول الأساسي : Main Board** يتمثل في قائمة أولى من الشركات تسجل فيها وفقا لمتطلبات جد محددة، تضبطها إدارة السوق، تتمثل في الأساس قيمة رأس المال الذي لا يقل عن 60 مليون رينجت ماليزي.

- **الجدول الثانوي:** وهو عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات الأصغر، التي لها خصائص نمو جيدة ولا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجت ماليزي وأقل من 60 مليون رينجت ماليزي.

في حين "بورصة ماليزيا لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة" The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation BHD-MESDAQ

وهي عبارة عن تسجيل لأسهم الشركات المرتبطة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجيا المتقدمة، والتي لم يتم تسجيلها في الجدولين السابقين².

ثانيا: سوق السندات:

عرفت سوق السندات في ماليزيا، تطورا ملحوظا من حيث حجم السوق ونوعية الأدوات المستعملة. حيث تركز هذه السوق العمل على تنويع القاعدة المالية بشكل جيد لتلبية الإحتياجات المتغيرة للإقتصاد الماليزي. واتخذت الحكومة إجراءات متضافرة لتطوير هذه السوق، ويعكس ذلك نجاح هذه الجهود في النمو الكبير لسوق السندات حيث بلغت في نهاية ديسمبر 2010 مايفوق 763 مليار رينجت ماليزي أي 97 % من الناتج الداخلي الخام. وإعتبارها كواحدة من أسرع الأسواق السندات نموا في آسيا. غير أن الأزمة الإقتصادية التي ضربت البلاد في عام 1997 ، أثرت على القطاع المصرفي بشكل كبير، حيث كان حذرا جدا في تقديم القروض الجديدة في فترة ما بعد الأزمة وكانت نسبة التمويل بالسندات تقارب ال 10% من الناتج الداخلي الخام³.

فكان التوجه نحو سوق السندات كبديل لجمع الأموال من طرف الشركات، غير أن هذه السوق واجهت مشاكل بنيوية في عملية الإصدار في ذلك الوقت، حيث تراوح الوقت المستغرق للإصدار بين 9 إلى 12 شهرا، مما أدى بالحكومة للإسراع في علاج جوانب القصور الموجودة في سوق السندات. حيث عملت الحكومة على تأسيس هيئات تابعة لها في سنة 1999، هدفها توجيه السياسات وتحديد وتنفيذ الإستراتيجيات المناسبة من أجل تطوير السوق⁴.

كما تتداول كل من السندات الحكومية وسندات الشركات في السوق التقليدية والإسلامية، في أسواق منظمة وغير منظمة، ويمكن للمستثمرين المحليين والأجانب شراء وبيع أدوات الدين التقليدية والإسلامية.

ويتم إدارة جميع الأوراق المالية في السوق بأمان وفقا "لنظام تحويل إلكتروني في الوقت الحقيقي للأموال والأوراق المالية"⁵

« Real time Electronic Transfer of Funds and Securities system (RENTAS) »

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 385.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 87.

³ Bond info hub, abrief profil of bond market, available at :

<http://rmbond.bnm.gov.my/portal/server.pt?open=514&objID=27275&parentname=MyPage&parentid=0&mode=2>
10/09/2013

⁴ Bond market development in malaysia, overview available at :

www.sc.com.my/main.asp?pageid=261&menuid=350&newsid=&linkid=&type= 10/09/2013

⁵ asian bonds online market structure overview available at :

www.asianbondsonline.adb.org/Malaysia/structure/overview.php 16/01/2012

ويتم تداول كلا من السندات الحكومية وسندات الشركات في ماليزيا¹ وهي:

1 - السندات الحكومية :

يقوم بإصدارها البنك المركزي الماليزي عادة تاريخ استحقاقها طويلة الأجل، وتصدر لفترات متباينة حسب الظروف التي يمر بها إقتصاد البلد وحالة العجز في ميزانية الدولة. وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال الماليزي. وتم إصدار لأول مرة هذا النوع من السندات من الحكومة الماليزية في أواخر السبعينيات. وكانت تعرف باسم الأوراق المالية الحكومية الماليزية، وتمثل الهدف من إصدارها تمويل المشاريع التنموية للحكومة طويلة الأجل. كما تم إصدار سندات حكومية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

2 - سندات الشركات:

وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الإستثمارية لهذا القطاع. ولقد شهد إصدار هذا النوع من السندات تزايداً، في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الإسلامية.

ثالثاً: سوق المشتقات:

ضمن الخطة المتبعة من طرف ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وبورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، ومع تزايد تدفق الإستثمارات الأجنبية نحو ماليزيا، أصبح من الضروري إدخال أدوات المشتقات المالية إلى السوق، لتؤدي دوراً هاماً في ديناميكية هذه الأخيرة. حيث بدأت صناعة المشتقات تتجلى في ماليزيا سنة 1980 مع إنشاء لبورصة كوالا لمبور للسلع، وكانت عقود المستقبلية المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام. لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبلية وخيارات وعقود آجلة².

وفي 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة ماليزيا برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية (CME) حيث تمتلك هذه الأخيرة لـ 25% من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد ، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالمياً، فضلاً عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا³. وتنقسم سوق عقود المشتقات والخيارات إلى الأقسام التالية⁴:

1 - عقود الخيارات: وهو يقتصر على نوع وحيد ويتمثل في عقود خيار الأسهم وهي عقود الخيار المؤشر

كوالا لمبور (OKLI)

2 - عقود المستقبلية: وتوجد العقود التالية:

أ - عقود مستقبلية السلع: وتنقسم إلى عقود مستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO)، وعقود مستقبلية لزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO)، وعقود مستقبلية لزيت نوات النخيل الخام (FPKO).

¹ نيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 89.

² سعيدة حرفوش، مرجع سابق، ص 157.

³ Bursa malaysia, corporate-history , on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/> 10/09/2013

⁴ Bursa malaysia, derivatives , on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/> 10/09/2013

ب - عقود مستقبلات الأسهم: وتنقسم بدورها إلى عقود مستقبلات لمؤشر كوالالمبور (FKLI) ، وعقود مستقبلات الأسهم الواحدة (SSFs).

ج - عقود المستقبلات المالية: وتحتوي على عقود مستقبلات لمعدل الإقتراض بين معدل السندات كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر (FKB3) ، وعقود مستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات (FMG3)، وعقود مستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات (FMG5).

رابعاً: مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية: Lubuan International Financial Exchange INC.

في سنة 1990 تم إنشاء مركز لبوان للتعاملات المالية الخارجية Lubuan International offshore Financial Centre وفي 23 نوفمبر 2000 تم البدء بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية LFX وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي، ويخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، تعمل على توفير بيئة متميزة يعمل في إطارها هذا المركز، كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من القيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة¹.
خامساً: السوق المالية الإسلامية الماليزية :

تؤدي هذه السوق منذ إنشائها، دوراً هاماً في البورصة الماليزية، شأنها شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو والتطور الإقتصادي لماليزيا، وكون غالبية سكان ماليزيا من الملاويين المسلمين، أدى عزوفهم على التعامل بالسندات التقليدية، بالسلطات الماليزية إلى إنشاء هذه السوق التي تعمل على توفير إحتياجات ماليزيا من الموارد المالية، وبإستعمال أدوات الإستثمار المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ويتم التعامل في سوق الأوراق المالية الماليزية في سوقين رئيسيين، الأولى سوق الإصدار الأولي، والثانية سوق التداول².

1 - السوق الأولي أو سوق الإصدار : وتنشط فيها كل من الحكومة والشركات الخاصة الماليزية، وتهدف من ذلك توفير التمويل اللازم للإستثمارات القصيرة أو طويلة الأجل.

2 - السوق الثانوي أو سوق التداول: ويتم تداول فيها الأوراق المالية المصدرة في سوق الإكتتاب، في أسواق منظمة كالبورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة أو في سوق MESDAQ، أو السوق الغير منظمة.

¹ Lubuan Financial Exchange, about.as, on line available at : <http://lfxsys.lfx.com.my/content/about/about.asp> 10/09/2013

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص91.

المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية مفهومها ووظائفها.

تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية من أهم أقسام البورصة الماليزية، حيث عرفت تطورا ملحوظا في السنوات القليلة الماضية، وذلك بتشجيع من الحكومة الماليزية التي عملت على النهوض بهذا القسم حتى يؤدي الدور المنوط له والمتمثل في توفير الأدوات والمعاملات التي تتماشى مع مبادئ الشريعة، حتى تلبية طلبات الأفراد والمتعاملين في سوق رأس المال الماليزي، وكهدف أساسي حسب الخطة الرئيسية المعلن عنها سنة 2001 وهو الوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي. حيث يختلف مفهوم السوق المالي الإسلامي عن السوق المالي التقليدي، من حيث التعريف والأدوات المالية المتداولة فيه. وهذا ما نحاول عرضه في النقاط التالية.

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ونشأتها

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية و تقسيماتها

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ونشأتها

ساهم وجود القطاع المصرفي الإسلامي في ماليزيا، لظهور وتعزيز إنشاء أدوات التمويل الإسلامي، مما ساعد في تعزيز وتطوير صناعة البنية التحتية للمؤسسات المالية الإسلامية الماليزية، فكان إنشاء لسوق الأوراق المالية الإسلامية حتميا حتى يواكب هذا النمو للصناعة المالية الإسلامية. وفيما يلي نتطرق لمفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

عرفت سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، بأنها "تلك السوق التي تتم فيها التعاملات بطريقة لا تؤدي لتناقض مع معتقدات المسلمين ولا الدين الإسلامي وتعتمد بشكل رئيسي على القوانين الشرعية في تداولاتها المالية، وذلك يتحقق بانعدام الأنشطة المحرمة شرعا من هذه السوق، كالتعامل بالربا والميسر والغرر وغيرها"¹. إذن، فهو سوق مالي يتوفر فيه فرص التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية، وجمع لموارد مالية لإستثمارها في عمليات ونشاطات موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية وبما يحققه من رضا نفسي للمستثمرين المسلمين.

وتعد اليوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من أهم أقسام البورصة الماليزية، لما تمثله من قيمة بورصية، إذ تعد البورصة الأولى عالميا من حيث القيمة السوقية للصكوك المدرجة بها وتقدر بأكثر من 21 مليار دولار وهذا بتاريخ 2010/08/30² وهي تلعب دورا هاما في دعم النمو الإقتصادي لماليزيا، إذ تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية جزءا هاما مكملا لنظام الصيرفة الإسلامية. وما يزيد في عمق واتساع للسوق المالية الماليزية، وما تقدمه من منتجات إسلامية متاحة للإستثمار، ذات جاذبية للمتعاملين المسلمين. وعرفت سوق الأوراق المالية الإسلامية عدة مراحل في تأسيسها، و هو ما سنقدمه في النقطة القادمة.

¹ Securities Commissions Malaysia, Islamic Capital Market, on line available at :

<http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type=> 10/09/2013

² Malaysian Business Magazine, bursa's sukuk coup, Malaysia, 16/09/2010.

ثانيا: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وتطورها:

بدايات العمل بالاقتصاد الاسلامي في ماليزيا يعود إلى سنة 1962 بإنشاء لصندوق الحجاج، لتعرف بعدها قفزة نوعية في المالية الاسلامية بداية من سنة 1990 لتصبح في الوقت الحاضر من البلدان الرائدة في هذا الميدان.

1 - نشأة السوق المالية الإسلامية الماليزية

أول ظهور للأنشطة المالية الإسلامية يعود إلى أوائل الستينات، بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962م. ويدير هذا الصندوق، أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما التجسيد الحقيقي لتطوير العمل بالمالية الإسلامية وبالخصوص المصارف الإسلامية في ماليزيا فيعود إلى عام 1983م، مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، والذي بدأ العمل به في 7 أبريل من نفس السنة، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ شرعية إسلامية، وكان ذلك بتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي و هو بنك إسلام ماليزيا برهاد¹، تبع ذلك تأسيس شركة تأمين تكافلي إسلامي ماليزيا عام 1984 بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه، إضافة إلى ظهور النوافذ الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاروي في عام 1993، التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث سمح البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية إدخال الخدمات الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية².

2 - تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

عرف التطور الحقيقي لسوق الأوراق المالية الإسلامية فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، حيث كانت الشركة الخاصة (Shall Mdn.Sdn.Bhd) أول شركة مصدرة للصكوك إسلامية في السوق المحلية في عام 1990، وقد تبع ذلك عدة إصدارات من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما كان له الأثر في زيادة تعميق سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا و اتساعها³.

كما تم تأسيس في سنة 1994، من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية للمؤسسات التالية: قسم خاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية ليسمى فيما بعد بالسوق المالية الإسلامية، وتأسيس اللجنة الشرعية(مجمع) لدراسة الأدوات المالية الإسلامية⁴. وفي إطار تنفيذ مبادئ الشريعة في إصدار الأوراق المالية، ولتسهيل قياس أداء الأسهم كان لا بد من استحداث مؤشرات إسلامية، فكان أول مؤشر للأسهم الإسلامية يصدر في ماليزيا من طرف RHB Unit Trust Managment Bhd وذلك في ماي 1996، وكان ذلك متبوعا بإصدار مؤشر سوق داو جونز الإسلامي (DJIM) من طرف داو جونز في فيفري 1999 و المؤشر شامل الإسلامي(FTSE) من طرف مجموعة FTSE في أكتوبر 1999⁵.

¹ OICV-IOSCO, ISLAMIC Capital Market Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organisation of securities commissions, July 2004, p28

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص100.

³ Mohamed Akaram Laldin, Islamic financial system : the Malaysian experience and the way forward, Op Cit, p.19 available at : < www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract > 16/01/2012

⁴ Resolutions of the securities commission Shariah Advisory Council, securities commission of Malaysia, Second Edition, Kuala Lumpur, 2006, p3.

⁵ OICV-IOSCO, ISLAMIC Capital Market Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organisation of securities commissions, Op Cit, p. 28

وفي إطار تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، تبنت سوق الأوراق المالية برهاد المعروفة حالياً بورصة ماليزيا بإصدار مؤشر يقيس حركة أسعار الأسهم الإسلامية سمي ب: (klse.shariah.index)¹ في 17 أبريل 1999، و يضم جميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، المدرجة في الجدول الرئيسي للبورصة الماليزية. بالإضافة إلى ذلك تصدر هيئة الأوراق المالية للقائمة الرسمية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة القابلة للتداول في البورصة المالية الماليزية.

ومن بين العوامل التي زادت في نمو وتطور هذه السوق ما يلي²:

أ - نمو الصناديق المالية الإسلامية، وزيادة حجم سوق الأسهم المالية الإسلامية المتداولة، بالإضافة لإستحداث لمنتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالصكوك الاستثمارية .

ب - بالإضافة إلى ظهور لمؤسسات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف ومؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوحيد المعايير الشرعية للمنتجات وآلية الرقابة عليها.

وتمثلت هذه الخطوات الايجابية في تطوير وتنظيم سوق رأس المال الإسلامية، فكانت له وظائف يقوم بها حتى يؤدي الدور المناسب له .

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية وتقسيماتها

تقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، بدور هام في تطوير وتحسين أداء نشاطها، وذلك من خلال عدة وظائف، كما أنها هي الأخرى تنقسم بدورها إلى عدة فروع.

أولاً: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

تؤدي سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية لعدد وظائف، من دعم للإقتصاد المحلي وتوفير لأدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة ومن توفير للفرص الإستثمارية ومن إشراف ورقابة، ويمكن إنجازها فيما يلي:

1 - دعم الاقتصاد المحلي:

تعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية دوراً حيوياً في دعم تنمية الاقتصاد المحلي، وذلك عن طريق تعبئة وتحويل مدخرات الأفراد والشركات الى الوحدات ذات العجز، لتوظيفها في المشاريع التنموية للقطاع العام والخاص على أن يدفع الطرف الأخير لعائد يرضى به أصحاب رؤوس الأموال، مما ينتج عنه نمو وازدهار الإقتصاد المحلي³.

¹ Mohamad Akram Laldin, Islamic financial system : the Malaysian experience and the way forward, Op Cit, p.19 available at : < www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract >16/01/2012

² Salman syed ali, Islamic Capital Market : Products, Regulation & Development, IRTI, IDB, jeddah, 2008, p.3

³ 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.

2 - الرقابة والإشراف على تعاملات السوق بما يتوافق مع الأحكام الشرعية:

ككل سوق مالية، توجد هيئة رقابة، وفي سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تشرف هيئة الأوراق المالية، عن طريق اللجنة الاستشارية الشرعية، على مطابقة وموافقة العمليات المعمول بها في السوق الإسلامي للأوراق المالية، وهذا بتوفير للأطر والقوانين الخاضعة لمبادئ الشريعة الإسلامية، والموافقة على إصدار الأدوات المالية الإسلامية، كما تعمل على تطوير المنتجات المالية الإسلامية في ماليزيا، وجذب الاستثمارات الأجنبية للاستثمار في السوق الإسلامية¹.

3 - توفير للأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة:

تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية للجهات المصدرة من حكومات وشركات، مكان إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من الأسهم والصكوك الإسلامية و أسهم الصناديق وغيرها، وهذا بعد المصادقة عليها من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وهذا لتعزيز ثقة المتعاملين في السوق والجهات المصدرة لتلك الأدوات المالية الشرعية².

4 - إتاحة الفرصة للإستثمار الحلال للمسلمين:

توفر سوق الأوراق المالية الإسلامية عديد الفرص الاستثمارية في مجالات عديدة وأدوات مالية إسلامية مقبولة شرعا، وهذا بما يفضله أصحاب الأموال الفاضلة من تقليل للمخاطرة ورجاء عائد مجزي ولفترات زمنية محددة خاصة في المدى القصير، مما يسمح للمستثمر بالمفاضلة في استثماراته وتسييلها عند الحاجة ، وحتى لا يدع أمواله تتآكل عن طريق الزكاة³.

ثانيا: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

تعد بورصة ماليزيا سوقا منظمة وسهلة الوصول إليها، لما تقدمه من منتجات متنوعة ومبتكرة. ولتعزيز المنتجات المقدمة إلى المستثمرين، أنشأت بورصة ماليزيا سوق للأوراق المالية الإسلامية، وهذا بغية تطوير أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها.

ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، إلى سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك وسوق المشتقات⁴.

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

2 - سوق الأسهم الإسلامية: ويتم تداول فيه جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتوفر فيها للمعايير والخصائص المحدودة من قبلها. وهي ما تمثله من 88 % من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية أو ما نسبته 64% من القيمة السوقية للبورصة، وهذا حتى 31 ديسمبر 2010.

¹ سعيدة حرفوش، مرجع سابق، ص163.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص102.

³ Alhabshi, Datuk Syed Othman, Op-Cit, p6

⁴ Bursa malaysia, Islamic Capital Market, on line available at : http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic_markets_brochure.pdf 10/09/2013.

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

ثالثا: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

يمكن تقسيم تداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا كل من أدوات الملكية الإسلامية والصكوك الإسلامية والأدوات المالية الإسلامية المركبة.

1 -أدوات الملكية الإسلامية:

تمثل الأدوات المالية للملكية الإسلامية في ابتكار لعديد الأدوات وذات تنافسية من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة ووحدات صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي يتم اصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، ما يسمح للمستثمرين في تنويع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الإقتصادية¹.

2 -الصكوك الإسلامية:

تعد التجربة الماليزية السباقة لإصدار الصكوك الإسلامية ، وتعرف بأنها "عبارة عن شهادات متساوية القيمة وغير مجزأة في ملكية الأموال الإستثمارية، تحكمها مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومصادق عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية"². ويتم إصدار هذه الصكوك من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة هذه اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتحضخ لرقابة البنك المركزي الماليزي.

3 -الأدوات المالية الإسلامية المركبة:

وهي تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة والتي توافق مع أحكام الشريعة، وهذا حتى يتمكن المتعاملين من حماية رؤوس أموالهم وأدوات استثمارية تعتمد على الأصول، أو في معاملات ذات علاقة بالسلع³. بالإضافة إلى:

4 -سماسة إسلامية للبورصة:

في التجربة الماليزية، توفر بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية، والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فقط. ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية المشهورة في ماليزيا:

-بنك إسلامي برهاد ماليزيا-BIMB SECURITIES SDN BHD و PTB SECURITIES .

¹ Wan razazila wan abduallah and others, the evolution of the islamic capital market in malaysia, Lincoln University, NEW ZEALAND, available at :

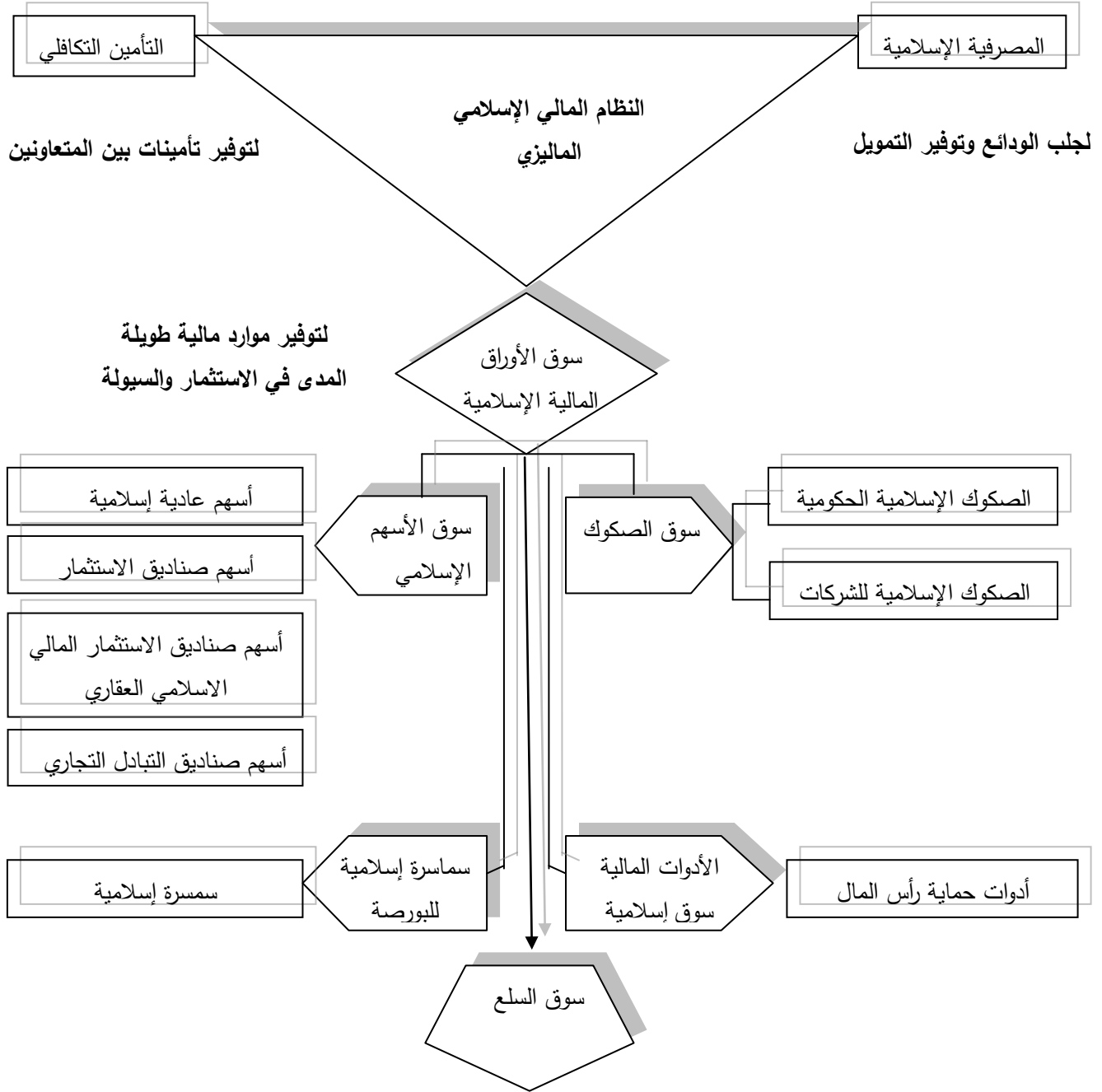
http://www.victoria.ac.nz/saci/about/events/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf p 18

² Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur, 2011,p.5

³ محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص 17.

و الشكل التالي يوضح لمكونات سوق الأوراق المالية الإسلامية ومكانتها ضمن النظام المالي الماليزي.

شكل رقم (14) : مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامية ومكانتها ضمن النظام المالي الماليزي



المصدر:

- محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص 17.

المبحث الثاني: دور الهيئات الرقابية في إصدار الصكوك.

شهدت سوق الأوراق المالية الماليزية تطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة، وذلك بتشجيع الحكومة الماليزية للنهوض بالقطاع المالي و الإرتقاء به إلى مصاف الدول المتقدمة، وقد كان لها ذلك، وكان لدور الهيئات الرقابية لسوق المال الماليزي دورا هاما في تنظيمه وتطويره، وبالأخص هيئة الأوراق المالية الماليزية، وذلك بانتهاجها لطرق ومناهج واضحة ومحددة، وسنبحث هذا في المطلبين التاليين:

المطلب الأول: دور الهيئات الرقابية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية المطلب الثاني: تطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية

المطلب الأول: دور الهيئات الرقابية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية

عملت الحكومة الماليزية على تشكيل الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي التقليدي أو الإسلامي، وخضوعه لجهات رقابية محددة وبالأخص هيئة الأوراق المالية الماليزية، حتى يتسنى تنظيم عمل السوق وحماية حقوق المستثمرين بتشريع القوانين اللازمة لذلك، وفي هذا الصدد أصدرت بورصة ماليزيا مجموعة مختلفة من القواعد، تنص على المتطلبات التي يجب توافرها في الجهات الخاضعة للمراقبة، سواء عند الدخول أو على أساس إستمرار عمل الشركات، كما تدير وتراقب الإمتثال لهذه القواعد، وتأخذ الإجراءات اللازمة والصارمة وتنفيذها السريع، عند خرق القواعد والقوانين من طرف الجهات التي يثبت في حقها خرق القوانين. وسنبرز أدوار الهيئات الرقابية العاملة في سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال عرض العناصر الموالية:

- الفرع الأول: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية
- الفرع الثاني: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية
- الفرع الثالث: دور اللجنة الشرعية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية
- الفرع الرابع: دور اللجنة الاستشارية الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية

الفرع الأول: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية

تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق الأوراق المالية الماليزية المحدودة، وبورصة المشتقات، كما لديها واجب مراقبة التعاملات، وضمنان تسوية المبادلات، بشكل منظم في الأوراق المالية المودعة لبورصة ماليزيا، من خلال مرافقها المخصصة لهذا الغرض. ومن الجهات الرقابية الهامة العاملة في سوق رأس المال الماليزي نجد:

أولاً: هيئة الأوراق المالية الماليزية:

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية، الهيئة الرقابية العليا والوحيدة لسوق الأوراق المالية الماليزية، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وتقدم تقاريرها وحساباتها للبرلمان كل سنة.

أنشأت في 1 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية المعروف بـ 'Securities commission ACT' 1993¹ ويسند لهذه الهيئة مجموعة من الوظائف والمهام والتي تشمل ما يلي¹:

1 - تسجيل نشرة الإكتتاب* « prospectus » لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية. بالإضافة للإشراف على السجلات وعمليات التبادل ومراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة والإيداع المركزي.

2 - الموافقة على إصدار سندات الشركات.

3 - القيام بالمهام الرقابية على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبلات، ومراقبة الشؤون المرتبطة بمجال الخيارات والإندماجات للشركات بماليزيا، زيادة على رقابتها للأنظمة المتعلقة بصناديق الإستثمار.

4 - الإشراف على كافة عمليات تسريح العمال وكذا التأكد من السير الحسن لعمل مؤسسات السوق وتشجيع التنظيم الذاتي لها.

والهدف من جميع هذه الوظائف التي تقوم بها الهيئة، هو حماية المستثمرين بالإضافة إلى المهام التنظيمية الموكلة لهذه الهيئة، فهي ملزمة أيضا بموجب القانون تشجيع وتعزيز تنمية سوق الأوراق المالية وسوق عقود المستقبلات في ماليزيا.

ثانياً: الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية :

تتكون الجهات الفرعية المساندة لعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تخضع لرقابة وزارة المالية الماليزية، في مجموعة من الجهات الفرعية تساعد في تأدية وظائفها، وتتكون هذه الجهات من البورصة الماليزية برهاد والمؤسسات التابعة لها، وأهمها²:

1 - بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد:

تم إنشاؤها في 4 ديسمبر 2003 وهي عبارة عن مؤسسة مُنظمة تتداول فيها الأوراق المالية، كما أنها مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المرتبطة بالأوراق المالية، والحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، وذلك من أجل تحقيق بيئة إستثمارية منظمة تتميز بدرجة عالية من الشفافية، وتعمل البورصة الماليزية للأوراق المالية على حظر العمليات المؤدية إلى عدم إستقرار السوق المالي، وذلك عن طريق إصدار القوانين والارشادات الخاصة، للرقابة على الأنشطة المزاولة في داخل أو خارج البورصة.

¹ Securities commission, what we do, available at :

www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type= 16/01/2016

² راجع: نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 94-96؛

Bursa malaysia, corporate-structure , on line available at :

<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/our-organisation/corporate-structure/> 10/09/2013

وتشرف وزارة المالية الماليزية على كافة الأنشطة التي تدار في البورصة الماليزية بصفة غير مباشرة، في حين تسند لهيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولية الرقابة المباشرة، وبناء على ذلك فإن بورصة الأوراق المالية الماليزية برهاد، خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية¹.

وتسترشد بورصة الأوراق المالية ببعض المبادئ التنظيمية، والتي لا تتجزأ عن الأطر والقواعد التنظيمية لبورصة ماليزيا، وذلك قصد ضمان أكبر قدر من المساواة في تطبيق الإجراءات التنظيمية، وهذه المبادئ هي²:

- أ - قواعد سهلة وواضحة الإلتزام بها.
- ب - لا مزيد من التنظيم الزائد عن اللزوم وذلك قصد تحقيق التوازن بين إحتياجات التنافسية من التنظيم والفعالية التجارية.
- ج - إستخدام السلطة التقديرية للبورصة، لتعديل وتغيير القواعد التنظيمية، وهذا بما يخدم ويسهل الأعمال المالية.
- د - تجنب القيود والإجراءات الغير معقولة من أجل الحفاظ على الوضع التنافسي للبورصة الماليزية، وذلك بوضع قواعد مبتكرة وتنافسية.

2 - بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد:

ويقصد بها المقاصة المركزية للأسهم المتداولة ببورصة الماليزية للأوراق المالية، وهي مختصة بعرض الأسعار والتعاملات المالية الإلكترونية (MESDAQ)، وتعرض المقاصة المركزية للأسهم خدماتها على أعضاء البورصة وفقا للقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتؤدي دورها الرئيسي في معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المقيدة في قائمة البورصة، والرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

3 - بورصة الإيداع برهاد:

وهي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل لشهادات، بين المشتري والبائع للأسهم، ويستخدم هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادة، وتتم التسوية من خلال الأنظمة الإلكترونية. وتتم عملية التسجيل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي المعروف باسم Central Depository System، وتتولى هذه البورصة إدارة جميع الحسابات، والرقابة على التعاملات الأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفق القوانين المنظمة.

4 - بورصة المشتقات برهاد:

تم إنشاؤها في 17 أبريل 1993 ويتم تداول في هذه البورصة منتجات المشتقات المالية، من عقود المستقبلات والخيارات، ويشرف على رقابة هذه البورصة كل من هيئة الأوراق المالية والبورصة ذاتها. وتمتلك بورصة الأوراق المالية المحدودة لـ 75% من أصول هذه البورصة كما تسند لها عمليات تسهيل عقود مستقبلات لزيت النخيل الخام (FCPO) في العالم³.

¹ نيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 94.

² Bursa malaysia, regulatory-approach-philosophy < on line > available at : www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles/ 10.09.2013

³ Bursa malaysia, bursa Malaysia derivatives < on line > available at : <http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/about-bursa-malaysia-derivatives/about-us/regulatory-structure/> 10/09/2013

5 - بورصة المقاصة للمشتقات برهاد:

تم إنشاؤها في 9 سبتمبر 1995 وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسئولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عند تبادل عقود المستقبلات والخيارات.

6 - بورصة السندات برهاد:

تدرج في بورصة السندات، كلا من السندات الحكومية وسندات الشركات، ويقيد عملها كلا من البنك المركزي الماليزي الذي أصدر مدونات وارشادات وقواعد لضمان حسن سير سوق السندات، في حين أن هيئة الأوراق المالية هي السلطة الأساسية التي تنظم وتطور سوق السندات في ماليزيا¹.

7 - مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية:

تم إنشاء هذا السوق في 30 جويلية 1999 ومن أهم الأنشطة التي يتم التعامل فيها جميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية.

8 - بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد:

أنشأة في 2 ماي 1986 ويتمثل دورها في توفير ونشر المعلومات وأسعار الأوراق المالية المقيدة في البورصة الماليزية.

9 - بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد:

تم استحداثها في 15 أبريل 2009 وهذا حتى تمكن المتعاملين في السوق المالي الإسلامي الماليزي من توفير وتسيير قاعدة التبادلات للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية المحدودة.

¹ Asian bonds online, malaysia, market structure, overview, available at : <http://www.asianbondsonline.adb.org/malaysia/structure/overview.php> 10/09/2013



المصدر:

- Bursa malaysia, corporate-structure, available at:

<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/our-organisation/corporate-structure/10/09/2013>

الفرع الثاني: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية حجر الزاوية في النظام المالي الماليزي، إذ تلعب دوراً رئيساً في دفع وتنمية وتطوير سوق الأوراق المالية.

أولاً: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية:

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية من بين أهم الهيئات الفاعلة في السوق المالي الماليزي، ومن الأدوار التي أوكلت لها ما يلي¹:

- 1 - تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية لتتشمى مع التطورات الحاصلة عالمياً.
 - 2 - الإشراف على المبادلات المالية، وغرفة التصفية، ومركز الودائع حتى تضمن التعامل السلس وتوفير الثقة للمستثمرين.
 - 3 - منح التصاريح والإشراف على جميع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.
 - 4 - تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات والصناديق الإستثمارية المالية والأدوات المالية الأخرى.
- وساهم دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، من خلال الخطوات السابقة الذكر، بالإضافة لوجود عوامل ساهمت في دعم السوق هي²:

- الإلتزام الحكومة الماليزية الكامل في تنشيط وتدعيم وتعزيز هذا السوق.
 - الأثر الإيجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا، ساهم في إلتزام المصدرين والمستثمرين بتعليمات السوق.
 - وجود خبراء ومتخصصين في المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة، ساهم في توضيح الآراء الشرعية بعقد الندوات وإقامة المناقشات الدورية مع الجهات المعنية بغية تطوير هذا السوق.
- وفي سعي هيئة الأوراق المالية لتطوير السوق المالية الماليزية، وضعت تطوير سوق مالي إسلامي كأهم الأهداف الواجب تحقيقها ضمن جدول أعمالها*، ليتم عرضها ضمن المخطط العام للأسواق المالية الماليزية MASTER PLAN الذي تم الكشف عنه سنة 2001³. وكان من بين الأهداف المراد الوصول إليها، هو جعل ماليزيا كمركز للمالية الإسلامية الدولية.

ثانياً: الإستراتيجية المتبعة من طرف هيئة الأوراق المالية:

من بين الإستراتيجيات المنتهجة من طرف الهيئة لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا نجد:

1 - إعداد البحوث والدراسات بما يتعلق بتطوير سوق رأس المال الإسلامي:

تعمل اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي، على تقديم الدراسات ومناقشة معاملات هذا السوق بالتشاور مع متعاملي السوق⁴، وهذا حرصاً من اللجنة على سير المعاملات وفق مبادئ الشريعة والالتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن اللجنة الإستشارية الشرعية.

¹ محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص9.
* يضم جدول الأعمال لسنة 1998-2000 هيئة الأوراق المالية، بالإضافة إلى تطوير سوق مالية إسلامية، تطوير سوق الأسهم، تنشيط التعاملات في سوق السندات الإسلامية، تطوير شركات الإستثمار الإسلامي، العمل على إصدار منتوجات جديدة في السوق المالية الإسلامية.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص118.

³ Resolution of securities commission, Shariah Advisory Council, Op Cit, p2

⁴ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص115.

2 - التخطيط للوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي:

عرضت هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001 خطة لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية، واحتوت الخطة ستة أهداف رئيسية، وأطلق عليها اسم الخطة الشاملة، وكان الهدف الرئيسي المستقبلي لهذه الخطة الإستراتيجية الممتدة لمدة عشر سنوات من 2001 إلى 2010¹ للوصول بماليزيا لأن تكون مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

و حتى يتحقق هذا الهدف كانت الإستراتيجيات المتبعة كالتالي:

أ - استحداث لأدوات تنافسية متعلقة بسوق رأس المال الإسلامي وهذا بصفة دائمة.

ب - العمل على تحسين فعالية سوق الصناديق الإسلامية.

ج - التحقق من أن ماليزيا لديها الإمكانيات التنظيمية والضريبية والمحاسبية تتماشى مع سوق رأس المال الإسلامي.

د - العمل على نزع اعتراف دولي يضمن ويضع ماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي.

3 - تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية:

من بين أشكال قبول ماليزيا كمركز للمالية الإسلامية في العالم، هو تنصيبها على رأس الهيئة التنفيذية للمنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية IOSCO، لما تقوم به من دور في تنشيط والنهوض بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي².

4 - توفير الأطر التنظيمية والقانونية والرقابية للمتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي:

وفي هذا الصدد، أصدرت هيئة الأوراق المالية لمجموعة من القوانين والتنظيمات تحت القسم 377 و378 من قانون أسواق المال و الخدمات. وتهدف الهيئة إلى تسهيل تطوير تنافسية السوق المالية بوضع إطار منظم لحماية المستثمرين، وللوصول لذلك دأبت الهيئة على زيادة شفافية قواعدها وتنظيماتها وتمتعها بمستوى من الكفاءة والفعالية في محيط يتميز بـ"لا لتنظيمات جديدة بلا سبب"³.

أما إصدارات الهيئة فقد كان نشيطا، وذلك لما عرفته السوق المالية الماليزية من حركية خاصة في الشق المالي الاسلامي، ومن بين الاصدارات ما يلي⁴:

أ - التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار:

أصدرت هيئة الأوراق المالية التعليمات الخاصة بصناديق الإستثمار في عام 2008، والتي تم مراجعتها في 2010/06/01، والتي تقضي بضرورة تقديم التعليمات المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين والإجراءات المتخذة لذلك. وتم إصدار قانون "Practice notes" تتعلق بإدارة صناديق الإستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا.

¹ Resolution of securities commission, Shariah Advisory Council, Op Cit, p2

² Securities industry development corporation Malaysia, about SIDC available at :

www.sidc.com.my/index.asp?pageid=282&newsid=&menuid=11&linkid 16/01/2012.

³ Securities commission Malaysia, legislation, Securities commission's rules-making process, available at : www.sc.com.my/main.asp?paiged=918&menuid=955&newsid=&linkid=&type= 16/01/2012.

⁴ Securities commission Malaysia, Islamic Capital Market, ICM product and services guidelines, available at : www.sc.com.my 16/01/2012.

ب - التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية:

من بين الأعمال المبذولة من قبل الهيئة، هو إصدارها لتعليمات خاصة بالأوراق المالية الإسلامية-الصكوك- في سنة 2004 وتم مراجعتها في 2011 و 2012، وذلك ضمن خطتها لتنشيط البورصة الماليزية على التداول في مثل هذه الأوراق، خاصة وأنها لاقت الترحيب والموافقة من طرف المستثمرين الماليزيين وحتى الأجانب. لذا وجب إصدار هذه التعليمات والارشادات لتوجيه المتعاملين في هذا السوق والإجراءات المتبعة في إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

ج - التعليمات الخاصة بصناديق الإستثمار العقاري الإسلامي:

تم إصدار هذه التعليمات في 2005/11/21، لتساهم في تسهيل التطور في منتجات سوق رأس المال الإسلامي، لتحل بذلك ماليزيا الريادة في مجال التمويل الإسلامي الدولي، ونموذج لتطور الإستثمار العقاري الإسلامي على المستوى الدولي، وفتح المجال للمستثمرين الدوليين الراغبين للإستثمار في ماليزيا، دون الملكية المباشرة لتلك العقارات.

د - العمل على تدريب وتعليم لكوادر متخصصين في المالية الإسلامية في ماليزيا:

تؤدي الهيئة دورا محوريا في التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال الماليزي، خاصة المتعاملون في السوق والباحثين والخللين المحليين أو الأجانب في ما يخص المالية الإسلامية، وذلك من خلال المشاركة في دورات تدريبية، والندوات والمؤتمرات محلية كانت أو دولية. كما أنشأت الهيئة مؤسسة تطوير صناعة الأوراق المالية SECURITIES INDUSTRY DEVELOPMENT CORPORATION و ذلك قصد دعم هيئة الأوراق المالية والبورصة المالية الماليزية، لتصبح سوق رأس المال الماليزي الوجهة المفضلة للمستثمرين. وقد أسندت لها مسؤولية تصميم وإنجاز برامج التدريب والتعليم للمراقبين الماليزيين والأجانب، ومديري الشركات والعاملين في السوق وفق المعايير العالمية، فضلا عن عقد الندوات وتنظيمها بهدف توعية المستثمرين وتجميع المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي للهيئة ذاتها¹.

الفرع الثالث: دور اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية

نظرا لتزايد حجم الأنشطة والمعاملات في السوق الأوراق المالية، والتي كانت تحتاج إلى اجتهاد خاص، قصد معرفة مدى خضوعها لأحكام الشريعة، فكانت الحاجة ماسة في إيجاد جهة شرعية تشرف على عمل هذا السوق. وفي التجربة الماليزية تم تأسيس للجنة استشارية شرعية تساعد في بناء مكونات السوق المالي الإسلامي الماليزي.

أولا: نشأة اللجنة الاستشارية الشرعية:

قامت هيئة الأوراق المالية في ماليزيا منذ نشأتها في 1994، بالعمل على توفير كافة المتطلبات اللازمة لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، وذلك بتأسيس مؤسسات رقابية يمكن الوثوق بها من طرف عامة الجمهور.

ومن أهم الخطوات التي اتخذتها هيئة الأوراق المالية، لتكوين لجان الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الماليزية، قامت بتأسيس كل من²:

¹ Securities industry development corporation, about SIDC available at : www.sidc.com.my/index.asp?pageid=282&newsid=&menuid=118&linkid=>16/01/2012.

² Resolution of securities commission, Shariah Advisory Council, Op Cit, p3

1 - قسم إدارة سوق الأوراق المالية الإسلامي:

من أجل تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا، قامت هيئة الأوراق المالية بإنشاء قسم إدارة ومراقبة سوق الأوراق المالية الإسلامي في سنة 1994، ويعتبر هذا القسم مسؤول عن إنجاز وعمل الدراسات المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، وإدارة الأدوات المالية المتداولة فيها. ومن بين الوظائف الأساسية لهذا القسم¹:

- أ - تقديم الدراسات و البحوث الخاصة بإقرار الأدوات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- ب - مسؤولية هذا القسم عن إصدار وتعديل القوانين ذات علاقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية وتنفيذها.
- ج - معاقبة كل من ثبت مخالفته تطبيق القوانين المعمول بها.
- د - العمل باستمرار على التحليل الدوري لقائمة الأوراق المالية للشركات المسعرة في السوق الماليزية، لتحديد مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية.
- هـ - نصح ومساعدة المستثمرين القدامى حول أداء الشركات المساهمة من حين لآخر.

ويعتمد قسم سوق الأوراق المالية الإسلامي، على العديد من الشخصيات المؤهلة والمعروفة في الأوساط الإسلامية الماليزية، خاصة في مجال المعاملات المالية الحديثة، ولديهم معرفة علمية شرعية أكيدة، والذين ينسب لهم الفضل في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

ويعمل قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية على تقديم لنتائج دراساته وأبحاثه إلى اللجنة الإستشارية الشرعية، لإتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتلك القضايا²، وبذلك توفير لسوق أوراق مالية إسلامية يستفيد كلا منها جميع المتدخلين فيها.

2 - مجمع (اللجنة الشرعية) دراسة الأدوات المالية الإسلامية :

قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بتأسيس هذا المجمع في 10 أكتوبر 1994، ويضم مجموعة من الأعضاء بين مستشارين في الشريعة، وأعضاء من الشركات المعروفة العاملة في ماليزيا، ومن أعضاء عاملين في القطاع المالي التقليدي، وبالتعاون مع جمعية العلماء الماليزيين وعلماء دوليين. ويقوم المجمع بمناقشة وإصدار القرارات المتعلقة بسوق الأوراق المالية الماليزية. وقد تم عقد ثمان لقاءات منذ 1995 إلى 1996³، وتم خلالها دراسة مدى صلاحية بعض الأدوات المالية المتداولة في السوق التقليدي من منظور شرعي.

وبعد مرور سنة من تأسيسها، حقق المجمع نتائج جد مشجعة في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، وبدا دورها مهما في هذا السوق، مما ازدادت الحاجة إلى توسيع صلاحياته وإعادة هيكلته، فحاء تأسيس للجنة الإستشارية الشرعية محل مجمع دراسة الأدوات المالية الإسلامية.

¹ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 121.

² المرجع السابق، ص 122.

³ Resolution of securities commission, Shariah Advisory Council, Op Cit, p4

3 - اللجنة الإستشارية الشرعية:

جاء إنشاء اللجنة الإستشارية الشرعية مكان مجمع دراسة الأدوات المالية الإسلامية في 16 ماي 1996، وذلك بتعيين من وزارة المالية الماليزية، لتؤدي دورها ومهامها التنظيمية والرسمية¹.

وتم إعطاء الصلاحيات لهذه اللجنة، للتأكيد على أن معاملات سوق الأوراق المالية الإسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وتقوم كذلك بدور الداعم والمساند ومستشار لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والعمل كهيئة محورية للموافقة على جميع الإصدارات التي تقدم في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وجمع البيانات والمعلومات من خلال الدراسات التي تقوم بها.

ثانيا: دور اللجنة الإستشارية الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية:

تقوم اللجنة بالعديد من المهام والأدوار في مجال الرقابة وتقديم الإستشارات والتوعية والتوجيه وإصدار القرارات من جهة، كما لها مهام تفعيل وتطوير الأدوات المالية². ومن أهم الوظائف التي تقوم بها هذه اللجنة نذكر:

1 - إصدار القرارات في القضايا الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية: حيث تعتبر اللجنة الإستشارية الشرعية الجهة الوحيدة التي تقوم بإصدار هذا النوع من القرارات، في القضايا التي يشوبها نوع من اختلاف الآراء الشرعية لدى الفقهاء.

2 - الرقابة: وتعد حجر الزاوية في عمل ومهام اللجنة الإستشارية الشرعية فهي تراقب الأدوات المالية الإسلامية والتداولات عليها، والتأكد من أن معاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتقدم هذه اللجنة بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية الماليزية رأيا شرعي في تطوير الأدوات المالية الإسلامية.

3 - الإجابة على الأسئلة والإستفسارات: تجيب هذه اللجنة طوال العام على الأسئلة والإستفسارات المطروحة عليها حول سوق الأوراق المالية الإسلامية، من ناحية العمليات أو الأحكام التي أصدرتها، وعادة ما تتقدم إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية أو الباحثين أو الموظفين من طرف شركات المساهمة والمستثمرين أو من طرف الحكومة الماليزية بمسألة هذه اللجنة.

4 - توعية الأطراف الفاعلة في السوق: وتعمل على توعية والتعريف بنظام التمويل الإسلامي خاصة المتعاملين في ماليزيا، عن طريق عقد الدورات التدريبية والندوات والمؤتمرات، والإستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات التي تدار حولها، وتمنح الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الإقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة والتي لها علاقة بالمنتجات المالية الإسلامية وأحكامها الشرعية.

5 - مركز لتقديم الإستشارة والمراجعة: فهي تعد مركز الإستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والمراجعة لكافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا بصورة عامة، وتعمل على تقديم يد المساعدة للأطراف التي لها علاقة بهذه السوق وإعطاء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة بها، إذا تم استشارها في ذلك مثل القضايا القانونية. كما تعطي النصيحة للمستثمرين المسلمين وتساعدهم في اتخاذ القرارات الإستثمارية.

¹ Idem, p4.

² سعيدة حروف، مرجع سابق، ص165.

ثالثا: المهام الأساسية للجنة الاستشارية الشرعية:

غير أن دور اللجنة الاستشارية الشرعية، لم يرقى إلى مرحلة استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة، يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتتبنى اللجنة مهمتين تقوم بهما¹:

1 - المهمة الأولى: تكييف الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة:

اتجهت اللجنة منذ تنصيبها إلى تحليل وتقييم ودراسة شرعية للأدوات المالية التقليدية القائمة والمتداولة في سوق الأوراق المالية المحلي، ومدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتركز الدراسة على الهيكلة وآليات استعمال هذه الأداة والتأكد من عدم مخالفتها لمبادئ الشريعة.

2 - المهمة الثانية: استحداث للأدوات المالية الشرعية:

عملت ماليزيا عن طريق هذه اللجنة دورا كبيرا في تفعيل الأدوات المالية الإسلامية وذلك بتطوير وابتكار لأدوات مالية تتماشى مع الأحكام الشرعية، والتي لا تتداول في سوق الأوراق المالية التقليدي في ماليزيا، أي سوق الأوراق المالية الإسلامية، ومن أهم الأدوات المالية الشرعية التي اخذت في النمو والتطور هي الصكوك الإسلامية التي بدأت الشركات الخاصة بإصدارها، بعدما كانت الحكومة الماليزية السبابة في إصدارها في شكل أوراق الإستثمار الحكومية ذات معدل الفائدة الصفري.

رابعا: الضوابط الشرعية لإصدار الأوراق المالية الإسلامية :

تم تقرير أربعة معايير شرعية أساسية من قبل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، وكان ذلك في 23 أوت من سنة 1995 في اجتماعها الخامس، وتقوم اللجنة بتحليل وتقييم الأوراق المالية المدرجة في السوق المنظمة (البورصة الماليزية)، لتصدر بعدها قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة²، وهذه المعايير هي كالتالي:

1 -المعيار الأول: عدم اعتماد الشركة في نشاطها الأساسي على المعاملات الربوية، بعكس ماهي عليه الشركات التقليدية

المتعاملة مع المؤسسات المالية التقليدية الربوية بما في ذلك البنوك التجارية وبنوك الإستثمار والمؤسسات المالية، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها باعتبارها خارجة عن قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية.

2 -المعيار الثاني: أن لا يكون نشاط الشركة الأساسي ولا تعاملاتها تعتمد القمار أو الميسر، وما شابه ذلك، مثل

الكازينوهات، والتي لا تلتزم بالمبادئ الإسلامية والأخلاقية للدين الحنيف، وهذا ما يجعل أسهم هذه الشركات المتعاملة بها، أن لا يتم إدراجها في قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية.

3 -المعيار الثالث: خلو نشاط الشركة من التعامل في الغرر، مثل شركات التأمين التقليدية حيث تعتبر هذه الأخيرة، أن

أقساط التأمين من حقها بلا مقابل، إلى أن يقع الضرر أو الخطر، وهذا النوع من الشركات تخرج من قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية ويحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

¹ Resolution of securities commission, Shariah Advisory Council, Op Cit, p5

² Idem, pp 145 :149

4 - المعيار الرابع: يحرم على شركات إنتاج وتوزيع وتسويق المنتجات والخدمات التعامل ومزاولة كمنشآت أساسية مايلي:

- أ - المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها، وتسويقها.
 - ب - إنتاج وتوزيع وتسويق للحوم الغير حلال مثل لحوم الخنازير.
 - ج - توفير الخدمات الغير الأخلاقية كالحانات وغيرها.
- وهذا ما يجعلها من الشركات الغير مقبولة في السوق المالية الإسلامية.

خامسا: خطوات فرز الأوراق المالية الشرعية:

تفرز الأوراق المالية التقليدية، من قبل اللجنة الإستشارية الشرعية مرتين كل سنة، الأولى تكون في شهر أبريل، والثانية في شهر أكتوبر¹، وهذا لتحديد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، على أن يتم ذلك وفقا للخطوات التالية:

1 - استخراج المعلومات المالية: تعمل اللجنة وفق هذه الخطوة استخراج بعض المعلومات والبيانات من مصادر الدخل ونشاطات الشركة، من مصادر عدة مثل تقارير المراجعة المالية السنوية، ومن خلال التحقيقات التي تقوم بها اللجنة عن الشركات المقيمة في السوق المنظم.

2 - تقييم نشاطات الشركة: وضعت اللجنة الإستشارية عدة شروط ومعايير عامة على نشاطات الشركات المسعرة أسهمها في سوق المال الماليزي، وتصوبوا إلى جعل نشاط الشركات متوافق مع الشريعة الإسلامية من أجل الموافقة على إدراج أوراقها في السوق المالية الإسلامية، في حين حددت اللجنة العناصر التالية للشركات التي لا يمكن قبول أسهمها في السوق المالية الإسلامية وهي²:

- أ - الخدمات المالية القائمة على الربا كخدمات المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية.
- ب - صناعة منتجات التأمين التقليدي بمختلف أنواعها.
- ج - نشاطات التسلية غير المسموح بها شرعا وما شابه ذلك من القمار والمغامرة.
- د - صناعة وبيع المنتجات المحرمة، صناعة أو بيع منتجات التبغ أو التي تعتمد منتوجاتها على التبغ.
- هـ - بيع وشراء أسهم الشركات غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

¹ Securities commission of Malaysia, list of shariah Advisory Council of Securities commission, Kuala Lumpur, nov 2011, pp13-14.

² Mohamed Akram Laaldin, shariah approved securities screening process in malaysia, p12, available at: www.isra.my/media-centre/downloads/viewdownload/8-islamic-capital-market/37-shariah-approved-securities-screening-process-in-malaysia.html

3 - معايير ادراج الأوراق المالية: ويكون ذلك بوضع معيار (نسبة الحرام إلى الحلال) للشركات التي عملها الأصلي حلال، غير أنها تقوم بمعاملات محرمة، فإذا كان حجم الأنشطة الغير مشروعة للشركات أكبر من حجم الأنشطة المشروعة، فلا يتم قيد أسهم هذه الشركات في قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة في ماليزيا¹. وتتضمن هذه المعايير ما يلي:

أ - معيار 5%: يستعمل هذا المعيار لتحديد نسبة الأعمال المحرمة للشركات إلى الأعمال الحائزة، ومن أمثلة النشاطات المحرمة التعامل بالربا والقمار والخمر ولحم الخنزير فإذا كانت النسبة أكبر من 5%، توضع أسهمها في قائمة الشركات الغير الشرعية، ويجرم تملكها أو تداولها من طرف المسلمين .

ب - معيار 10% : يستعمل هذا المعيار لتحديد نسبة الإختلاط في أعمال الشركات بين الأنشطة المحرمة والأنشطة الحلال، مع تحقيق هدف تغليب المصلحة العامة، والتي نسبتها لا تتعدى 10%، مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت لدى المصارف التقليدية والنشاطات المتعلقة بالتبغ.

ج - معيار 25%: يستعمل هذا المعيار لتحديد المستوى المختلط في أعمال الشركات بين الأنشطة المحرمة والأنشطة الحلال مع تحقيق المصلحة العامة، وهي الشركات التي تقدم أعمال لصالح النفع العام رغم احتوائها على نشاطات غير جائزة، مثل أنشطة وعمليات الفنادق، فإذا كانت النسبة أكثر من 25% فلا يتم تداول أسهم هذه الشركات في السوق الإسلامية، أما إذا كانت النسبة أقل من 25% فيمكن إدراج هذا النوع من الشركات ضمن لائحة الشركات المقبولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

و بناء على ما سبق من معايير ومؤشرات، طرحت اللجنة الإستشارية الشرعية معايير إضافية للشركات المختلطة بين الأنشطة المحرمة والمقبولة، منها المعيارين التاليين²:

- للشركة سمعة حسنة، ومقبولة من وجهة نظر المجتمع.
- أن تكون أنشطة الشركات الرئيسية موجهة للمصلحة العامة، لعموم المسلمين والوطن، مع وجود نسبة قليلة من النشاطات الغير جائزة التي تتعامل فيها.

¹ Securities commission of Malaysia, list of shariah Advisory Council of Securities commission, Kuala Lumpur, 29 mai 2009 , p.13

² Ibid, p.14

الفرع الرابع: دور اللجنة الاستشارية الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية

يتركز دور اللجنة الاستشارية الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، على حسن ضمان التزام الجهات المصدرة لهذا النوع من الأوراق المالية بأحكام الشريعة الإسلامية، وعلى عدم وجود ما يخالف ذلك. وهذا تعزيباً لثقة المستثمرين المسلمين للإستثمار في أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامي.

أولاً: الجهة المسؤولة عن إصدار الصكوك الإسلامية:

وتشرف هيئة الأوراق المالية الماليزية على إصدار الصكوك الإسلامية، عن طريق إصدار إرشادات Guidelines مختلفة لتنظيم عملية الإصدار في السوق الأولي، بينما يتولى البنك المركزي الماليزي الإشراف على سوق التداول -السوق الثانوي- وذلك بتسجيل للصكوك الإسلامية و تداولها¹. وتعتبر هيئة الأوراق المالية الجهة الوحيدة والمنفردة التي تنظم وترخص جميع إصدارات الصكوك الإسلامية.

ويأتي دور قسم سوق رأس المال الإسلامي التابع للهيئة مساندة ومعاونة الهيئة في إصدار الصكوك الإسلامية، و من ضمن صلاحيات هذا القسم التأكد من جميع العروض والتقديمات التي قدمها المستشار الشرعي الرئيسي، كما يقر القسم بكل الأمور المتعلقة بأحكام الشريعة خصوصاً كل المعاملات المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية.

أما اللجنة الاستشارية الشرعية، فيأتي دورها في تنظيم عمليات إصدار الصكوك الإسلامية، ومعاونة قسم سوق رأس المال الإسلامي في إصدار وتوثيق وتقديم التوجيهات والإرشادات المتعلقة بالقضايا الشرعية². بالإضافة إلى ذلك، يتم تقديم جميع طلبات إصدار الصكوك الإسلامية إلى مستشار شرعي رئيسي، متخصص في شؤون الصكوك الإسلامية وفقه المعاملات، وذلك بتقييم وإقرار إصدارات هذه الصكوك، كما ورد في قانون إرشادات عروض الصكوك الإسلامية تحت بند (7.0)³.

ثانياً: مسؤولية المستشار الشرعي في إصدار الصكوك:

يؤدي المستشار الشرعي لدور محوري في عملية إصدار الصكوك وهذا لما يضيفه من شرعية على الاوراق المالية ومطابقتها للتنظيمات والإرشادات السارية المفعول.

1 -المستشار الشرعي:

يسند للمستشار الشرعي عملية تقييم اصدار وهيكله الصكوك الإسلامية في ماليزيا، فهو شخص متخصص مستقل عن اللجنة الإستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولكنه يعمل في اطار التنظيمات والإرشادات والقرارات الصادرة عن هذه اللجنة، حيث نصت هذه التعليمات على أن يتأكد المستشار الشرعي من موافقة الصكوك المصدرة لأحكام الشريعة، ويتم تعيين المستشار الشرعي بالتوافق مع هيئة الأوراق المالية الماليزية⁴.

¹ محمد أكرم لال الدين، النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، ص1 على الخط ، متوفر على الرابط:

<www.isra.my/media-centre/downloads/summary/8/31.html> 16/01/2012

² محمد أكرم لال الدين، النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، ص:2-3 على الخط ، متوفر على الرابط:

<www.isra.my/media-centre/downloads/summary/8/31.html> 16/01/2012

³ Securities commission of Malaysia, Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Op Cit, P11

⁴ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص141.

2 - دور المستشار الشرعي:

للمستشار الشرعي دور في إرشاد المصدر وتوجيهه في كل الجوانب المتعلقة بإصدار الصكوك، منها ما يتعلق بالوثائق، نشرة الإصدار، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية. بالإضافة إلى ذلك التأكد من أن جميع الإجراءات تلائم ما ورد في أحكام الشريعة، وما جاء في قانون الإجراءات والإرشادات لإصدار الصكوك الإسلامية. و يعتبر دور المستشار الشرعي جوهريا، في المصادقة على إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وأهم المهام والمسؤوليات التي يمكن التركيز عليها¹:

أ - تحضير المسودة الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية:

تتولى الجهة المصدرة (الشركة) تحضير المسودة الخاصة قبل إصدار الصكوك الإسلامية، ويستوجب على المستشار الشرعي إعطاء مشورته فيما يخص الوثائق اللازمة لإصدار الصكوك، وفيما يتعلق بالهيكلية التي ستمت بها عملية الإصدار. بالإضافة إلى فحص وتحليل المسودة للتأكد من صحة التنفيذ، وتقديم النصائح المتوافقة من الناحية الشرعية، كما يتوجب عليه ابداء الملاحظات والمخالفات إن وجدت، ويتوجب عليه اعطاء الرأي الشرعي المتعلق بخصائص هيكلية الصكوك لمعرفة مدى التزامها بمبادئ الشريعة.

ب - عملية إصدار الصكوك الإسلامية:

إن إصدار الصكوك الإسلامية، هي جوهر العملية المقترحة من الجهة المصدرة، ولهذا يقوم المستشار الشرعي بفحص العملية بدقة، ويقوم بعدها بإبداء الحكم الشرعي المناسب، والتأكد من أن كافة الأمور المرتبطة ببنية وهيكلية هذه الصكوك وآلية إصدارها تتوافق مع الضوابط الشرعية، حيث يتأكد من إفصاح المعلومات الشرعية في نشرة إصدار الصكوك الإسلامية، ومن بين المعلومات نجد²:

- نوع الأصول المراد تصكيكها والتي ستسمح بتمويل الشركة.
- الهدف الجوهري من استخدام الموارد المالية المتحصلة من الصكوك الإسلامية.
- بيان التسهيلات التمويلية الإسلامية التي تنطوي عليها مبادئ الشريعة الإسلامية، وقيمة البيع والشراء، وحساب نسبة الربح أو حصة الإشتراك في الربح.

ج - الأمور الإدارية والتشغيلية:

تحاط عملية إصدار الصكوك الإسلامية بكثير من الأمور الإدارية والتشغيلية المتعلقة بالعملية، فتحتاج إلى وضوح وشفافية الشركة المصككة للأصول، وهذا حتى يتمكن المستشار الشرعي من إبداء الرأي الشرعي حول هذه الأمور. وتشمل الأمور التشغيلية تدقيق وفحص نشاط الشركة التجارية بصورة مستمرة، ومتطلبات افتتاح الحساب أو تقييم الأموال ومدى احترام نسبة الأعمال المحرمة ومدى تقيدها بها، وهذا حتى يتأكد المستشار الشرعي من مطابقة هذه الأمور لأحكام الشريعة وإرشادات اللجنة الإستشارية الشرعية.

¹Securities commission of Malaysia, Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Op Cit, P11

² نيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص142.

3 تعيين المستشار الشرعي:

يتم تعيين المستشار الشرعي بالتوافق بين هيئة الأوراق المالية واللجنة الاستشارية الشرعية، ويطلب من الجهة المصدرة للصكوك الإسلامية أن تعين مستشار شرعي مستقل طبيعي كان أو معنوي¹.

أ - تعيين مستشار شرعي مستقل معتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، على أن تتوفر فيه بعض الشروط التي تعتبر ضرورية من بينها²:

- أن لا يكن ممن أعلن إفلاسه.
- أن لا يكون قد ارتكب جريمة ناشئة عن الإجراءات الجنائية.
- أن يكون حسن السيرة والسلوك ويتمتع بأخلاق وسمعة طيبة.
- أن يمتلك المؤهلات والخبرات الضرورية، لا سيما في فقه المعاملات وفقه الشريعة الإسلامية، مع ثلاث سنوات خبرة كحد أدنى في المجال المالي الإسلامي.

ب - تعيين أي مصرف إسلامي أو مصرف تقليدي أو أي مؤسسة مالية مرخصة من قبل البنك المركزي الماليزي، تعمل كمستشار شرعي، وتتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية من خلال النوافذ الإسلامية.

في حالة كون المستشار الشرعي الذي يقوم بتقرير الرأي الشرعي في عملية الإصدار، عبارة عن مؤسسة فعليها في هذه الحالة أن تعين فردا واحدا خبيرا شرعيا، يتصف بنفس المميزات المستشار الشرعي المستقل لتولي كل ما يتعلق بإبداء الرأي الشرعي، بالإضافة إلى ذلك يجب أن يكون كلا من المؤسسة والخبير الشرعي ممن لم يرتكب أخطاء تتعلق بقانون البنوك³.

¹ Securities Commission of Malaysia, Guidelines on the Offering of Islamic Securities, Malaysia, 26 July 2004, p.4

² Idem, p.4

³ محمد أكرم لال الدين، النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، ص:3 على الخط، متوفر على الرابط:

<www.isra.my/media-centre/downloads/summary/8/31.html> 16/01/2012

المطلب الثاني: تطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية ودوافع الإستثمار فيها.

شهد سوق الصكوك الإسلامي الماليزي، نمواً وتطوراً ملحوظاً في السنوات القليلة الماضية، وهذا لوجود بنية وصناعة مالية إسلامية، تعمل على استحداث وابتكار أدوات تتماشى مع أحكام الشريعة، على غرار ما تم استحداثه من صكوك المشاركة والإجارة والإستصناع. وفي ظل وجود ظروف ملائمة وفرتها الجهات المعنية لإستمالة وجذب للمستثمرين في هذه الأوراق. وستعرض في طيات هذا المطلب بشيء من التفصيل للنقاط التالية:

الفرع الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا الفرع الثاني: دوافع الإستثمار في الصكوك الإسلامية الماليزية

و يمكننا أن نلاحظ مراحل تطور إصدار الصكوك في ماليزيا، وذلك من خلال الفرع الأول.

الفرع الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا

حيث عرفت سوق الصكوك الماليزية، عدة مراحل لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية، وهذا من خلال الإستراتيجية الموضوعية من طرف السلطات في ماليزيا، لجعلها مركز دولياً للمالية الإسلامية ومركزاً لإصدار الصكوك في السوق المحلية. وكان ماليزيا السبق في عدة إصدارات للصكوك ومن مختلف الأنواع، وهذا بفضل ما تمتلكه من قدرات بشرية جعلها الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية، غير أنها كانت محتشمة في بداية الأمر، وقد مرت بمرحلتين نوجزهما فيما يلي:

أولاً: تذبذب في إصدار الصكوك:

وتمتد هذه المرحلة من 1990 إلى 2000 حيث شهدت عدم إستقرار في إصدار الصكوك وهذا لحدائتها في السوق المالي الماليزي، ومن أهم ما يميز هذه المرحلة التي مرت عليها ماليزيا في تطويرها لصناعة الصكوك كانت¹:

- 1 - سنة 1990: أصدرت شركة Shell MDS Sdn Bhd وهي شركة أجنبية وغير إسلامية، أول صك إسلامي بالرنجيت الماليزي بقيمة 125 مليون رينجت (33 مليون دولار)، وكانت بصيغة البيع بثمن آجل².
- 2 - سنة 1997: أطلقت شركة KHAZANAH المملوكة للحكومة الماليزية أول صكوك مرابحة وسميت صكوك KHAZANAH، وكانت صكوك بدون فوائد (صفر كوبون). وكان إصدار هذا الصك من قبل الحكومة محاولة منها إيجاد صك بديل للسندات التقليدية المحلية ولمعرفة مدى استجابة السوق لهذا النوع من المنتجات³.
- 3 - سنة 2000: من الضوابط التي قررتها لجنة مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية لماليزيا، على مصدري الصكوك الإسلامية تعيين مستشار شرعي مستقل.

¹ Bank nagara malaysia and securities commission, malaysian debt securities and sukuk market : a guide for issuers & investors, malaysia, 2009, p.p 136-137

² International Islamic Financial Market, sukuk report : a comprehensive study of the international sukuk market, first edition, bahrain , 2010, p.8

³ نور الدين أنجمون، تطوير الصكوك في ماليزيا، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية -، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص.6.

وشهدت هذه المرحلة نمو مضطربا من ناحية الحجم والقيمة، وكذلك من ناحية الانواع المبتكرة من الصكوك وتميزت:

- 1 - سنة 2001:** أصدرت شركة KUMPULAN GUTHRIE Bhd أول نوع من صكوك الإجارة بمبلغ 150 مليون دولار أمريكي¹، وتمثل أولى الصكوك التي تم تصنيفها قبل إصدارها، وكانت مدرجة في مركز لبوان الدولي للتبادل (LFX)، وكانت هذه الصكوك من بين أولى صكوك الإجارة التي كونت إصدار ما قيمته 395 مليون دولار أمريكي.
- 2 - سنة 2002:** أطلقت الحكومة الماليزية لأول صكوك إجارة دولية بمبلغ 600 مليون دولار أمريكي، وهي تمثل لأول صكوك إسلامية سيادية تم إصدارها في العالم. وقد سمحت الحكومة الماليزية بخضم مصروفات إصدار الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفدرالية لسنة 2003، وكان الإصدار حسب أحكام الشريعة الإسلامية.
- 3 - سنة 2003:** أصدرت شركة Ambang SENTOSA Sdn Bhd لأول صكوك إسلامية مدعومة بأصول، بالإضافة إلى تشجيع الحكومة الماليزية عن طريق السماح بخضم تكاليف إصدار الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها وفق صيغة الاستصناع من ميزانيتها لسنة 2004.
- كما تم أيضا حل لمشكلة الضريبة على الصكوك الإسلامية كما هو الحال بالنسبة للسندات التقليدية.
- 4 - سنة 2004:** شهدت هذه السنة إصدار لأول صكوك إستصناع في قطاع الطاقة من طرف SKS Power Sdn Bhd كما تم إصدار لأول صكوك إجارة دولية من طرف شركة خاصة SARAWAK والتي أنشأت شركة ذات الغرض الخاص لتدير هذا الإصدار، لمدة خمس سنوات بمبلغ 350 مليون دولار أمريكي، وتم بيع وإدراج هذه الصكوك في سوق لبوان للتداول (LFX).
- وفي هذه سنة كذلك تم إصدار لأول صكوك إجارة محلية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، بقيمة 160 مليون رنجيت ماليزي من طرف شركة انكرس المحدودة².
- كما أصدرت International Finance Corporation وهي إحدى المؤسسات المالية التابعة للبنك الدولي، لأول صكوك عالمية من النوع صكوك البيع بضمن آجال بالرنجيت الماليزي بقيمة 500 مليون رنجيت ماليزي.
- وأصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية SCM لإرشادات إصدار الصكوك الإسلامية في سنتي 2004 و 2011، وكانت هذه الارشادات للإصدار، بمثابة الإطار المسير لكيفية عرض الصكوك الإسلامية، ومنظم لجوانب الابتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
- 5 - سنة 2005:** أكبر عملية إصدار بالعملة المحلية-الرنجيت الماليزي- للصكوك إسلامية من طرف البنك الدولي، يحل أجلها في 2010 بقيمة 760 مليون رنجيت ماليزي، ويعد ثاني إصدار دولي من طرف جهة شبه سيادية.
- كما شهدت نفس السنة إصدار لأول صكوك مشاركة من طرف شركة MUSYARAKAH ONE CAPITAL BERHAD بقيمة 2.5 مليار رنجيت ماليزي.

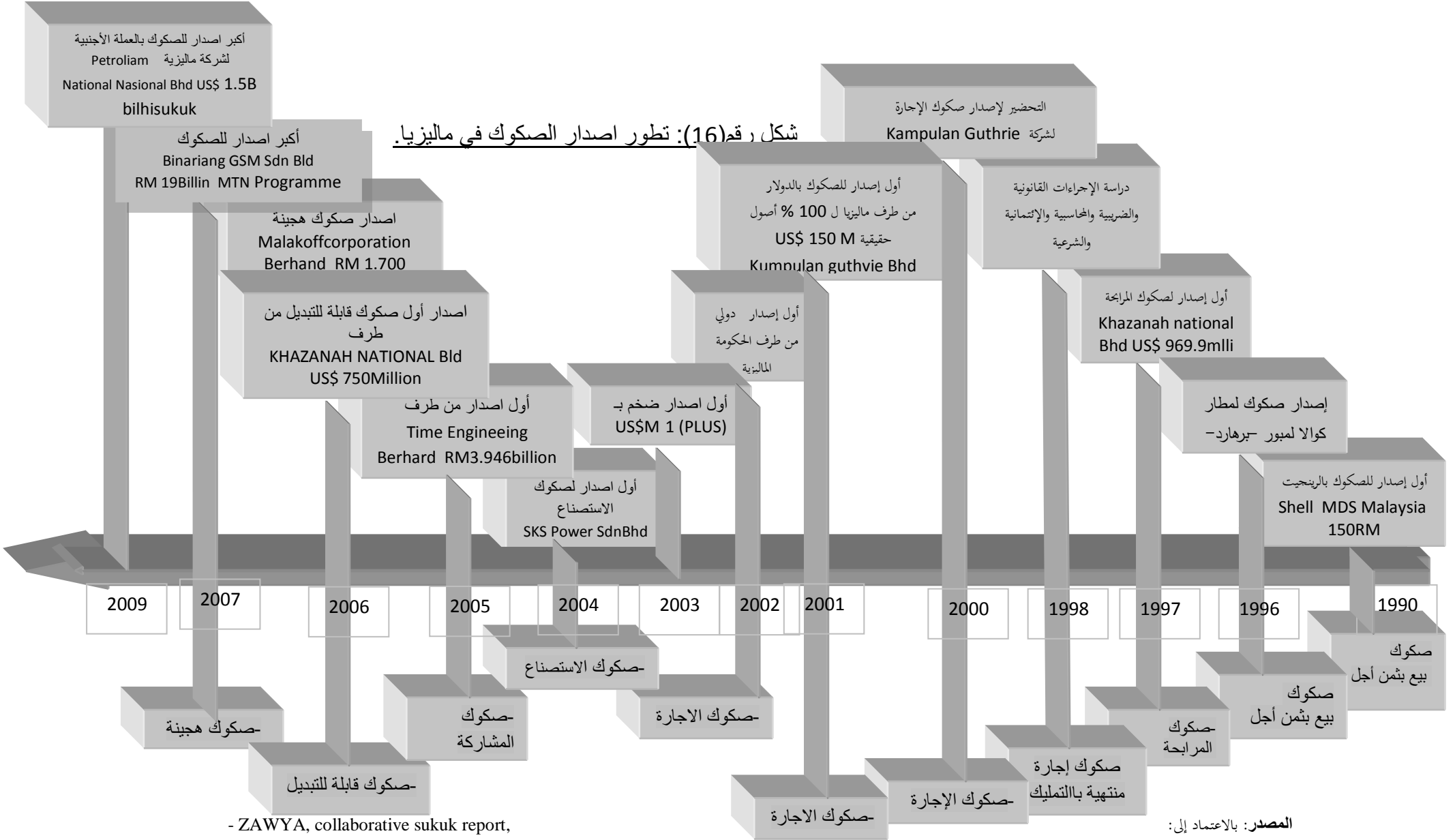
¹ International Islamic Financial Market, sukuk report, Op Cit, p.8

² Securities commission of Malaysia, Securities commission annual report 2004, Op Cit, p. 2.24

- 6 - سنة 2006:** إطلاق أول مؤشر دولي للصكوك الإسلامية في كوالا لمبور، وعرف هذا المؤشر بـ Dow Jones CitiGroup Sukuk Index وهذا المؤشر يقيس عمل الصكوك الإسلامية ذات الإيراد الثابت، التي تحكمها ضوابط الاستثمار الشرعي. وتم إنشاء هذا المؤشر بشكل أساسي لمساعدة المستثمرين الراغبين للاستثمار في الصكوك الإسلامية والتي تتمتع بإيراد ثابت.
- بالإضافة لإطلاق شركة KHAZANAH NATIONAL Bhd لأول صكوك مشاركة قابلة للتبادل موافقة للشرعية الإسلامية بقيمة 750 مليون دولار أمريكي، وإدراجها للتداول في بورصة هونغ كونغ.
- 7 - سنة 2007:** إصدار لأول صكوك مختلطة من طرف شركة MALAKOFF C.Bhd بقيمة 1.7 بليون رينجت ماليزي¹.
- أكبر إصدار للصكوك الإسلامية بقيمة 19 مليار رينجت ماليزي حتى هذا التاريخ من قبل شركة Binariang GSM Bhd Sdn.
- إصدار أكبر صكوك للتبادل بقيمة 850 مليون دولار أمريكي من قبل KHAZANAH NATIONAL Bhd.
- 8 - سنة 2008:** إصدار لأول صكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص، ممولة من طرف بنك التنمية الإسلامية من طرف شركة TADAMUN Services Bhd بقيمة واحد (0 1) مليار رينجت ماليزي.
- 9 - سنة 2009:** إصدار لأكبر عرض من الصكوك الإسلامية بعملة أجنبية من طرف شركة Nasional Bhd Petroliom الماليزية إلى هذا التاريخ بقيمة 1.5 مليار دولار أمريكي.
- والشكل الموالي يوضح تطور إصدار الصكوك في ماليزيا.

¹ Ibid, p.8

شكل رقم (16): تطور اصدار الصكوك في ماليزيا.



- المصدر: بالاعتماد إلى:
 - ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009, p.82
 - Bank nagara malaysia and securities commission, malaysian debt securities and sukuk market, Bank nagara malaysia and securities commission, malaysia, 2009, pp:136-137
 - Shamsun Hussain, paper: The Importance of Islamic fixed income securities in developing Islamic financial market , kuala lumpur, 2008.

الفرع الثاني: دوافع الاستثمار في الصكوك الإسلامية الماليزية

قصد جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين الماليزيين، وفرت الحكومة الماليزية ومن ورائها البورصة الماليزية عدت مزايا ضريبية، وبما يتعلق بتملك ونقل الأرباح والتصرف بحرية في الصكوك الإسلامية المصدرة في ماليزيا، وأخرى تتعلق بالتنظيم.

ومن بين أهم الدوافع التي ساهمت في زيادات إصدار الصكوك الإسلامية الماليزية والإستثمار فيها هو:

أولاً: توفير للظروف التنظيمية لإنشاء سوق الصكوك:

من بين التسهيلات والخدمات التي قدمتها السوق المالية الإسلامية الماليزية والحكومة الماليزية، لزيادة نشاط سوق الصكوك هو توافرها على بنية مالية إسلامية متينة، وتوفير لقواعد ونظم تتماشى مع مقتضيات المرحلة الأولى، التي تعمل على أن تصبح ماليزية مركزاً دولياً للمالية الإسلامية، وكان ذلك عن طريق¹:

1 - معالجة الأمور التنظيمية: عملت الحكومة الماليزية منذ الوهلة الأولى على تحسين وتوفير الظروف الملائمة لتنشيط إصدار

الصكوك وذلك بايجاد الحلول التنظيمية المناسبة. وكان ذلك من خلال:

أ - توفر ماليزيا لمجموعة حلول تتماشى مع أنواع الصكوك وذلك بتوفير لقاعدة إصدار وتداول الصكوك تتميز ب:

- كونها أدوات إسلامية يمكن الوثوق بها.

- بنية قانونية وتنظيمية متينة.

- خضوعها لأحكام ومبادئ الشريعة.

- توفر الكفاءات البشرية المتخصصة والمدربة.

ب - توفر ماليزيا على أدوات صناعة البنية المالية الإسلامية (المصارف الإسلامية، التأمين التكافلي، سوق النقد الإسلامي،

السوق المالية الإسلامية) مما يسمح لها بدعم سوق الصكوك و النهوض به، ووجود عدة أطراف في النظام المالي الإسلامي تعمل

على تسيير إصدار وتوزيع الصكوك، أو خلق لطلب فعال للصكوك بتوفير لمجموعة واسعة من المستثمرين بالإضافة لعنصر الابتكار

والتطوير، مما ساهم في وجود إصدارات مختلفة من الصكوك.

ج - توفر لأدوات التحوط وتسيير المخاطر مثل العقود الآجلة الإسلامية.

د - إنشاء ماليزيا لمركز معلومات حول السوق المالية الماليزية، على غرار المركز المالي الإسلامي الماليزي Malaysia

International Financial Centre.

هـ - تسهيل لإجراءات التعامل والتداول في سوق الأوراق المالية وذلك عن طريق النظم المعلوماتية التالية :

RENTAS (Real time Electronic Transfar of Funds & Securities) ; -

FAST (Full Automated System for Issuance/Tendering) ; -

BIDS (Bond Information and Dissemination System). -

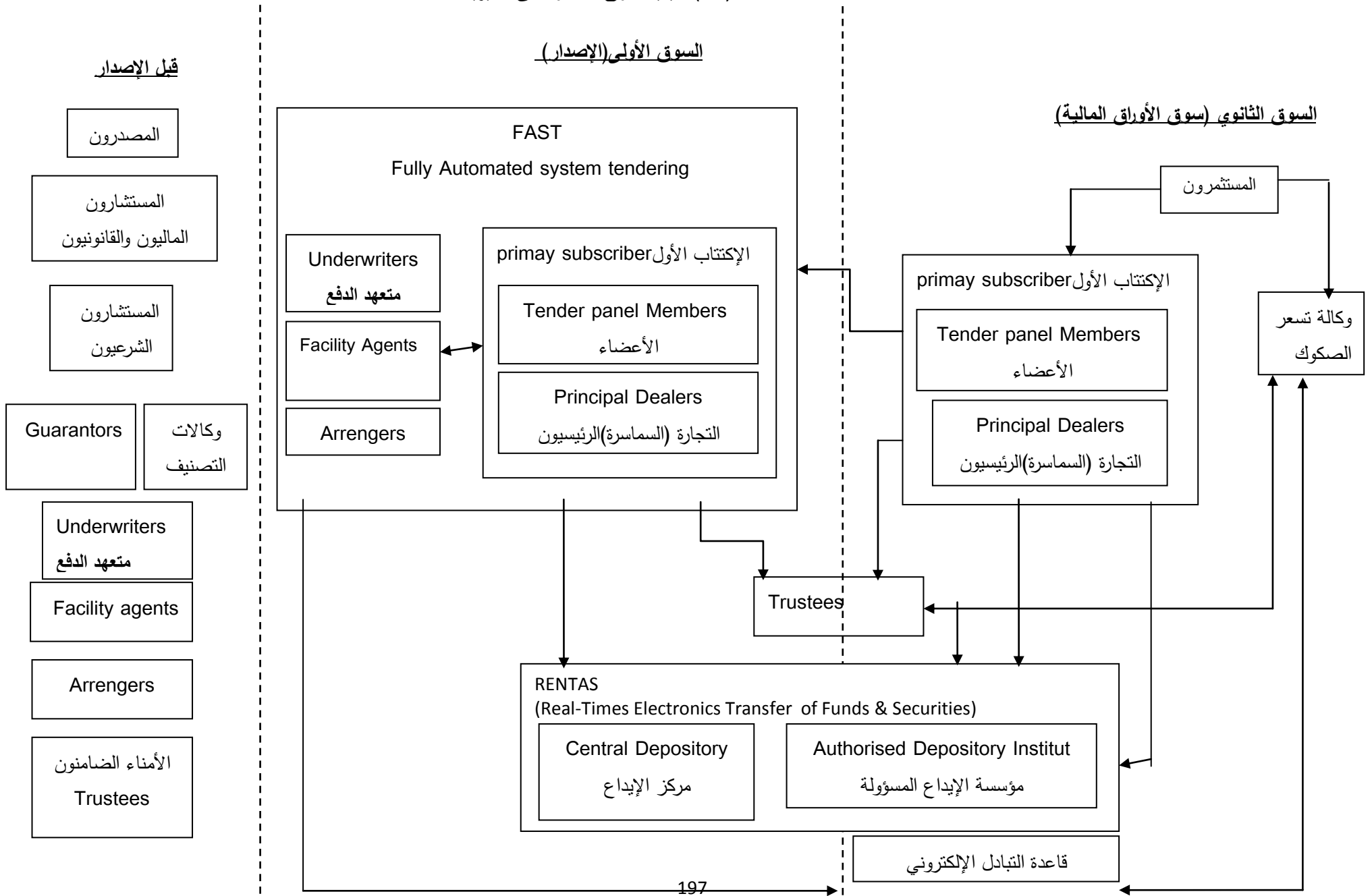
¹ Bank nagara malaysia and securities commission, malaysian debt securities and sukuk market : a guide for issuers & investors, Op Cit, p.42

2 - إنشاء سوق للصكوك:

وكان ذلك من خلال إنشاء لسوق خاص بالصكوك الإسلامية، يتم تداول فيها الصكوك المصدرة محليا أو من طرف الجهات الخارجية، من الحكومات والشركات الأجنبية. وعملت البورصة الماليزية على انشاء هذه السوق حتى توفر الظروف الملائمة، وخاصة توفير المعلومات المتعلقة بالاصدارات الجديدة وكذا أسعار تداولها لصغار وكبار المستثمرين، وحتى تكون مستقلة عن باقي أسواق الأوراق المالية الأخرى اسلامية أم تقليدية كانت.

والشكل الموالي يبين لبنية سوق الصكوك في ماليزيا.

شكل (17) : بنية سوق الصكوك في ماليزيا



ثانيا: معالجة الأمور الضريبية:

من الأمور التي ساعدت في تطوير إصدار الصكوك الإسلامية في البورصة الماليزية، تخفيف الأعباء الضريبية بالنسبة لكل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء العاملين في السوق، وكان ذلك من خلال¹:

1 - بالنسبة للمصدر:

- أ - إعفاء الصكوك المصدرة من حقوق الطابع، وذلك لجميع الصكوك المصادق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية.
- ب - تخفيض الضرائب على مصاريف عقود إصدار الصكوك إلى غاية سنة التقييم (2010) MASTER PLAN .
- ج - عدم تطبيق الضريبة على المصدرين والشركة ذات الغرض الخاص في حالة تصكيك للأصول. وانتقال لهذه الأخيرة من ملكية المصدر إلى ملكية الشركة ذات الغرض الخاص وهذا في حالة موافقة هيئة الأوراق المالية على هذه العملية².
- د - تأجيل في دفع الضرائب الخاصة بالضرائب المحفظة على الصكوك المصدرة، حسب صيغ المشاركة والمضاربة والإجارة والإستصناع وذلك حتى سنة التقييم في 2010 .
- هـ - تخفيض الضرائب على الشركة ذات الغرض الخاص فيما يخص إصدار الصكوك، وذلك بإعفاء هذه الأخيرة من دفع الضرائب على مداخيلها فقط، في حالة إصدارها للصكوك. وفي هذه الحالة لا تخضع الشركة ذات الغرض الخاص إلى قانون الضرائب على المداخيل لسنة 1967³.

2 - بالنسبة للمستثمرين:

- أ - إعفاء من الضريبة على الدخل للصكوك المصدرة بالعملة المحلية (الرنجيت)، وذلك: بالنسبة للأفراد المقيمين وشركات صناديق الإستثمار المغلقة النهائية، جميعهم معفيين من ضريبة الدخل على الأرباح المحققة من الصكوك التي يمتلكونها سواء كانت صكوك سيادية (حكومية) أو شركات خاصة، وتم الموافقة عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.
- ب - وبالنسبة للأفراد الغير المقيمين فهم معفيين من ضرائب الدخل على أرباح الصكوك الحكومية أو الشركات الخاصة المصدرة بالعملة المحلية والموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.
- ج - إعفاء الأرباح المحققة من الصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية من دفع الضرائب:
- د - فالمستثمرون المقيمون معفيون من دفع الضرائب على المداخيل المحققة من الأرباح المتحصل عليها من الصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية في داخل ماليزيا.
- هـ - الأرباح أو المداخيل للمستثمرين الغير مقيمين والحاملين للصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية في داخل ماليزيا هي أيضا معفاة من دفع الضريبة.
- و - لا وجود لحقوق الطابع عند تحويل الصكوك، وذلك في الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، كما تتميز ماليزيا بكونها لا تفرض ضرائب على الأرباح الرأس مالية.

¹ Idem, p.p: 92-93.

² نور الدين أنجدمون، تطوير الصكوك في ماليزيا، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008، ص11.

³ المرجع السابق، ص12.

3 - بالنسبة للوسطاء:

كما كانت هناك إعفاءات ضريبية خاصة بالوسطاء الماليين العاملين في البورصة¹، ومن أهم هذه التحفيزات:

أ - إعفاء عن الرسوم المستحقة على تداول الصكوك وضمان الأخطار وتوزيع الصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية (غير الرنجيت) في خارج ماليزيا.

ب - إعفاء على ضريبة الأرباح المتحصل عليها من الصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية.

وفي إطار استمرار جهودات الحكومة الماليزية للترويج للمنتجات الجديدة والمبتكرة، ولتشجيع المصدرين المحليين على طرح اكتتاباتهم في المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة، وبالأخص في المنتجات التي تلقى الترحيب والقبول من طرف المستثمرين المسلمين الماليزيين ومن الشرق الأوسط، كما وافقت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لسنة 2003 على منح تحفيزات ضريبية فيما يخص عمليات الهيكلية، وتحضير الوثائق اللازمة لإصدار الصكوك وهذا لمدة خمس سنوات. وكانت هذه التحفيزات موجهة بالأساس للإصدارات الجديدة من صكوك الإجارة أو المضاربة أو المشاركة، وهذا للتقليل من الإصدارات السائدة والمهيمنة التي تتمثل في صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المراجعة².

كما جاء تصريح وزير المالية الماليزي، في ما يخص ميزانية 2004، على اتخاذ عدة تدابير ضريبية لتشجيع استعمال الصكوك المالية الإسلامية، وهذا حرصا على أن تكون المعاملة الضريبية للسندات التقليدية مشابها للصكوك.

هذا، وعملت الحكومة على إزالة عقبة الضريبة من طريق المصدرين للصكوك، والتي كانت تحول دون تطوير ونمو الصكوك الإسلامية، فكان الهدف في هذه المرحلة تشجيع الشركات على إصدار صكوك الإستصناع، لتجميع الأموال اللازمة بإستعمال لأداة مالية إسلامية جديدة³.

¹ المرجع السابق، ص 10.

² Securities commission of malaysia, Securities commission annual report 2002, Op Cit, p2.28

³ Securities commission of malaysia, Securities commission annual report 2003, Op Cit, p2.45

المبحث الثالث: اصدار الصكوك وأثره في سوق الأوراق المالية الماليزية

شهدت ماليزيا في السنوات الماضية نقلة نوعية في اصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وهذا لكونها بالدرجة الأولى السبابة لإصدار وإبتكار لأنواع عديدة من الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة، فضلا عن خبرتها في مجال الصيرفة الإسلامية، مما جعل منها قطبا عالميا للمالية الإسلامية. وما ساهم في ذلك توفير الظروف الملائمة من طرف الجهات المعنية للإستثمار في هذه الأدوات. فكان إنشاء لسوق اصدار وتداول الصكوك أن أعطى دفع أكبر للحكومة والشركات الخاصة للإستثمار و التعامل بها، فكانت الأهمية بمكان معرفة مدى تأثير إصدار الصكوك في مؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية وذلك بدراسة درجة الإرتباط بينهما، وسيتم معالجة وتحليل معطيات اصدارات الصكوك في ماليزيا في هذا المبحث من خلال العناصر التالية:

المطلب الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزية
المطلب الثاني: دور أنواع الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية
المطلب الثالث: دراسة دور إصدار الصكوك الإسلامية في التأثير على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية

المطلب الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزية

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

الفرع الأول: ريادة ماليزيا في اصدار الصكوك الإسلامية
الفرع الثاني: تطور اصدار الصكوك مقارنة مع السندات ودورها في تمويل المشاريع الاقتصادية

الفرع الأول: ريادة ماليزيا في اصدار الصكوك الإسلامية.

تربعت ماليزيا على المستوى العالمي على الصف الأول في اصدارات الصكوك، من حيث القيمة أو العدد أو العملة المحلية، مما جعلها قبلة للمستثمرين من مختلف أنحاء العالم، وزاد من أهميتها كمرکز للمالية الإسلامية.

أولا: اصدار الصكوك حسب البلدان:

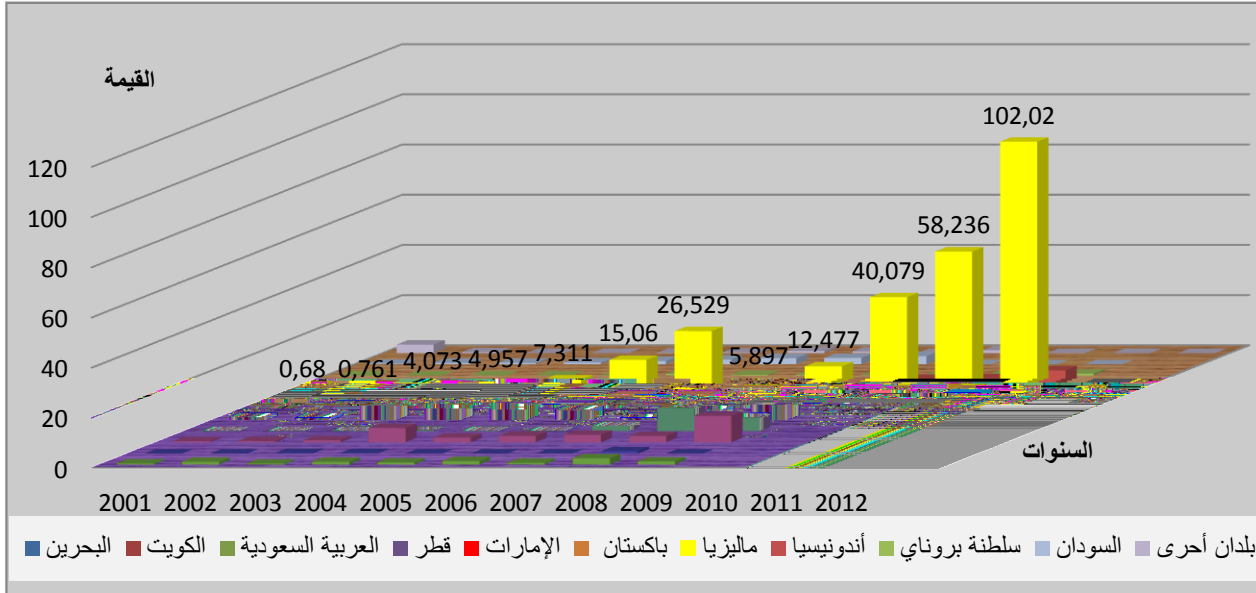
تصدرت ماليزيا قائمة البلدان المصدرة للصكوك، في سوق الإصدار الأولي بحسب القيمة والعدد على طول الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى 2012، مقارنة بباقي البلدان الأخرى، فهي تمثل أكبر سوق للصكوك في العالم حيث تم اصدار 278.08 مليار دولار أي ما نسبته 65% من مجموع الاصدارات فيما تأتي دول الخليج واندونيسيا والسودان ورائها. وشهدت 2003 الانطلاقة الفعلية في اصدار الصكوك لتستمر بوتيرة متصاعدة حتى سنة 2012 لتبلغ ذروتها بما قيمته 102 مليار دولار، وبنسبة نمو 2404 %، ماعدى سنة

الفصل الثالث: دور الصكوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

2008 حيث أُلقت الأزمة العالمية بظلالها على هذا النوع من الإصدارات. ومن ناحية عدد الإصدارات تربعت ماليزيا في المركز الأول بـ 1890 إصدار لتأتي بعدها كل من اندونيسيا و البحرين وباكستان وهذا ما يبينه الملحق رقم (1) ، والشكل الموالي يبرز المكانة التي تتربع عليها ماليزيا من حيث قيمة الإصدارات السنوية للصكوك في العالم.

شكل رقم (18): إجمالي الإصدارات السنوية لماليزيا من الصكوك مع باقي الدول خلال الفترة 2001 إلى 2012.

الوحدة: مليار دولار



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

-ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

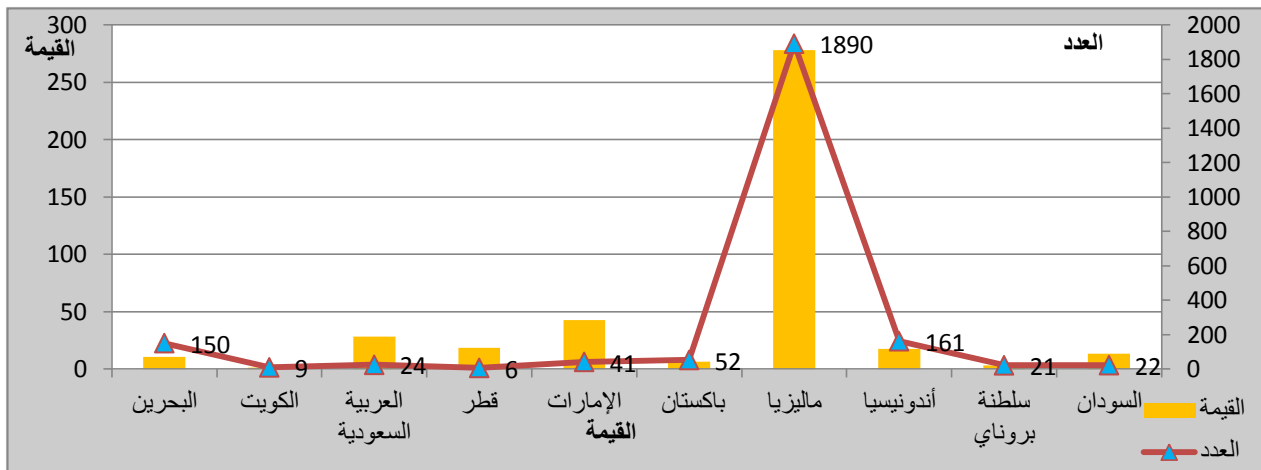
-International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahraine, 2009.

-Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013.

والشكل الموالي يبرز ريادة وتقدم ماليزيا من حيث القيمة الاجمالية وعدد الإصدارات الكلية من الصكوك.

شكل رقم (19) : إجمالي إصدارات ماليزيا من الصكوك مع باقي الدول بالقيمة والعدد خلال الفترة 2001 إلى 2012.

الوحدة: مليار دولار



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

-ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

-International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahraine, 2009.

-Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013.

¹ Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013, p63.

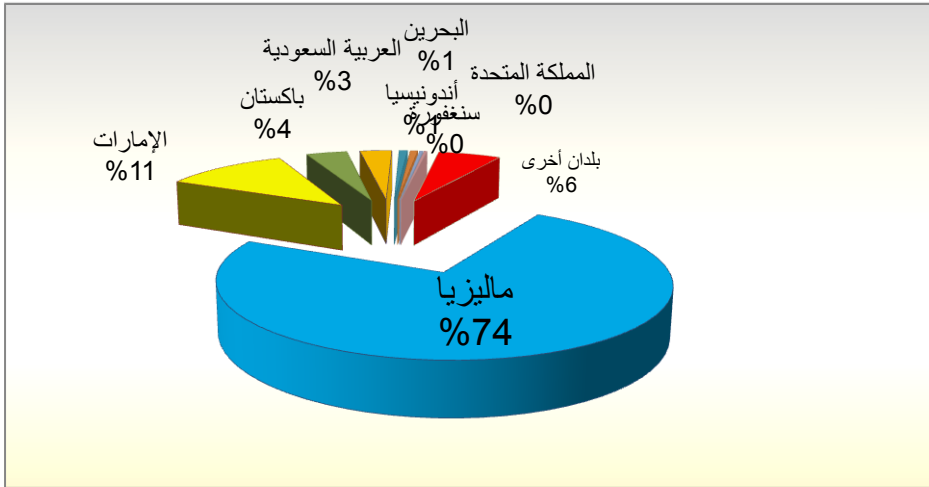
ومن بين أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع في إصدار الصكوك على مر هذه السنين نجد¹:

- 1 - زيادة تفضيل المنتجات التي تصدر وفق مبادئ الشريعة، وقد ساهم في ذلك ظهور البنوك الإسلامية وتطوير لسوق مالية إسلامية فيما بعد.
- 2 - نمو الثروة في العالم الإسلامي مما كان له الأثر في زيادة الطلب من طرف المستثمرين.
- 3 - السهولة الفائضة التي تبحث عن توظيف في الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة، خاصة تلك المدخرات المتأتية من بلدان الخليج وآسيا.
- 4 - السياسة الحكومية المدعومة بتوفير الأطار التشريعي والقانوني الملائم لتطوير إصدار الصكوك.
- 5 - وتيرة إنجاز المشروعات التي ساهمت في زيادة الطلب على أنواع الصكوك. وتعتبر هذه نتيجة مباشرة لدعم الحكومة لتصبح ماليزيا مركز للاقتصاد الإسلامي، وأول سوق للمالية الإسلامية يقصدها المستثمرون في العالم .

ثانيا: إجمالي إصدار القطاع الخاص للصكوك:

وقد عرف القطاع الخاص في ماليزيا تطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة، خاصة فيما يتعلق بإصدار الصكوك، حيث ساهم بشكل إيجابي في زيادة الطلب على إصدارها، وهو ما يبينه الجدول في الملحق رقم (2) والشكل التالي:

شكل رقم (20) : إجمالي إصدارات القطاع الخاص الماليزي للصكوك مع باقي الدول حتى منتصف 2010.



- Islamic Financial Information Services, available at : www.islamicfinancialservice.com المصدر:
- Badlisyah Abdul Ghani, Globalization of sukuks – where does Malaysia fit in, The 15th Malaysian Capital Market Summit, Prince Hotel, December 9, 2010, Kuala Lumpur.

وساهم القطاع الخاص الماليزي بما يقارب 75% من إجمالي إصدار القطاع الخاص في العالم، وهذا يبرز المكانة التي ما فتئت تحتلها ماليزيا في إصدار هذا النوع من الأدوات المالية، في حين 25% المتبقية تتقاسمها الإمارات والسعودية وباكستان ودول أخرى.

ثالثا: إصدار الصكوك المحلية والدولية :

لعبت ماليزيا دور نشطا في إصدار الصكوك بالعملة المحلية وذلك لمواجهة احتياجات الاقتصاد المحلي، مقارنة بتلك المصدرة بالعملة الأجنبية.

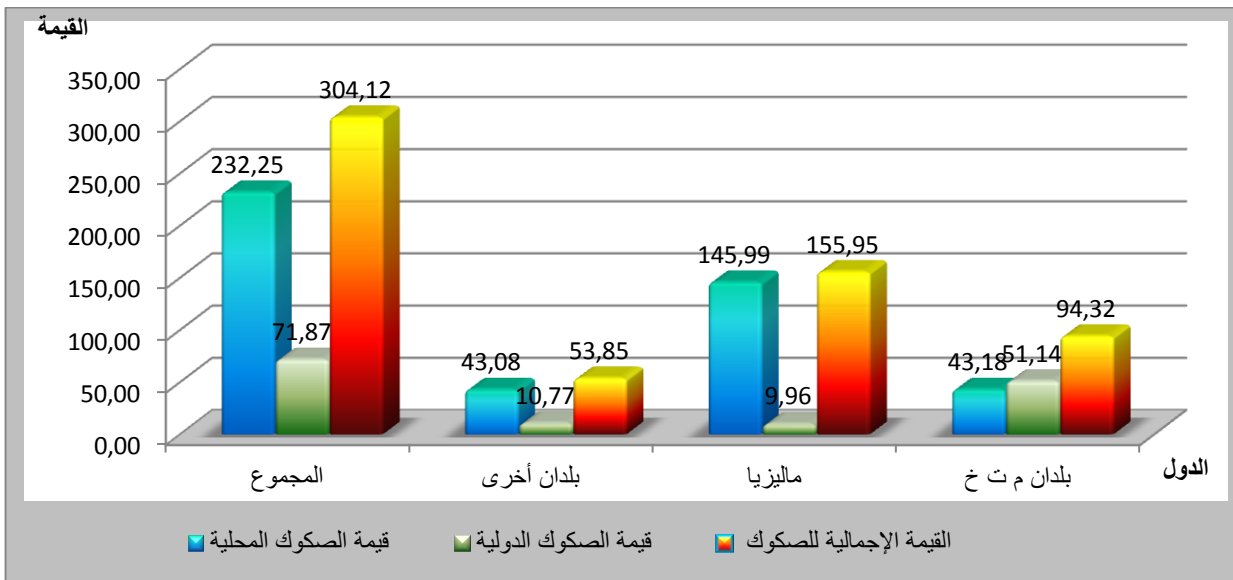
¹ Kuwait Financial house research, sukuk back on truck ,Op Cit, p.p :10-11

1 - مقارنة اصدار الصكوك المحلية بالصكوك الدولية:

شهدت ماليزيا خلال الفترة 2001 – 2012 تركيزها على اصدار الصكوك المحلية، وسيطرة واضحة من حيث القيمة والحجم مقارنة بباقي الدول، وهذا ما قيمته 155.95 مليار دولار أي مانسته 52 % من اجمالي الاصدارات، وهذا يعتمد بالأساس لوجود سوق قوية للأوراق المالية منظمة ومهيكله¹، وهيئة للأوراق المالية تعمل على الموافقة على اصدارات الشركات الحكومية والخاصة، مما دفعها الى تفضيل الصكوك المحلية المقيمة بالعملة المحلية وتحصيل الأموال من السوق الداخلي، وهذا راجع للسيولة الكبيرة التي تتوفر عليها مقارنة باقتصاديات الدول الغربية- نقص السيولة اللازمة بالعملة الأجنبية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية-² لمواجهة احتياجات القطاعات الاقتصادية المختلفة، في حين لم تكن قيمة الصكوك الدولية بمستوى الصكوك المحلية، وذلك راجع بالخصوص الى تفضيل الصكوك بالعملة المحلية على الدولية لسهولة حساب العائد وكونها موجهة مباشرة لتمويل الاقتصاد الماليزي، حيث لم تتعدى 9.96 مليار دولار أي حوالي 14 %، وهذا ما يبينه الجدول في الملحق رقم (3) والرسم البياني التالي:

شكل رقم (21) : اجمالي اصدارات ماليزيا للصكوك المحلية والدولية مع باقي الدول خلال الفترة 2001 الى 2012.

الوحدة: مليار دولار



المصدر: - Kawait Financial House Research, sukuk industry, kuala lumpur, 2012

International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahrain, 2009.

- ZAWYA, Sukuk quarterly bulletin, (1.2.3.4)Q2012, available at: www.zawya.com/sukuk 17.03.2013

2 - التوزيع الجغرافي لإصدار الصكوك بالعملة الأجنبية:

اجمالي الصكوك الماليزية المقيمة بالعملة الأجنبية يمتلكها مستثمرون من الشرق الأوسط خاصة دول الخليج، وذلك لوجود فائض في أموال تصدير البترول، ومجموعة من المستثمرين الأوربيين والآسيويين الذين يعملون على تنويع مخاطر استثمار أموالهم، وذلك بعد فهمهم لمبادئ التمويل الاسلامي³.

¹ Islamic Financial Information Services, Global Sukuk Market 2011, EUROWEEK, available at : www.islamicfinancialservice.com 28/02/2012.

² ZAWYA, collaborative sukuk report, Op Cit, p.117

³ Idem, p.105

والجدول الموالي يوضح التوزيع الجغرافي للطلب على بعض الاصدارات الكبيرة للصكوك المقيمة بغير الرنجيت:

جدول رقم (6): التوزيع الجغرافي للطلب الأجنبي على بعض الاصدارات الكبيرة للصكوك بالدولار.

| المناطق | أمريكا | أوروبا | آسيا | الشرق الاوسط | |
|---------|--------|--------|------|--------------|----------------------------------|
| النسبة% | 4% | 16% | 30% | 50% | صكوك ماليزيا السيادية 600M\$ USD |
| النسبة% | 0 | 40% | 30% | 30% | صكوك خزانة التبادلية 750M \$USD |
| النسبة% | 11% | 26% | 13% | 50% | صكوك خزانة التبادلية 850M \$ USD |

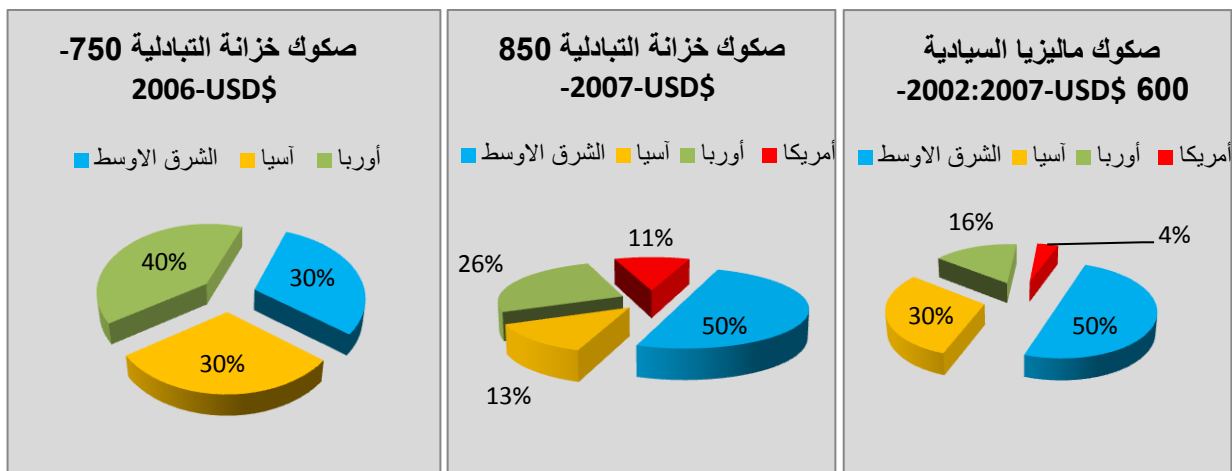
المصدر: بالرجوع إلى

-RHB islamic bank Berhad, Malaysia Corporate Conference, 6/10/2008, Malaysia.

- International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahraine, 2009, p.27

و يمكن تمثيل معطيات الجدول السابق حسب الشكل الموالي:

شكل رقم (22) : التوزيع الجغرافي للطلب على الصكوك الماليزية المقيمة بالعملة الأجنبية.



المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على الجدول السابق.

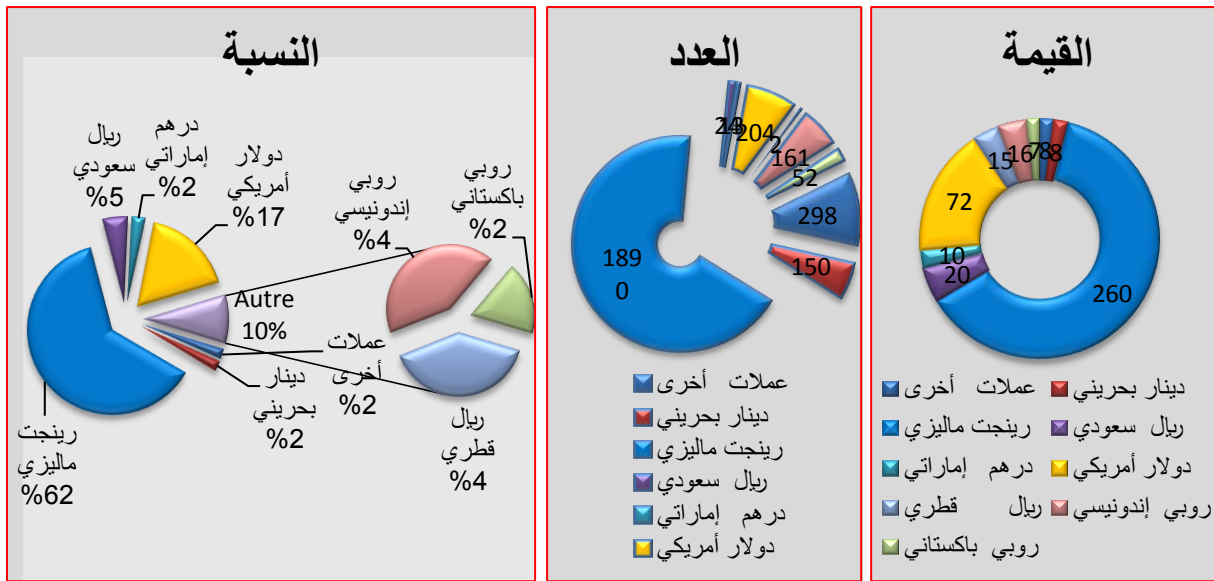
رابعاً: اصدار الصكوك حسب العملة:

تمثل العملة التي أصدرت بها الصكوك، الجهة أو بلد الاصدار بالأساس، وباعتبار ماليزيا البلد الرائد في السوق الأولي، سيطرت أيضا العملة الماليزية الرينجت على مجمل الاصدارات العالمية، حيث مثلت ما قيمته 260 مليار دولار بنسبة 62% من سنة 2001 إلى 2012، وبعدها اصدارات عادل 1890 اصدار خلال نفس الفترة. وهذا يبرز المكانة التي وصلت إليها ماليزيا في إصدار الصكوك بعملتها المحلية، ويرجع مواصلة سيطرت ماليزيا بالأساس لوجود سوق مالية إسلامية فعالة¹، عملت على تحويل مدخرات الأفراد والشركات إلى استثمارات تطور بها الاقتصاد المحلي.

ثم تأتي الصكوك المصدرة بالدولار الأمريكي في المرتبة الثانية وهي بالخصوص مصدرة من طرف بلدان التعاون الخليجي، فيما احتلت عملات بلدان مجلس التعاون الخليجي، الريال السعودي والريال القطري المرتبة الثالثة بعيدة جدا عن ما أصدرته ماليزيا، ثم الروبي الأندونيسي. والشكل الموالي يوضح لنا ذلك، من خلال معطيات الجدول في الملحق رقم (4).

¹ Islamic Financial Information Services, Global Sukuk Market 2011, EUROWEEK, available at : www.islamicfinancialservice.com 28/02/2012.

شكل رقم (23) : الاصدارات الاجمالية للصكوك حسب العملة خلال الفترة 1996 الى سبتمبر 2012.



المصدر:

-Thomson Reuters, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013, p63.

ومن المتوقع أن تظل العملة الماليزية الرينجيت تسيطر في المدى القصير على مجمل الاصدارات العالمية، وذلك لوجود عامل الاستقرار السياسي، مقارنة بحالة الاضطراب التي تجتاح بلدان الشرق الأوسط، وعدم الاستقرار الاقتصادي في منطقة اليورو¹.

الفرع الثاني: تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات ودورها في تمويل المشاريع الاقتصادية.

كان لإصدار الصكوك ردة فعل إيجابي على المستثمرين المحليين، مما زاد تفضيلهم لهذا النوع من الأوراق مقارنة بالسندات التي بدأ التعامل بها يتناقص على مر السنين، وما الدور الذي بدأت تقوم به في تمويل المشاريع الاقتصادية في ماليزيا لدليل على ذلك.

أولاً: مقارنة إصدار الصكوك مع السندات:

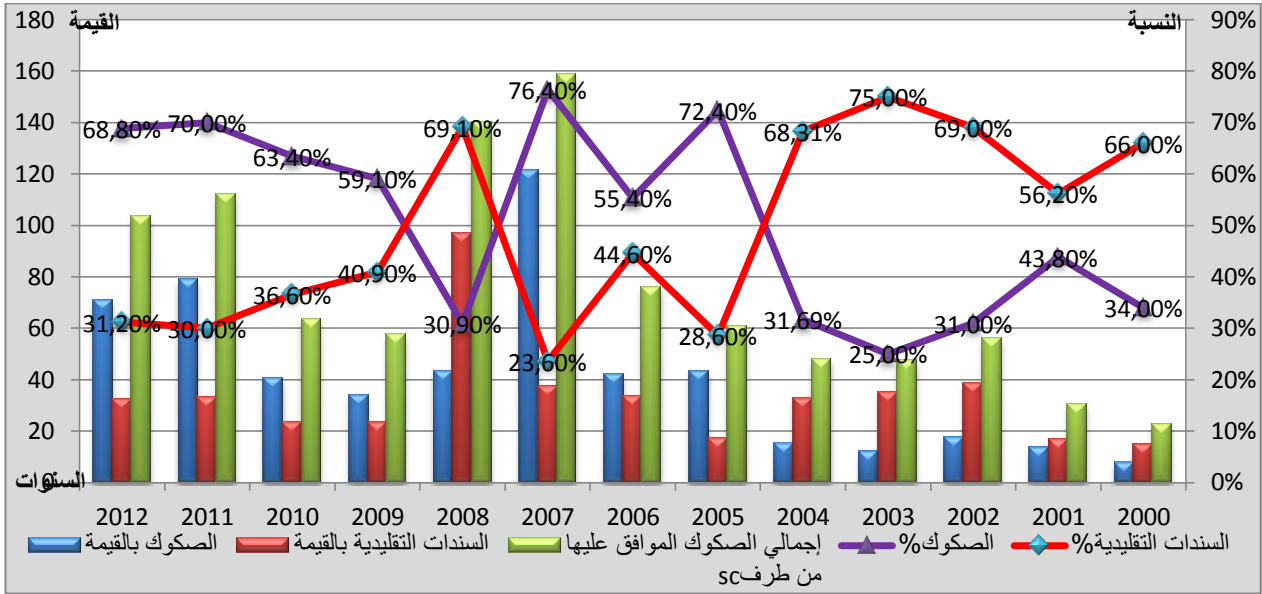
حسب البيانات والمعلومات المستقاة من مختلف تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية، حققت الصكوك الإسلامية المرخصة من طرف هذه الهيئة، تطورات من حيث العدد والقيمة، مقارنة مع السندات التقليدية الموافق إصدارها خلال الفترة 2000 إلى 2012 كما هو مبين في الجدول في الملحق رقم (5).

ويمكن تمثيل معطيات الجدول السابق بالرسم البياني التالي:

¹ Idem .

شكل رقم (24) : تطور إجمالي إصدارات الصكوك مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة 2000 إلى 2012.

الوحدة: مليار رينجت ماليزي.



المصدر:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2001, p(1-45)_2002, p(2-26)_2003, p(2-43)_2004, p(2-22)_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(6-53)

من خلال الجدول في الملحق رقم (5) والرسم البياني، يتضح أن إصدار الصكوك في سنة 2000 كان يمثل 34% من إجمالي الأوراق المالية الموافق إصدارها مقارنة بالسندات التي كانت تمثل 66% ما قيمته 14,8 مليار رينجت، أي أن تمويل الاقتصاد الماليزي كان مرتبط بنسبة كبيرة بإصدار السندات. وبمرور السنوات، نلاحظ خلال سنة 2012 تحول كبير لتصبح الصكوك الممول الرئيسي للإقتصاد الماليزي لتمثل 68.8% من إجمالي الأوراق الموافق إصدارها مقارنة بالسندات التقليدية، والتي تراجع لتمثل 31.2% أي 32,2 مليار رينجت، ومما ساعد الصكوك لإحتلال هذه المكانة، وهي أن المستثمرون بإمكانهم الإختيار بين الصكوك المصدرة بالعملة المحلية والعملة الأجنبية، وكذا نوعها، ومدة إستحقاقها، وهيكلتها، وطبيعة الأصول المدعومة بها، وكذا هوية المصدر وطبيعة الخطر المحتمل، وهذا كله يوفر للمستثمرين نوع الصك المستهدف للإستثمار فيه حسب رغبتهم.

كما أن هدف ماليزيا أن تصبح مركز الصناعة المالية الإسلامية في العالم، مما جعلها أكبر سوق اسلامي للصكوك في العالم. وهذا كونها أصدرت ثلثي مما تم إصداره من الصكوك في العالم، فهذا كله تحت تشجيع السلطات الحكومية بإتخاذ إجراءات تحفيزية كقرارها الإعفاء من الضريبة على الصكوك المصدرة من طرف الشركات، مما زاد في إصدار الصكوك مقارنة بالسندات.

ويمكن أن نميز بين ثلاثة مراحل للمقارنة بين الصكوك والسندات:

- 1 - المرحلة الأولى من سنة 2000 إلى 2004، وتميزت فيها الصكوك بتذبذب في إصدارها حيث لم تتعدى 50% من مجمل الأوراق المالية، مقارنة بالسندات التي كانت تمثل النسبة الأكبر في الإصدار، والتي تقدر قيمتها بـ 138 مليار رينجت أي بنسبة متوسطة تقدر بـ 66%، وهذا راجع بالأساس لكون الصكوك أوراق مالية حديثة تم إصدار معظمها وفق صيغة البيع بضمن أجل والمرابحة.
- 2 - المرحلة الثانية فتمتد من 2005 إلى 2009، وهي المرحلة التي شهدت فيها الصكوك نموا ملحوظا مقارنة مع السندات، بل وحتى أصبحت تتفوق على السندات من حيث حجم وعدد الإصدارات، إذا كانت تمثل ما قيمته 283 مليار رينجت أي

الفصل الثالث: دور الصكوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

بنسبة 60% للمتوسط لتبلغ ذروتها في سنة 2007 لتصل إلى 121 مليار رينجت أي 76% من إجمالي إصدارات الأوراق المالية، وهذا راجع لظهور أنواع جديدة ضمن الصكوك، مثل صكوك المشاركة والإجارة والمضاربة، مما خلق ديناميكية وحيوية في سوق الاصدار الأولي ووفر للمستثمرين أدوات جديدة للإستثمار فيها، بالإضافة لقرار الحكومة الإعفاء من الضرائب على الصكوك في سنة 2005.

وقد تراجعت إصدارات السندات حيث لم تتعدى 40% خلال هذه الفترة لتفضيل الحكومة والشركات للصكوك، وهذا لما لاقتته من رواج داخل ماليزيا وخارجها خاصة في دول الخليج العربي.

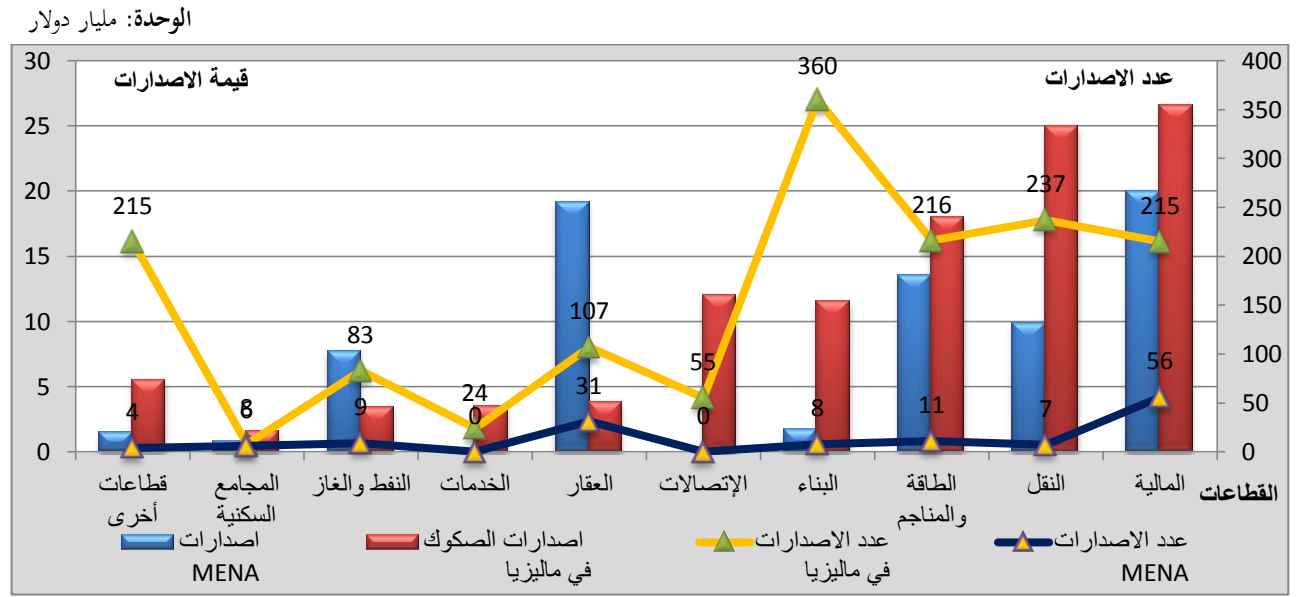
والملاحظ أن سنة 2008 هي الاستثناء، حيث ألت الأزمة المالية العالمية بظلالها على الاقتصاد الماليزي كذلك، حيث سجلت الصكوك معدل نمو -64% وشهدت السندات نموا ب 160%.

3 -المرحلة الثالثة الأخيرة من 2010 إلى 2012، حيث تميزت برجوع إصدار الصكوك إلى سابق عهدها وبالمقابل تراجع إصدار الصكوك حيث وصلت في 2012 إلى 71 مليار رينجت ب 68% مقارنة بالسندات 32 مليار رينجت ما يمثل 32%، وفي هذه الفترة تميزت بسيطرة صكوك المشاركة والإجارة والمراحة والصكوك المختلطة لأنها كانت تلقى القبول العام في داخل وخارج ماليزيا، ووجود لسوق الأوراق المالية الإسلامية يتم فيها تداول وتسييل الصكوك إذا إقتضى الأمر، مما ساهم في زيادة الطلب على الصكوك وتقهر السندات.

ثانيا: دور الصكوك في تمويل المشاريع الإقتصادية.

ساهم إصدار الصكوك بشكل كبير، في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الإقتصاد الماليزي. فمنذ ظهورها سنة 1990 قدمت أداة جديدة لإستعمالها من طرف الشركات الخاصة والحكومة على حد سواء، بتلبية حاجياتهما الإستثمارية أو التنموية. فالإحصائيات تبين أن القطاع الأكثر اصدارا للصكوك يتمثل في القطاع المالي بنسبة 24%، متبوع بقطاع النقل ب 22%، ثم قطاع الطاقة والمناجم ب 16%، فقطاعي البناء والاتصالات إستقطبا مانسته 10% لكل قطاع، في حين قطاعات العقار والنفط والغاز ووالخدمات اصدرت صكوك ب 3% في كل قطاع، وقطاعات أخرى تحصلت على 7%. ويمكن إبراز ذلك في الشكل المبين أدناه.

شكل رقم (25) : المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 1996 الى سبتمبر 2012.



المصدر:

-Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013, p65.

المطلب الثاني: دور أنواع الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية

عرفت ماليزيا في السنوات الأخيرة نشاط ملحوظ في إصدار أنواع مختلفة من الصكوك، وهذا في وجود هيئة للأوراق المالية التي يوكل لها الموافقة على الإصدارات الجديدة ومدى توافقها مع الضوابط الشرعية، وهذا ما شجع القطاع الخاص من الشركات، في زيادت إصداراتها بأحجام كبيرة من مختلف أنواعها.

الفرع الأول: أنواع الصكوك الموافق إصدارها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية الفرع الثاني: مكانة القطاع الخاص الماليزي في إصدار أنواع الصكوك

الفرع الأول: أنواع الصكوك الموافق إصدارها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية

من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنويا، من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، نجد صكوك البيع بضمن آجال، وصكوك المرابحة، وصكوك الإستصناع، وصكوك الإجارة، وهي تعتبر من قبيل عقود المدائنة ونجد أيضا صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وهي تبني على عقود المشاركة. وفيما يلي نستعرض لهذه الأنواع.
أولا: إصدار صكوك البيع بضمن آجل وصكوك المرابحة:

شهدت السنوات الأولى من العشرية الماضية، إصدارا كثيفا لصكوك المرابحة والبيع بضمن آجل، وذلك لما كانت تمثله من سهولة في إصدار وهيكله هذا النوع من الصكوك. وتعرف صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة بأحكام الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى.
وإصدارها قائم على أساس البيع بالثمن الآجل والذي يعرف بأنه "العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بضمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقدا وتسليمه حالا، في وقت معلوم لدفع القيمة المتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين"، والمرابحة التي تعرف بأنها "زيادة معلومة سواء كانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين"، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة، أو تقسيط الدفعات، والذي يكون محددًا في الإتفاق بين المتعاقدين¹.

وتختلف صكوك البيع بضمن الآجل وصكوك المرابحة من حيث آجال الإستثمار، فإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للإستثمارات، التي يكون الأجل فيها طويلا تبدأ مدتها من خمس سنوات فما فوق، أما إصدار صكوك المرابحة للإستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة إستحقاقها من سنة إلى خمس سنوات، ومن ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا على التوالي².

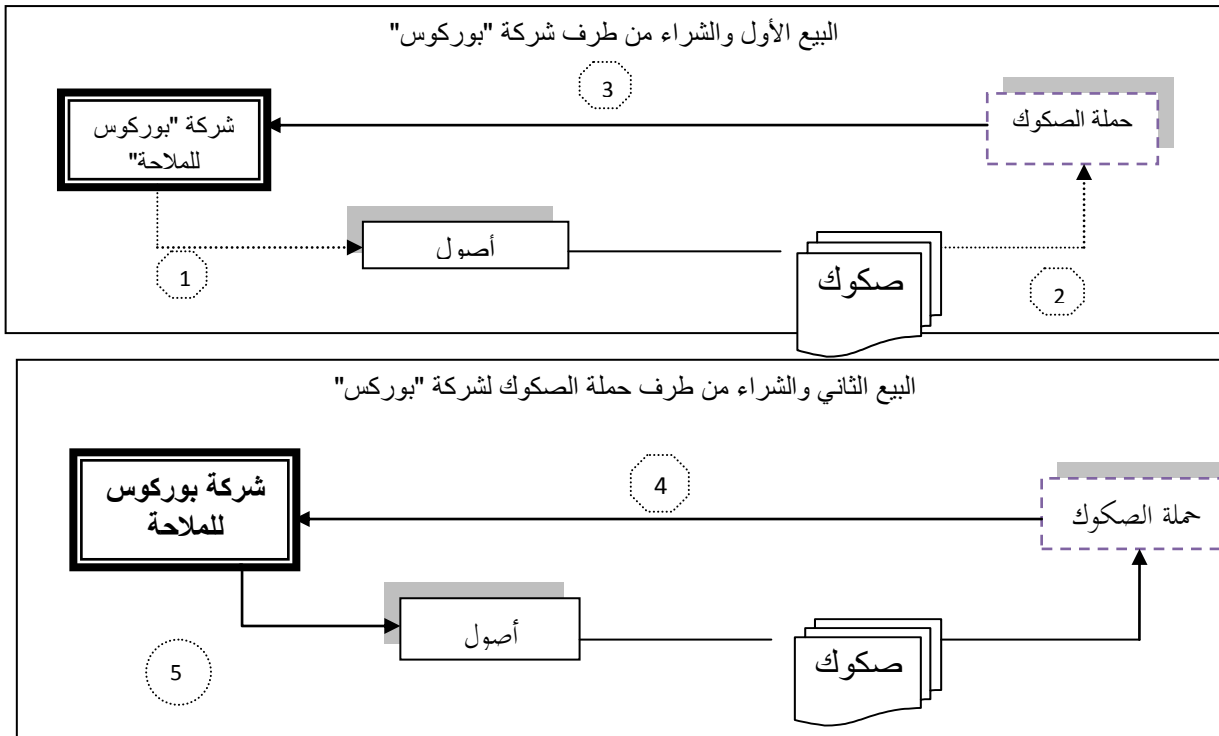
1 - خطوات إصدار صكوك البيع بضمن آجل وصكوك المرابحة:

ولتوضيح الخطوات اللازمة لإصدار صكوك البيع بضمن آجل والمرابحة في ماليزيا حسب الشكل التالي:

¹ نيبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 144.

² سعيدة حروفوش، مرجع سابق، ص 180.

شكل رقم (26): خطوات إصدار صكوك البيع بتمن آجل و المراجعة في ماليزيا.



-Kuwait Financial house research, sukuk back on truck ,, Op Cit, p. 31

المصدر: بالإعتماد على

وتتم عملية إصدار صكوك المراجعة أو البيع بتمن آجل حسب الخطوات التالية¹:

- 1) تقوم شركة بوركوس للملاحة بمعاينة الأصول التي ستحوزها من قبل حملة الصكوك "المكتبتون".
- 2) تقوم شركة بوركوس للملاحة بإصدار صكوك المراجعة أو البيع بتمن آجل ويبيعها لحملة الصكوك "المكتبتون"، باعتبارها إثبات دين، وتكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للصكوك.
- 3) يدفع حملة الصكوك ثمن الأصول نقدا لشركة بوركوس للملاحة.
- 4) يقوم حملة الأصول بالتعهد ببيع الأصول مرة ثانية إلى الجهة المصدرة "شركة بوركوس للملاحة" بتمن أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلة أو عبر دفعة واحدة، حسب الإتفاق المبرم مسبقا.
- 5) تقوم شركة بوركوس للملاحة بإعادة شراء الصكوك المتداولة (الأصول) في السوق الثانوية بتمن البيع الأعلى.

والملاحظ أن معظم الهياكل التي استعملت عقود البيع بتمن آجل تم إصدارها تحت صكوك المراجعة، وفي الواقع يوجد نوعان من البيوع بتمن آجل تستعمل في ماليزيا يجب توضيحهما، حتى يتسنى لنا معرفة أين يتم تطبيق كل واحد منهما. النوع الأول المقبول هي صكوك المراجعة المهيكلة بين ثلاثة أطراف تكون الأصول فيها تتداول من العارض إلى البائع ثم تنتقل إلى المشتري، مع زيادة نسبة من الربح معلومة بين الأطراف، أما النوع الآخر المقبول في جنوب شرق آسيا وماليزيا بالخصوص هو البيع مع إعادة الشراء لنفس الشخص أو ما يعرف ببيع العينة، ويتم ذلك عندما يكون طرفان في العملية، تتم ببيع الأصول ثم إعادة شرائها دون دخول لطرف ثالث، وهذا لخلق دين مع وجود زيادة في ثمن الأصول المعاد شراؤها من الطرف الأول، والفرق بين العمليتين هو الربح المحقق².

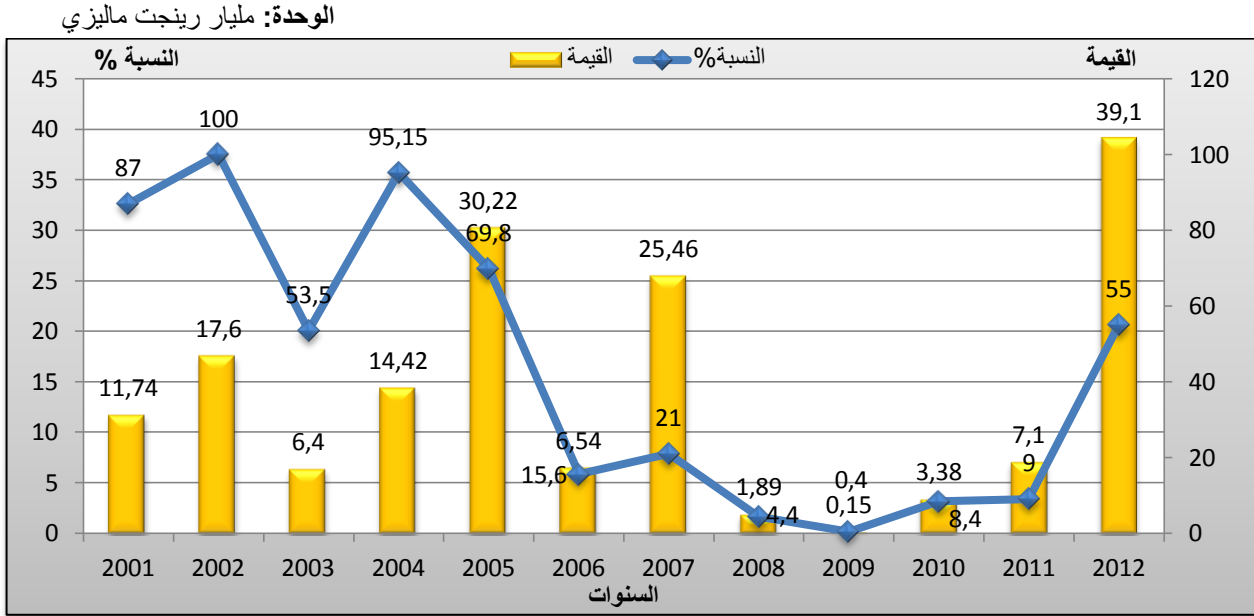
¹ Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p. 31

² Idem, p.32

2 - تطور إصدار صكوك المراجعة والبيع بضمن آجل :

عرفت كل من صكوك البيع بضمن آجل وصكوك المراجعة ازدهارا كبيرا في سنوات الأولى من العشرية الماضية، ويمكن توضيح لهذه التطورات من خلال الجدول في الملحق رقم (7) والرسم البياني الموالي.

الشكل رقم (27): تطور إصدار صكوك المراجعة وصكوك البيع بضمن آجل خلال الفترة 2001-2012.



المصدر:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2001, p(1-45)_2002, p(2-26)_2003, p(2-43)_2004, p(2-22)_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)

نلاحظ من خلال الجدول في الملحق رقم (7) والرسم البياني المرفق المبين أعلاه، تذبذبا في إصدار صكوك المراجعة وصكوك البيع بضمن آجل خلال الفترة 2001 إلى 2012، حيث كانت تمثل هذه الصكوك النوعين الرئيسيين للأدوات المالية الإسلامية الممكن إصدارها في سوق الأوراق المالية الماليزية، وكانت تقدر بنسبة 87% و 100% في سنتي 2001 و 2002 على التوالي، حيث يرجع الاعتماد على هذين النوعين من الصكوك لسهولة عملية تصكيك الأصول وإصدار الصكوك. حيث انعكس إصدارها بالشئ الإيجابي والقبول العام من طرف السكان الماليزيين لوجود أدوات إسلامية يمكن التمويل بها¹، لتراجع نسبتها في سنة 2003 إلى النصف بسبب إصدار صكوك الإستصناع كما سنرى لاحقا، ثم ترفع من جديد في سنة 2004 لتبلغ 95% من إجمالي الإصدارات لتمثل بذلك، لمصدر تمويل أساسي في عدة نشاطات إستثمارية جديدة، وإعادة هيكلة وتمويل الديون القائمة²، ولكنها بدأت في الإنخفاض في السنوات الأخيرة من 2005 إلى 2011 وذلك بسبب إصدار لصكوك جديدة بدأت تحل محل صكوك المراجعة وصكوك البيع بضمن آجل من صكوك المشاركة وصكوك الإجارة والمضاربة، وهو ما سنتطرق إليه لاحقا. أما سنة 2012 فشهدت عودة قوية في إصدار صكوك المراجعة بقوة حيث مثلت 55% من إجمالي الصكوك الموافق إصدارها أي 39 مليار رينجت.

¹ Securities commission of malaysia, Securities commission annual report 2001, Op Cit p.1.45

² Securities commission of malaysia, Securities commission annual report 2004, Op Cit, p.2.22

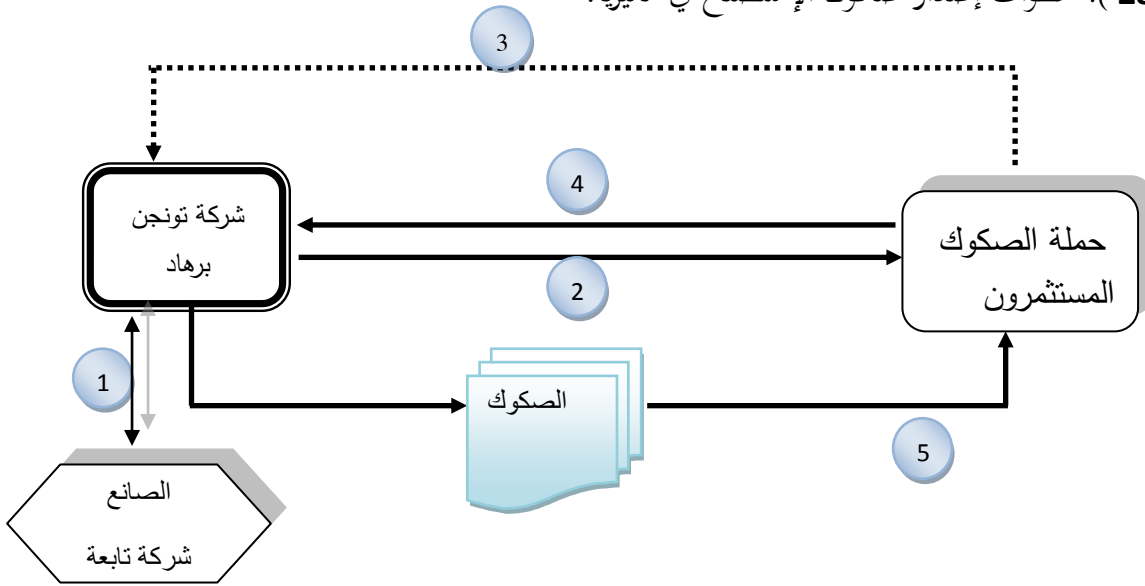
ثانيا: إصدار صكوك الإستصناع:

تعتبر صكوك الإستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، وتقوم على أساس التمويل المسبق أو بالدين للشيء المراد إستصناعه. وتعرف صكوك الإستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها الوثائق التي تمثل قيمة الأصول المستصنعة، ويتم إصدارها على أساس بيع الإستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة " المستصنع" للجهة الممولة¹. حيث لا يوجد تعريف واضح لصكوك الإستصناع في ماليزيا، وإنما ركز التعريف على إثبات المديونية بإصدار صكوك الإستصناع وركزت لجنة الأوراق المالية الماليزية على تعريف عقد الإستصناع.

1 - خطوات إصدار صكوك الإستصناع :

ليتم إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا، يمكن ملاحظة الشكل التالي الذي يوضح آلية الإصدار.

شكل رقم (28): خطوات إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا.



- Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p. 41

المصدر:

وتتم خطوات إصدار هذا النوع من الصكوك كما يلي² :

- 1) تقوم شركة تونجن برهاد الماليزية "المستصنع" بإبرام عقد الإستصناع بينها وبين المقاول "الصانع" على شيء موصوف، مثلا بناء مشروع معين "المصنوع"، وذلك بعد الإتفاق بين شركة تونجن برهاد وحملة الصكوك، على تمويل إنجاز هذا المشروع وفق عقد الإستصناع.
- 2) تباع شركة تونجن برهاد "المصنوع" إلى المستثمرين نقدا، بضمن التكلفة للحصول على تمويل لهذا المشروع.
- 3) يدفع المستثمرون المبلغ حالا إلى شركة تونجن برهاد، وفي هذه الحالة يدفع المستثمرون إلى المقاول نقدا ليصنع "المصنوع" نيابة عنها، وفي الغالب المقاول شركة تابعة لتونجن برهاد.

¹ Securities Commission of Malaysia, Guidelines on the offering of islamic securities, Op Cit, p25

² Kuwait Financial house research, sukuk back on truck, Op Cit, p. 41

4) يقوم المستثمرون بإعادة بيع الأصول "المصنوع" لشركة تونجن فوراً بالثمن الأول مع زيادة ربح معلوم يتم دفعه على دفعة واحدة أو على أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع، وفق بيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، وتكون في الغالب هذه العملية على أساس بيع المراجعة أو البيع بثمن آجل.

5) و لإثبات أن شركة تونجن برهاد سوف تلتزم بسداد ثمن شراء "المصنوع"، فإنها تصدر صكوك إستصناع وتسلمها إلى المستثمرين كإثبات مديونية لها على حملة الصكوك.

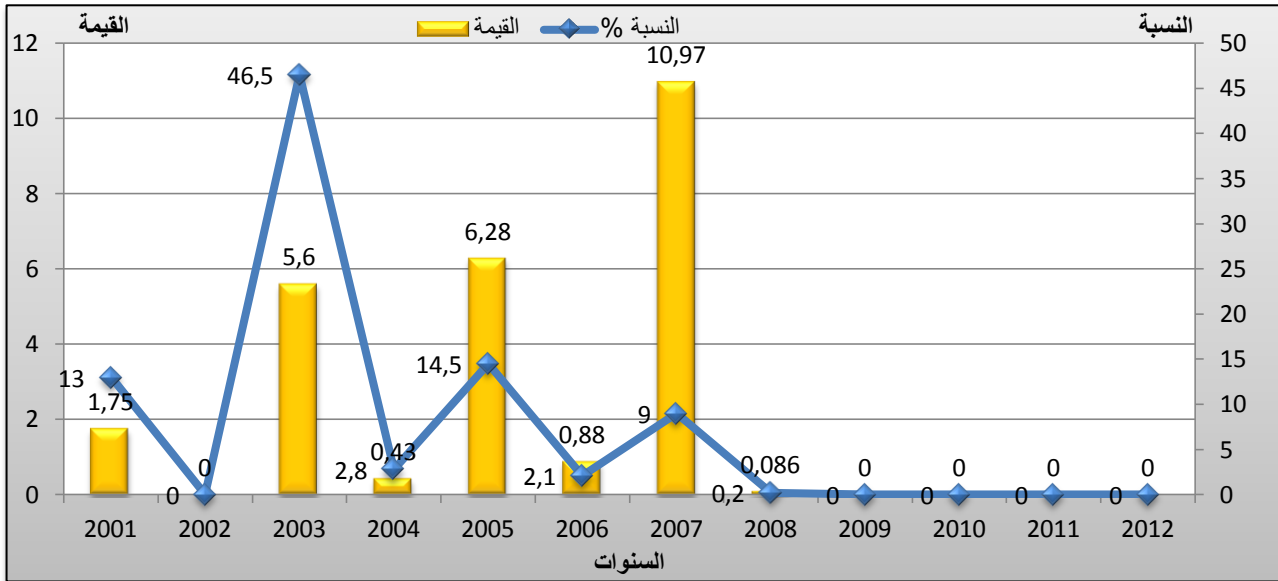
ولتداول صكوك الإستصناع في السوق الثانوية في البورصة الماليزية، اشترطت هيئة الأوراق المالية الماليزية، ضرورة أن يكون هناك الضمان في العقد بين الجهة المصدرة والجهة الممولة لذمة الدين المستقر، من الجهات المصدرة في استفتاء ثمن "المصنوع" المصدر بموجبه صكوك الإستصناع. ولذلك يعطي الضمان لحملة الصكوك بأن الجهات المصدرة مسؤولة مسؤولية كاملة عن ذمة الدين¹.

2 - تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا:

شهد إصدار صكوك الإستصناع إصدارات نوعية، ساهمت في تنشيط سوق الإصدارات للصكوك، ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا من خلال الفترة 2001 إلى 2012 حسب الجدول في الملحق رقم (8)، ويمكن ترجمة لهذه التطورات عبر الرسم البياني المبين أدناه:

شكل رقم (29): تطور إصدار الصكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.

الوحدة: مليار رينجت ماليزي



المصدر:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports:2002, p(2-26)_ 2003, p (2-43)_ 2004, p(2-22)_ 2005, p(2-21)_2006, p(6-45)_2007, p(6-49)_ 2008, p(6-55)

من خلال الجدول في الملحق رقم (8) والرسم البياني، نلاحظ أن أول إصدار لصكوك الإستصناع كان في سنة 2001 بما يقارب 13%، ثم سجلت سنة 2003 أكبر نسبة إصدار من هذا النوع من الصكوك (صكوك الإستصناع الموازي)، لتقارب 46.5% من إجمالي الإصدارات في هذه السنة، كما هو مبين في الجدول في الملحق رقم (8) وهذا ما يفسر انخفاض في إصدار كلا من صكوك

¹ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص159.

المراجحة والبيع بثمن آجل. حيث مثل إصدار شركة SKS POWER Sdn Bhd ما يقارب 5.6 مليار رينجت وأجال استحقاق بين خمس وتسع سنوات، ويعد هذا الإصدار من أكبر الإصدارات لتمويل إنشاء مشاريع الطاقة في ماليزيا، ومن أضخم إصدارات الصكوك المحلية في هذا العام¹.

ولكن الملاحظ هو إنخفاض إصدارات هذا النوع من الصكوك، ابتداء من سنة 2004 إلى 2012، حيث سجلت سنة 2005 ما نسبته 14.5% كأعلى نسبة في هذه الفترة، و 2007 أعلى قيمة على طول الفترة بـ 10.917 مليار رينجت، ويرجع ذلك إلى الإصدارات الجديدة من صكوك المشاركة والإجارة.

ثالثا: إصدار صكوك الإجارة:

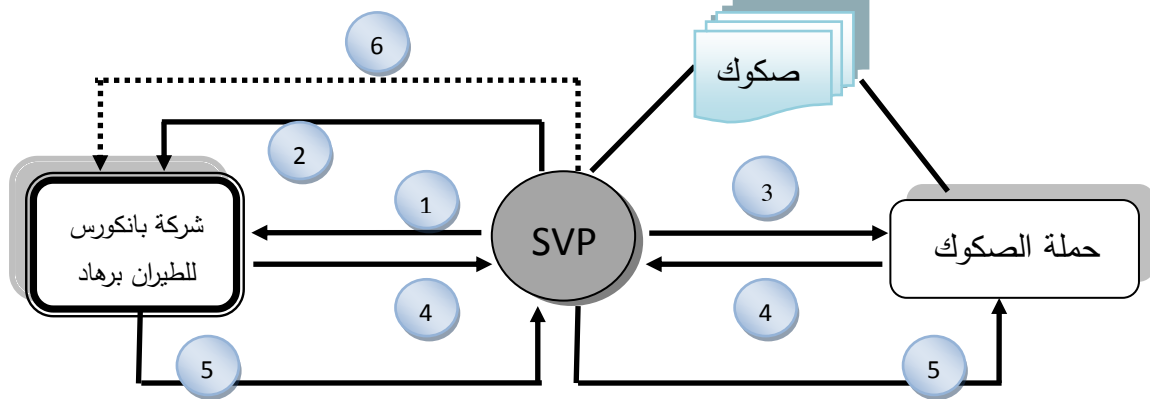
تعرف صكوك الإجارة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بأنها "صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة أو عين الموعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإجارة وعائد رأس المال من العين المؤجرة"، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستفائها ثمنها من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، وقد قررت اللجنة الإستشارية الشرعية على أن صكوك الإجارة هي صكوك إسلامية مبنية على عقد الإجارة².

وكانت الحكومة الماليزية أصدرت صكوك إجارة عن طريق شركة (Malaysian Global Sukuk) بقيمة ست مائة (600) مليون دولار، لتكون أول دولة في العالم تصدر لصكوك إجارة سيادية دولية في سنة 2002³، وبموعد استحقاق عام 2007 ولاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي.

1 - خطوات إصدار صكوك الإجارة :

يمثل الشكل الموالي لمراحل إصدار صكوك الإجارة.

شكل رقم (30) : خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا.



¹ Securities commission of malaysia, Securities commission annual report 2003, Op Cit, p.2.44

² سعيدة حرفوش، مرجع سابق، ص 187.

³ Mohamed Akaram Laldin, islamic financial system : the malaysian experience and the way forward, p20, available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 16/01/2012 .

ومن خلال الشكل السابق نوضح خطوات إصدار صكوك الإجارة¹، وهي:

- 1) تبيع شركة بانكورس للطيران برهاد أصولها إلى شركة ذات الغرض الخاص التي أنشأتها خصيصا لإصدار الصكوك.
 - 2) تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإعادة تأجير أصولها إلى شركة بانكورس للطيران برهاد لمدة معينة.
 - 3) لتمويل شراء الأصول من طرف شركة ذات الغرض الخاص من شركة بانكورس للطيران برهاد تصدر صكوك إجارة لإستفاء ثمن شراء الأصول. وتمثل هذه الأصول حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.
 - 4) يدفع المستثمرون (حملة الصكوك) لقيمة شراء الصكوك إلى شركة ذات الغرض الخاص بثمان حال للحصول على الصكوك. ليتم تسديد قيمة الأصول من طرف شركة ذات الغرض الخاص إلى شركة بانكورس للطيران.
 - 5) تدفع شركة بانكورس للطيران للإيجار دوريا لشركة الغرض الخاص بحسب عقد الإيجار، ليتم توزيع حصيلة الإيجار على حملة الصكوك دوريا.
 - 6) في تاريخ الإستحقاق تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة بانكورس للطيران، حسب القيمة الأصلية (القيمة الإسمية لصكوك الإجارة المصدرة). ومن حصيلة بيع الأصول، حيث يتم استخدام الحصيلة لإستفاء القيمة الإسمية التي هي بحوزة المستثمرين (من حملة الصكوك).
- والجدير بالذكر أن عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق الأوراق المالية الماليزية، تتم وفق المعايير اللازمة لصكوك الإستثمار الشرعية المعتمدة من AAOIFI، وتم اعتمادها أيضا من اللجنة الإستشارية الشرعية، ويسمح بالتعامل بها إصدارا وتداولا في ماليزية، ويرجع ذلك إلى سهولة تطبيق عقد الإجارة مقارنة بعقود المدائنة الأخرى.

2 - تطور إصدار صكوك الإجارة:

يرجع إصدار لأول صكوك إجارة بالعملة المحلية في سنة 2004، حيث زاد التوقع في نمو وازدهار سوق الأوراق المالية الإسلامية، بوجود لأوراق مالية جديدة قابلة للتداول على المستوى العالمي. وتتيح صكوك الإجارة الفرصة للإكتتاب في المزيد من الأوراق المالية الإسلامية من قبل المستثمرين بهدف تنويع إستثماراتهم²، وهذا ما يعكسه الجدول في الملحق رقم (8) لصكوك الإجارة خلال الفترة 2001 إلى 2012.

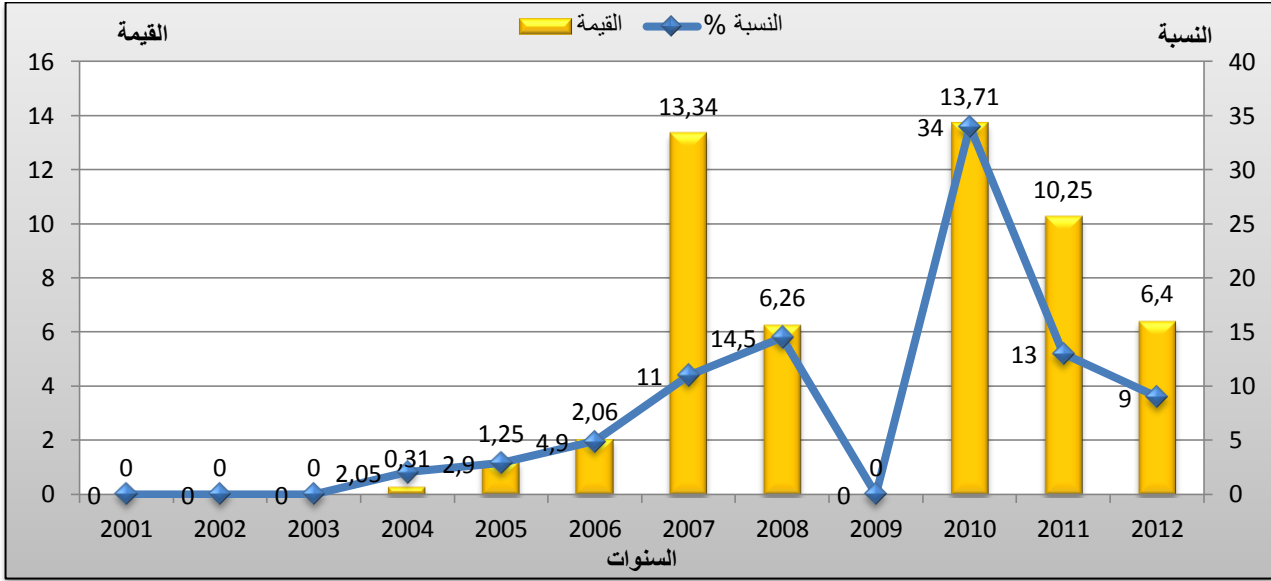
ويمكن تمثيل معطيات الجدول في الملحق رقم (9) بالرسم البياني التالي:

¹ Kuwait Financial house research, sukuk back on truck ,Op Cit, p. 26

² Mohamed Akaram Laldin, islamic financial system: the malaysian experience and the way forward, p.20, available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 16/01/2012 .

شكل رقم (31): تطور إصدار الصكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.

الوحدة: مليار رينجت ماليزي



المصدر:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports:2004, p(2-22)_2005, p(2-21)_2006, p(6-45)_2007, p(6-49)_2008, p(6-55)_2010, p(6-54)_2011, p(6-53)_2012, p(6-62)

من خلال الجدول في الملحق رقم (9) والرسم البياني المرفق له، نلاحظ غياب لإصدار هذا النوع من الصكوك من سنة 2001 إلى 2003، وهذا راجع لإصدار الصكوك التي تعتمد على صيغة المرابحات، وهذا لسهولة تطبيقها، ونلاحظ كذلك نمو في حجم إصدار صكوك الإجارة من سنة 2004 إلى 2012 وأول إصدار محلي لهذا النوع من الصكوك في سنة 2004 تم من طرف شركة إنكس برهاد بما قيمته 160 مليون رينجت، وهذا ما فتح المجال لتطوير وتوقع لإصدارات أخرى محلية، تستعمل هذه الهيكلية الجديدة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وزيادة للطلب من الصكوك الإسلامية من طرف المستثمرين الدوليين¹.

وهذا ما تم، حيث من الفترة 2004 إلى 2006 عرفت نمواً متباطئاً لم تتعدى 5%، وهذا راجع لصدور في نفس المرحلة لصكوك المشاركة كما سنبينه لاحقاً، وعدم المعرفة الكافية بإيجابيات هذا النوع من الصكوك، ثم تأتي المرحلة الثانية من سنة 2007 إلى 2012 حيث سجلت على التوالي: 11% و 14% و 34% و 13% و 9% في السنوات 2007 و 2008 و 2010 و 2011 و 2012 حيث بلغت أكبر نسبة في سنة 2010، ولعل هذا راجع إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزيين بالإستثمار في صكوك المشاركات والإجارة بدلا من صكوك البيع بثمن آجل وبدرجة أقل صكوك المرابحات، كما يمكن أن نلاحظ من الجدول أن سنة 2009 لم تسجل أي إصدار من هذا النوع من الصكوك لإستحواذ صكوك المشاركة على أكبر نسبة إصدار وهذا سنوضحه لاحقاً.

رابعا: إصدار صكوك المشاركة

جاء تعريف صكوك المشاركة حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها "عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير مجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المشاركة"² واعتمدت في ذلك على تعريف عقد المشاركة المعروف في

¹ Mohamed Akaram Laldin, islamic financial system : the malaysian experience and the way forward, p20, available at : www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract 16/01/2012 .

² Securities Commission of Malaysia, Guidelines on the offering of islamic securities, Op Cit, p5

عقود الإستثمار وكان أول إصدار لصكوك المشاركة من طرف شركة Capital Bhd Musyarakah One في سنة 2005، ثم تلاحقت الإصدارات بشكل متزايد في السنوات الأخيرة.

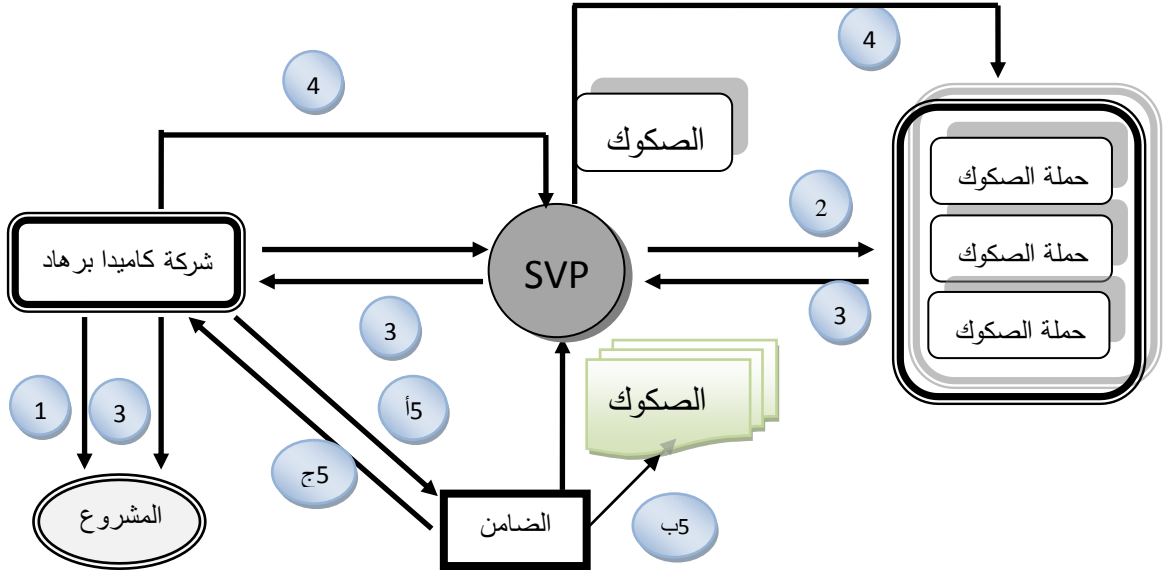
1 - خطوات إصدار صكوك المشاركة:

يتم إصدار صكوك المشاركة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية كما يلي¹:

- 1) تقوم شركة كاميدا برهاد بإبرام عقد بينها وبين شركة ثانية (غالبا تابعة لها) من أجل إقامة مشروع معين.
- 2) تصدر شركة كاميدا برهاد صكوك عن طريق شركة ذات الغرض الخاص ويتم شراؤها من قبل المشاركون (حملة الصكوك).
- 3) يدفع المشاركون لحصتهم الممثلة في قيمة صكوك المشاركة شركة ذات الغرض الخاص وبدورها لشركة كاميدا برهاد للبدأ في انجاز المشروع.
- 4) في نهاية كل فترة دورية شهر أو سنة، تدفع شركة كاميدا برهاد لأرباح المشروع المحققة أو المحسوبة حسب النسبة المتفق عليها مسبقا للمشاركين في المشروع.
- 5) في نهاية المدة وانجاز المشروع، يعمل الضامن على نقل ملكية الصكوك من المشاركين إلى شركة كاميدا برهاد، وذلك بتحصيل قيمة الصكوك من طرف شركة كاميدا، ثم استرجاع صكوك المشاركة مقابل قيمتها السوقية، على أن يعيد الضامن بيعها إلى شركة كاميدا برهاد، وهذا حتى تضمن هذه الأخيرة عدم بيعها إلى طرف آخر غيرها.

والشكل الموالي يوضح أهم مراحل إصدار صكوك المشاركة:

شكل رقم (32): خطوات إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا.



-Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p. 36:

المصدر:

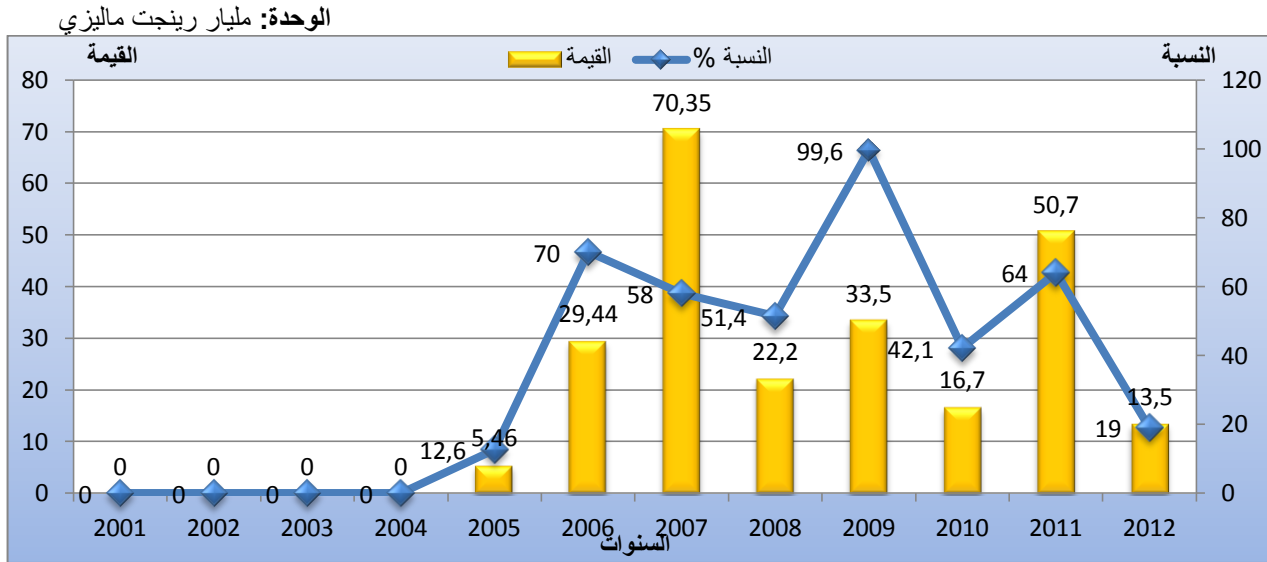
وتعد صكوك المشاركة إحدى الأدوات المالية المستحدثة حيث شهدت تطورا كبيرا ورواجا بين المستثمرين. ولمعرفة إصدار هذا النوع من الصكوك، سنقوم بإبرازه في النقطة الموالية.

¹ Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p. 36

2 - تطور إصدار صكوك المشاركة :

شهدت سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تدشين خطوة جديدة في إطار تطورها، وذلك بإصدارها لأول مرة للصكوك المشاركة بقيمة 2.5 مليار رينجت سنة 2005 من قبل شركة Musyarakah One Capital¹ لتعرف زيادة في نسبة إصدارها بشكل كبير. ويمكن ملاحظة نسبة إصدار هذه الصكوك وفق الجدول في الملحق رقم (10)، ويمكن عكس معطياتها بالرسم البياني الموالي:

شكل رقم (33): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.



المصدر:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 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)

نلاحظ من الجدول في الملحق رقم (10) و الرسم البياني المرفق له، تطور إصدار صكوك المشاركة بشكل ملفت للإنتباه، حيث لم يسجل أي إصدار قبل سنة 2005 لهذا النوع من الصكوك، والسبب راجع بالخصوص لوجود لثلاثة أنواع من الصكوك سيطرة على مجمل الإصدارات (صكوك المراجعة، صكوك البيع بثمن آجل، صكوك الإستصناع)، لتشهد الفترة من 2005 إلى 2011 نموا ملحوظا في الإصدارات، حيث شهدت سنة 2005 أول إصدار لصكوك المشاركة من طرف شركة Musyarakah One Capital Bhd حيث فاقه لتصل إجمالي إصدارات هذه السنة 12.6%، لتسجل بعدها قفزة نوعية في حجم الإصدار من سنة 2006 إلى 2008، حيث فاقه نصف مجموع إصدارات الصكوك المطروحة في سوق الأوراق المالية الماليزية وذلك يعود لكون هذه الصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تصدر وفق آلية بسيطة ودون تعقيد.

أما سنة 2009 فتشكل سنة إستثنائية في إصدار هذا النوع من الصكوك، لتصل نسبة الإصدار لأكثر من 99% أو ما يعادل أكثر من 33 مليار رينجت ماليزي من مجمل الصكوك الموافق إصدارها في هذه السنة، حيث كان الإعتماد على صيغة المشاركة، من أهم الصيغ في إصدار الصكوك، وهذا لما تتميز به في مفهوم تقاسم الربح والخسارة، مما أدى إلى زيادات قناعة لدى المستثمرين الماليزيين في إصدار هذا النوع من الصكوك، مقابل التخلي على إصدار صكوك المراجحة، لتعود لتتخفف من جديد في سنة 2010 و 2012 لأقل من النصف من مجموع الإصدارات في هذه السنتين لزيادة نسبة إصدارات صكوك الإجارة والمراجحة بالخصوص لترتفع من جديد في سنة 2011.

¹ Securities commission of malaysia, Securities commission annual report 2005, Kuala Lumpur, 2005, p.2.21

خامسا: إصدار صكوك المضاربة:

جاء تعريف صكوك المضاربة حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها "عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق الغير مجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المضاربة"¹ واعتمدت في ذلك على تعريف عقد المضاربة المعروف في عقود الإستثمار.

وكان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal Assets BHD في سنة 2005 بقيمة ثمانين مليون رنجيت، وتم الإصدار تماشيا مع تعليمات وإرشادات الأوراق المالية الإسلامية الصادر في جويلية 2004 من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية لإصدار صكوك تبنى على عقد المضاربة².

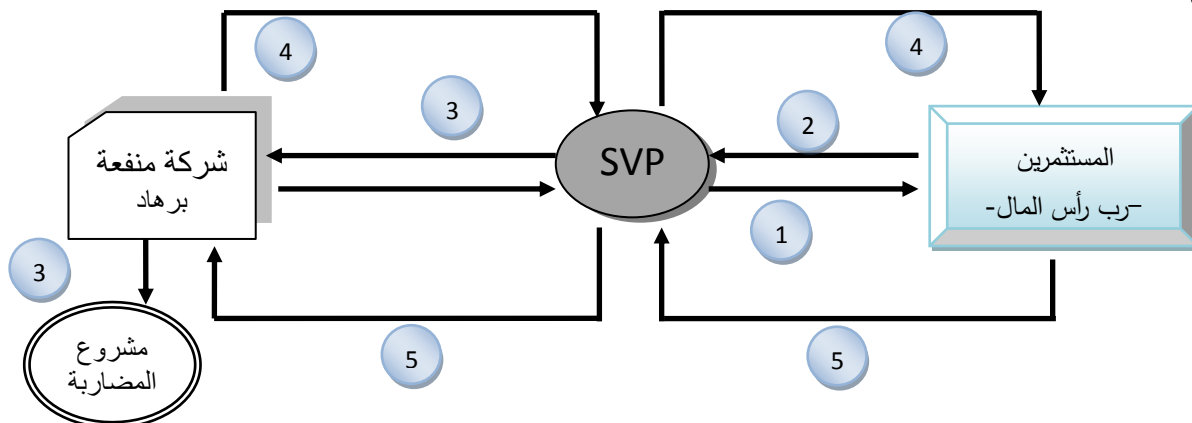
1 -خطوات إصدار صكوك المضاربة :

يتم إصدار صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وفق الخطوات التالية³:

- (1) تقوم شركة منفعة برهاد بإصدار صكوك المضاربة عن طريق شركة ذات الغرض الخاص.
- (2) يقوم المستثمرون بدفع مساهماتهم من رأسمال بصفتهم رب المال، في عملية المضاربة والحصول بالمقابل على الصكوك كإثبات لهم.
- (3) تقوم شركة ذات الغرض الخاص كمدبر للمشروع بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني، مع شركة منفعة برهاد، -كمضارب ثان- من أجل تنفيذ المشروع.
- (4) بعد انتهاء المشروع تقوم شركة منفعة برهاد المنفذة للمشروع -المضارب الثاني- بتقسيم أرباح المشروع مع إدارة المشروع شركة ذات الغرض الخاص(المضارب الأول)، ثم تقوم هذه الأخيرة بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة صكوك المضاربة بحسب النسب المتفق عليها.
- (5) تقوم إدارة المشروع باسترجاع صكوك المضاربة بعد دفع قيمتها لحملةها.

والشكل الموالي يوضح أهم مراحل إصدار صكوك المضاربة:

شكل رقم(34): خطوات إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا.



-Kuwait Financial house research, sukuk back on truck , Op Cit, p. 38

المصدر:

¹ Securities Commission of Malaysia, Guidelines on the offering of islamic securities, Op Cit, p5

² Securities commission malaysia, Securities commission annual report 2005, Op Cit,p.2.22

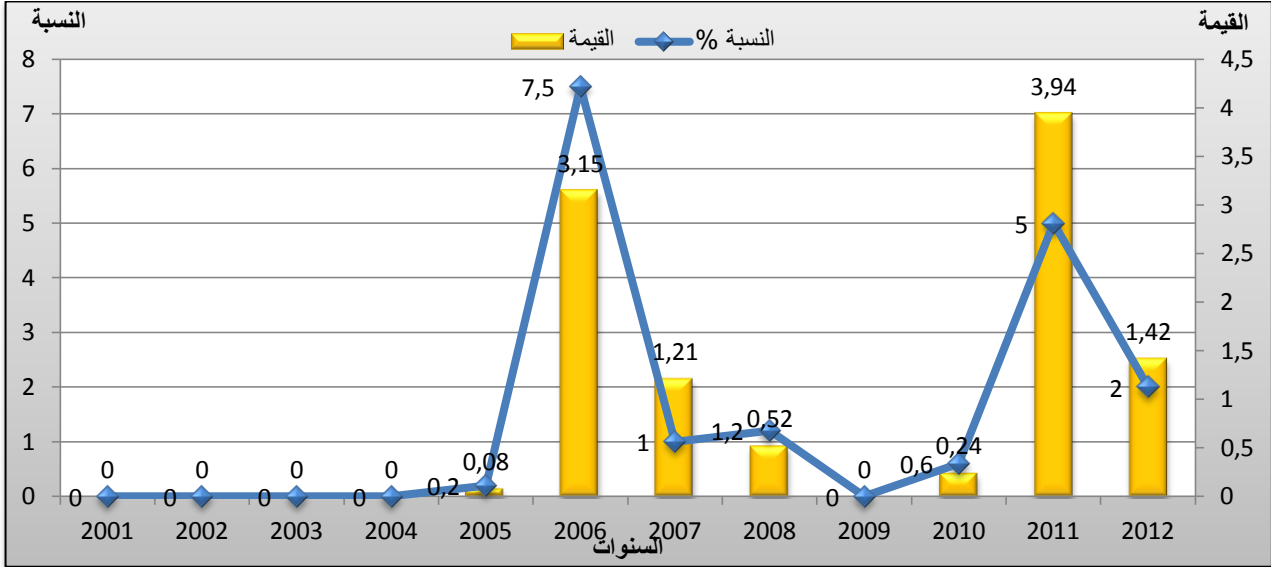
³ Kawait financial house research, sukuk back on truck, Op Cit,p.38

2 - تطور إصدار صكوك المضاربة :

يمكن توضيح تطور إصدار صكوك المضاربة من خلال الجدول في الملحق رقم (11)، وعكس معطياته بالرسم البياني التالي:

شكل رقم (35): تطور إصدار الصكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.

الوحدة: مليار رينجت ماليزي



المصدر:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2005, p(2-21)_2006, p(6-45)_2007, p(6-49)_2008, p(6-55)_2010, p(6-54)_2011, p(6-53)_2012, p(6-62)

من خلال الجدول في الملحق رقم (11) والرسم البياني المبين أعلاه، يمكن ملاحظة أن حجم إصدار صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الماليزية يتميز بالضعف وقلة مساهمتها في الإصدار العام للصكوك، حيث نلاحظ قبل سنة 2005 لم يتم إصدار هذا النوع من الصكوك في حين سجلت سنة 2005 هذا النوع من الصكوك ما يقارب 80 مليون رينجت من طرف PG Municipal وAssets Bhd وكانت تمثل أول إصدار لأوراق مالية إسلامية تحت صيغة عقد المضاربة المشار إليها في إرشادات الأوراق المالية الإسلامية المصدرة في جويلية 2004¹.

في حين سجلت 2006 الإستثناء، بوصولها إلى ما يقارب 7.5% من إجمال إصدار الصكوك، لتعود للإخفاض من سنة 2007 إلى 2010 حيث لم تتجاوز ما نسبته 1% من إجمالي إصدار الصكوك باستثناء سنة 2009 حيث لم تسجل أي إصدار لترتفع من جديد في سنة 2011 لتسجل أكبر قيمة تقدر بـ 3.94 مليار رينجت ثم تنخفض في سنة 2012 إلى 1.42 مليار رينجت.

¹ Securities commission malaysia, Securities commission annual report 2005, Op Cit, p.2.22

الفرع الثاني: مكانة القطاع الخاص الماليزي في إصدار أنواع الصكوك.

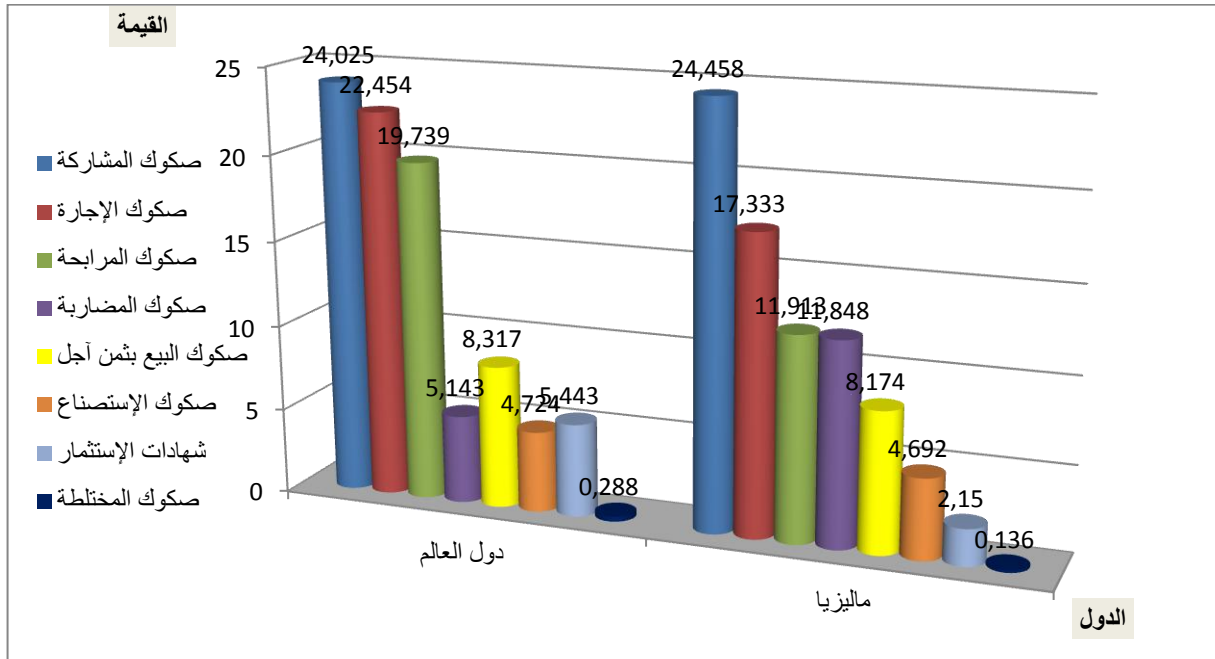
تعتبر شركة SHELL MDS Sdn Bhd أول شركة تصدر الصكوك في ماليزيا سنة 1990، حيث شهد النصف الثاني من العشرية الماضية تزايد إصدارات الشركات الخاصة لمختلف أنواع الصكوك وزيادتها على المستوى العالمي، مما حولها أن تلعب دورا نشيطا في سوق الإصدار الأولي.

أولا: مقارنة إجمالي اصدار القطاع الخاص لأنواع الصكوك في العالم مع ماليزيا

ينشط القطاع الخاص في ماليزيا في إصدار الصكوك بشكل فعال، فمن خلال الجدول في الملحق رقم (12) والرسم البياني الموالي، يبرز ريادة القطاع الخاص في ماليزيا بما يقارب 72 مليار دولار أي ما نسبته 74% من إجمالي ماتم إصداره من الصكوك في العالم، في حين تأتي دولة الإمارات في المرتبة الثانية بعيدة جدا حيث يساهم القطاع الخاص فيها ب 11%، فيما تأتي باكستان، السعودية، والبحرين واندونيسيا بمساهمة ضئيلة لقطاع الخاص.

شكل رقم (36): مقارنة إجمالي اصدارات القطاع الخاص العالمي لأنواع الصكوك مع ماليزيا بالقيمة خلال الفترة 2001 الى 2011.

الوحدة: مليار دولار



المصدر:

- Islamic Financial Information Services, available at : www.islamicfinancialservice.com
- Badlisyah Abdul Ghani, Globalization of sukuks – where does Malaysia fit in, The 15th Malaysian Capital Market Summit, Prince Hotel, December 9, 2010, Kuala Lumpur.

*م حساب قيمة صكوك المشاركة في ماليزيا باضافة اصدارات بعض الشركات الشبه حكومية.

ثانيا: مقارنة إصدار القطاع الخاص الماليزي لأنواع الصكوك مع باقي الدول

من بين الأهداف التي عملت ماليزيا على تحقيقها هو تجسيد كونها مركز المالية الإسلامية، وهذا يتأتى بفضل القاعدة المتينة التي بنيت عليها البنوك الإسلامية، بالإضافة إلى كونها مركز لإبتكار الأدوات المالية الإسلامية الحديثة والتي يمكن إصدارها وتداولها في سوق

الفصل الثالث: دور الصكوك في سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية

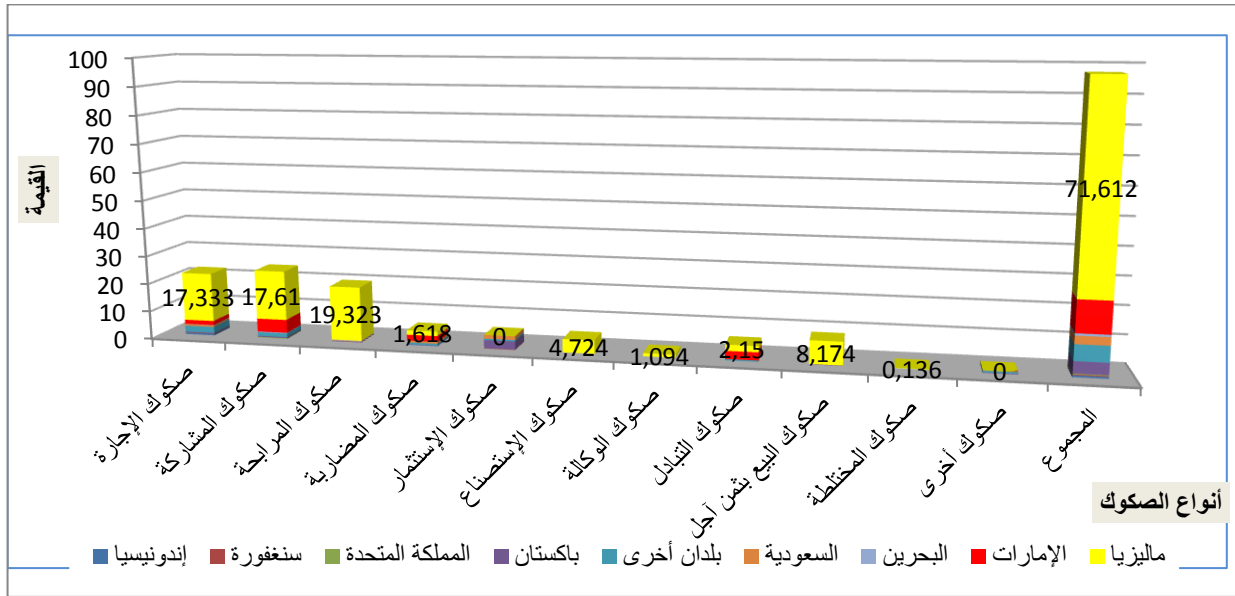
الأوراق المالية الإسلامية، وهذا ما يفسر بالأساس زيادة ماليزيا في إصدار مختلف أنواع الصكوك، مع باقي أهم البلدان المصدرة لهذه الأنواع خاصة بلدان الخليج العربي، ففي حين نجد كلا من صكوك المراجعة والإجارة والمشاركة الأكثر إصدارا ومساهمة من مجموع إصدارات الصكوك في ماليزيا، والتي تقدر على التوالي: 19.32، 17.33، 17.61 مليار دولار، وهذا راجع لوجود قبول عام لدى المستثمرين في هذه الصكوك في داخل وخارج ماليزيا - بلدان الشرق الأوسط- مقارنة بصكوك البيع بضمن أجل التي سجلت ما قيمته 8,174 مليار دولار تم إصدارها في أوائل العشرية الماضية ومنعدمة في باقي الدول باستثناء باكستان.

وهذا راجع لإعتماد ماليزيا على مفهوم بيع العينة*، كما أن لماليزيا السبق في إصدار صكوك التبادل** والصكوك المختلطة***.

ويمكن عرض الشكل البياني المبين فيما سيأتي من خلال معطيات الجدول في الملحق رقم(13).

شكل رقم (37): مقارنة إجمالي إصدارات القطاع الخاص الماليزي لأنواع الصكوك مع باقي الدول خلال الفترة 2001 الى 2011.

الوحدة: مليار دولار



المصدر:

- Islamic Financial Information Services, available at : www.islamicfinancialservice.com
- Badlisyah Abdul Ghani, Globalization of sukuks – where does Malaysia fit in, The 15th Malaysian Capital Market Summit, Prince Hotel, December 9, 2010, Kuala Lumpur.

* ارجع الى الصفحة 208.

** صكوك التبادل يتم إصدارها وفق صيغة معينة من صيغ التمويل الاسلامي على أن حاملها له الحق في تبديلها الى أسهم بعد فترة معينة

*** الصكوك المختلطة وهي مزيج بين أنواع الصكوك كأن تكون صكوك المراجعة وصكوك الإجارة، أو صكوك الاستصناع وصكوك الإجارة وغيرها.

المطلب الثالث: دراسة دور إصدار الصكوك الإسلامية في التأثير على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية

نحاول في هذه الدراسة بالتحليل ببيان درجة تأثير إصدار الصكوك الإسلامية في مؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية، وبتحديد نسبة الارتباط بينهما، وذلك باستخدام للبرنامج الاحصائي SPSS، ولهذا الغرض نتطرق إلى العناصر التالية:

الفرع الأول: المنهجية المستخدمة
الفرع الثاني: دراسة أثر إصدار الصكوك على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية
الفرع الثالث: نتائج دراسة أثر الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية

الفرع الأول: المنهجية المستخدمة

يتمثل المنهج المستخدم في هذه الدراسة التطبيقية في المنهج الوصفي التحليلي، الذي يعتمد على جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بمؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية، وكذا قيمة الإصدارات الشهرية للقطاع الخاص وإجمالي الإصدارات السنوية للصكوك الإسلامية، بهدف الوصول إلى بعض النتائج ومحاولة تعميمها على باقي أسواق الأوراق المالية للبلدان الإسلامية، وقد تمت الإستعانة في ذلك بالأسلوب الرياضي، المتمثل في بعض النماذج الإحصائية المستخدمة في قياس العلاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية هذا من جهة، ومن جهة أخرى قياس العلاقة بين إصدارات الصكوك من طرف القطاع الخاص ومؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية.

أولاً: وسائل معالجة وتحليل المعلومات:

تمثلت المعلومات المستخدمة في هذه الدراسة، في بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية والمتمثلة في مؤشر ¹ KUALA LAMPUR COMPOSITE IND السنوية من 1990 إلى 2012 ومؤشر ² FBM EMAS ومؤشر ³ FBM EMAS SHARIA ومؤشر KUALA LAMPUR COMPOSITE IND الشهرية من الفترة جانفي 2007 إلى جانفي 2013، وإلى إجمالي إصدارات الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية من الفترة 1990 إلى 2012 وإصدارات الصكوك من جانب القطاع الخاص الشهرية من جانفي 2007 إلى جانفي 2013.

وللحصول على معلومات الدراسة، تم الإعتماد على بعض مواقع الإنترنت متمثلة بالخصوص في: الموقع الرسمي للبورصة الماليزية، وموقع هيئة الأوراق المالية الماليزية، وموقع البنك المركزي الماليزي، وموقع BLOOMBERG.

كما أستخدم في معالجة البيانات برنامج SPSS، وقد أستعمل في حساب الإنحدار الخطي البسيط للظاهرة المدروسة، بغرض الحصول على نتائج دقيقة وصحيحة.

¹ تم اطلاق مؤشر KLCI في 1986/04/06 وكان يضم 83 شركة صناعية، وفي 2009/07/06 أصبح يعرف بـ FTSE BURSA MALAYSIA KLCI ، ويضم الآن أكبر 30 شركة في ماليزيا. أنظر: www.bursamalaysia.com/market/products-services/indices/ftse-bursa-malaysia-indices/overview/ تاريخ الاطلاع 2013/05/21.

² وهو مؤشر حديث تم اطلاقه في 2006/03/31 ويضم مكونات مؤشري FTSE BURSA MALAYSIA TOP 100 و FTSE BURSA MALAYSIA SMALL CAP

³ و هو مؤشر يضم مكونات مؤشري FBM EMAS و FTSE BM SMALL CAP لأسم المؤسسات المتوافقة مع أحكام الشريعة بحسب الهيئة الشرعية للأوراق المالية التابعة للجنة الأوراق المالية الماليزية. وقد وفر هذا المؤشر للمستثمرين لفرصة التعرف على اتجاهات وحركية الأسهم الماليزية الاسلامية

ثانيا: المتغيرات المستخدمة في الدراسة:

وتتمثل فيما يلي:

1 - مؤشرات أداء السوق المالية: تقاس السوق المالية الماليزية بعدة مؤشرات، ارتأينا في دراستنا هذه الإعتماد على مؤشر العام لأسعار الأسهم **FBM EMAS SHARIA** و **FBM EMAS** ومؤشر **KUALA LAMPUR COMPOSITE** و **IND**.

وقد تم الاعتماد عليها كمؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية الماليزية، وهي متغيرات تابعة، على أن تكون قيمة المؤشر السنوية ممثلة في القيمة لآخر يوم تداول لشهر ديسمبر من كل سنة، أما قيمة المؤشر الشهرية ممثلة في القيمة لآخر يوم تداول في الشهر المعني.

2 - الصكوك الإسلامية:

يمكن التعبير على الصكوك الإسلامية بقيمة إصدارها وذلك إلى:

أ - إجمالي قيمة الإصدار الصكوك الإسلامية من القطاع العام والخاص معا (القطاع العام ممثل في الحكومة الماليزية بالخصوص).

ب - إجمالي قيمة الإصدار الصكوك الإسلامية من طرف القطاع الخاص. وكلاهما متغيرات مستقلة.

ثالثا: النموذج الإحصائي المستخدم:

تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي العام، الذي يستخدم لتحديد العلاقة بين المتغير التابع Y_t والمتغيرات المستقلة X_{kt} وصيغة النموذج كالتالي:

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

$$T = 1 \dots n$$

$$K = 1 \dots m$$

U_t : متغير عشوائي يسمى حد الخطأ (القيمة المقدرة لحد الخطأ).

B_K : قيمة معاملات الانحدار العام.

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

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

كما يوفر برنامج **SPSS** مجموعة من المعلومات تقدر جودة النموذج، وقد تم استخدامها في الدراسة وتمثل في:

- إحصائية **t-Statistic**: يعبر هذا المؤشر عن إختيار قيمة معامل من المعاملات، أي هل المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع أم لا، بصفة عامة إذا كان $t > 2$ فإن هناك احتمالا قدره 95% بأن نقبل H_1 ونرفض H_0 ، أي أن المتغير المفسر له دور في تفسير تغيرات المتغير التابع.

- الإحتمال Probability : هذا المؤشر 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 الإنحدار R : هذا المؤشر يقيس جودة النموذج، فيما يخص مدى إرتباط المتغير التابع بالمتغيرات المفسرة التي يحتويها النموذج. $0 < R < 1$ ، فكلما إقتربت من 1 كلما كان النموذج ذو دقة عالية، وإذا كان $R < 0.6$ فالنموذج جيد.
- معامل الإنحدار المعدل R_2 : هذا المؤشر يستعمل إذا كان عدد المقدرات في النموذج أكبر من أو تساوي 2 فهو في هذه الحالة يكون أدق من R لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

الفرع الثاني: دراسة أثر إصدار الصكوك الإسلامية على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية

نحاول في هذه النقطة دراسة الارتباط بين الاصدارات الكلية السنوية للصكوك وتلك الشهرية مع بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية، وذلك بالإستعانة بالبرنامج الاحصائي SPSS.

أولاً: دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية:

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

1 - دراسة الإرتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق INDICE COMPOSIT:

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

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

وبإستخدام برنامج SPSS يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : المتغير المفسر SUK GLOB ليس له علاقة بالمتغير التابع IND COMP .

H_1 : المتغير المفسر SUK GLOB له علاقة بالمتغير التابع IND COMP .

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة باصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للبورصة الماليزية IND COMP المتحصل عليهما من التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والبنك المركزي الماليزي، للفترة الممتدة من 1990 إلى 2012 المبينة في الملحق رقم (14)، نتحصل على النموذج المقدر كما هو مبين في الملحق رقم (15) :

| | | | |
|------------|-------------|---------|---------|
| IND COMP = | 77109.694 + | 0.733 | SUKGLOB |
| T = | 11.572 | 4.301 | |
| | (0.000) | (0.000) | |
| R = | 0.693 | | |
| R^2 = | 0.480 | | |
| F = | 18.495 | | |
| Sig = | 0.000 | ≈ | 100% |

من خلال النموذج أعلاه، يشير إلى قبول الفرضية H_1 ، أي أن إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية لها علاقة بالمؤشر العام لسوق الأسهم الماليزية، وهذا انطلاقاً من:

- t-statistic أكبر من 2، فهناك احتمال قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .
 - قيمة الاحتمال أقل من 0.05 فهذا يعني قبول H_1 ورفض H_0 .
 - الإحصائية F متوسطة وتساوي 18.495.
 - دلالة صحة النموذج SIG تساوي 0.000 أي أن صحة قيام نموذج بين المتغير التابع والمستقل مقبولة بـ 100%، أي يمكن الاعتماد على هذا النموذج في قياس أثر الصكوك الإسلامية على مؤشر سوق الأسهم الماليزي، وهو ارتباط متوسط ويقدر بـ 0.693 أي 69% في حين العلاقة بين المتغيرين ضعيفة R^2 0.48 أي 48%.
- هذا ما يدفعنا إلى دراسة أثر الصكوك الإسلامية على مرحلتين، الأولى من سنة 1990 إلى 2000 وهذا نظراً للإصدار كانت محتشمة وقليلة، والثانية بين سنة 2000 و 2012 أين تم التعامل الفعلي بالصكوك.

2- دراسة الارتباط بين إجمالي الصكوك الإسلامية من 1990 إلى 2000 والمؤشر العام لسوق الأسهم الماليزي : INDICE COMPOSIT

يفرض أن : SUK GLOB(90-00) إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية في ماليزيا.

IND COMP (90-00) المؤشر العام لسوق الأسهم الماليزي لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر.

وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : المتغير المفسر SUK GLOB(90-00) ليس لها علاقة بالمتغير التابع IND COMP(90-00).

H_1 : المتغير المفسر SUK GLOB(90-00) لها علاقة بالمتغير التابع IND COMP(90-00).

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للبورصة الماليزية IND COMP المتحصل عليهما من التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والبنك المركزي الماليزي، للفترة الممتدة من 1990 إلى 2000 المبينة في الملحق رقم (14)، نتحصل على النموذج المقدر كما هو مبين في الملحق رقم (16) :

| | | | |
|-------------------|-------------|---------|----------------|
| IND COMP(90-00) = | 83241.671 - | 1.262 | SUKGLOB(90-00) |
| T = | 6.954 | - 0.203 | |
| | (0.000) | (0.844) | |
| R = | 0.072 | | |
| R^2 = | 0.005 | | |
| F = | 0.041 | | |
| Sig = | 0.844 | ≈ | 15% |

من خلال النموذج أعلاه، نلاحظ أنه لا توجد علاقة بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة 1990 و 2000 مع مؤشر أسعار سوق الأسهم الماليزي، وما يؤكد ذلك:

- t-statistic بالقيمة المطلقة للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض H_1 وقبول H_0 .
- قيمة الاحتمال بالقيمة المطلقة للمتغير المستقل أكبر من 0.05، فهذا يعني رفض H_1 وقبول H_0 .
- دلالة صحة النموذج sig تعادل 0.844 أي 15% وهي نسبة ضعيفة لقيام النموذج بين المتغيرين، وعليه فالنموذج غير مقبول وإصدار الصكوك الإسلامية في هذه الفترة لا يؤثر على مؤشر أسعار سوق الأسهم الماليزي لوجود ارتباط يعادل 7% و R^2 ضعيف جدا.

3 - دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية من الفترة 2000 إلى 2012 ومؤشر أسعار سوق الأسهم الماليزي من 2000 إلى 2012 IND COMPOSIT :

بفرض أن: (00-12) SUK GLOB إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية في ماليزيا من 2000 إلى 2012.

(00-12) IND COMPOSIT المؤشر العام لسوق الأسهم الماليزي من 2000 إلى 2012.

والفرضيتين المختبرتين هما:

H_0 : المتغير المفسر (00-12) SUK GLOB ليس له علاقة بالمتغير التابع (00-12) IND COMPOSIT.

H_1 : المتغير المفسر (00-12) SUK GLOB له علاقة بالمتغير التابع (00-12) IND COMPOSIT.

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية والمؤشر العام للبورصة الماليزية IND COMP المتحصل عليهما من التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والبنك المركزي الماليزي للفترة الممتدة من 2000 إلى 2012 المبينة في الملحق رقم (14)، نتحصل على النموذج المقدر كما هو مبين في الملحق رقم (17) :

| | | | |
|-------------------|------------------|------------------|----------------|
| IND COMP(00-12) = | 68700.522 + | 0.858 | SUKGLOB(00-12) |
| T = | 6.768 (0.000) | 4.473 (0.001) | |
| R = | 0.817 | | |
| R^2 = | 0.667 | | |
| F = | 20.010 | | |
| Sig = | 0.001 | ≈ | 99% |

يتبين من خلال هذا النموذج أن العلاقة طردية بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأسهم الماليزي

COMPOSIT وأن العلاقة قوية بينهما، ويظهر ذلك من خلال:

- t-statistic: المتغير المستقل أكبر من 2، أي أن احتمال قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .
- قيمة الاحتمال أقل من 0.05، هذا يعني قبول H_1 ورفض H_0 .

- الإحصائية F كبيرة وتساوي 20.010.
- دلالة صحة النموذج SIG تساوي 0.001 بمعنى صحة قيام نموذج بين المتغير المستقل الصكوك الإسلامية للفترة 2000-2012 - ومؤشر أسعار سوق الأسهم الماليزي للفترة 2000-2012 مقبول بما يقارب 99% أي يمكن الاعتماد على هذا النموذج لقياس أثر الصكوك الإسلامية في مؤشر أسعار سوق الأسهم.
- وعليه يدل النموذج على وجود ارتباط بين إجمالي اصدار الصكوك الإسلامية ومؤشر أسعار سوق الأسهم الماليزي، وهو ارتباط قوي ويقدر بـ 81% (R 0.817) ، في حين أن العلاقة بين المتغيرين جيدة وتقارب R^2 66%.

ثانيا: دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية من طرف القطاع الخاص والمؤشر العام لسوق الأسهم الماليزي:
سنحاول في هذه النقطة دراسة الارتباط بين الإصدارات الشهرية للصكوك الإسلامية من طرف القطاع الخاص، وبعض مؤشرات سوق الأسهم الماليزي، لمعرفة دور الصكوك المصدرة من طرف القطاع الخاص مقارنة بالإصدارات الاجمالية التي تحتوي الإصدارات الحكومية، وذلك من خلال ثلاثة وسبعون شهر للفترة الممتدة من جانفي 2007 إلى جانفي 2013. وذلك وفق دراسة النقاط التالية:

- دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية ومؤشر FBM EMS الشهري.
- دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية ومؤشر FBM EMS SHARIAH الشهري.
- دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية ومؤشر COMPOSITE الشهري.

1 - دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية ومؤشر FBM EMS الشهري:

يفرض أن: SUK PRIV MENS إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية.
FBM EMS MENS مؤشر أسعار سوق الأسهم الماليزي لآخر يوم تداول من الشهر.
وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:
 H_0 : المتغير المفسر SUK PRIV MENS ليس له علاقة بالمتغير التابع FBM EMS MENS.
 H_1 : المتغير المفسر SUK PRIV MENS له علاقة بالمتغير التابع FBM EMS MENS.
وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك الشهرية المتحصل عليها من التقارير السنوية للبنك المركزي الماليزي والمؤشر العام للبورصة الماليزية الشهري FBM EMS MENS المتحصل عليه من الموقع الإلكتروني لـ BLOOMBERG للفترة الممتدة من 2007 إلى 2011 المبينة في الملحق رقم(18)، نتحصل على النموذج المقدر كما هو مبين في الملحق رقم (19) :

| | | | |
|----------------|----------|---------|--------------|
| FBM EMS MENS = | 827031 + | 41.079 | SUKpriv mens |
| T = | 22.927 | 1.391 | |
| | (0.000) | (0.168) | |
| R = | 0.164 | | |
| R^2 = | 0.027 | | |
| F = | 1.936 | | |
| Sig = | 0.168 | ≈ | 83% |

يتضح من خلال هذا النموذج أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر FBM EMS MENS، وما يؤكد ذلك :

- t-statistic للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 1.936 .

- كلا من R^2 , R تساوي 16%، 2%، 83% وهذا يعني وجود ارتباط وعلاقة ضعيفة جدا لهذا النموذج.

2 - دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية ومؤشر FBMS EMS SHARIAH MENS الشهري:

يفرض أن: SUK PRIV MENS إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية.

FBM EMS SHARIAH MENS مؤشر أسعار سوق الأسهم الماليزي لآخر يوم تداول من الشهر.

وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : المتغير المفسر SUK PRIV MENS ليس له علاقة بالمتغير التابع FBM EMS SHARIA MENS.

H_1 : المتغير المفسر SUK PRIV MENS له علاقة بالمتغير التابع FBM EMS SHARIA MENS.

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة باصدارات الصكوك الشهرية المتحصل عليها من التقارير السنوية للبنك المركزي الماليزي والمؤشر

العام للبورصة الماليزية الشهري FBM EMS SHARIA MENS المتحصل عليه من الموقع الإلكتروني لـ

BLOOMBERG للفترة الممتدة من جانفي 2007 إلى جانفي 2013 المبينة في الملحق رقم (20)، نتحصل على النموذج

المقدر كما هو مبين في الملحق رقم (21) :

| | | | |
|-----------------------|--------------|---------|--------------|
| FBM EMS SHARIA MENS = | 835821.535 + | 36.164 | SUKpriv mens |
| T = | 23.063 | 1.237 | |
| | (0.000) | (0.220) | |
| R = | 0.148 | | |
| R^2 = | 0.022 | | |
| F = | 1.529 | | |
| Sig = | 0.220 | ≈ | 78% |

يتضح من خلال هذا النموذج أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر FBMS EMS SHARIAH

MENS، وما يؤكد ذلك :

- t-statistic للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 1.529.

- كلا من R^2 , R , sig تساوي 14%, 2%, 78% ، وهذا يعني لوجود ارتباط وعلاقة ضعيفة جدا لهذا النموذج.

3 - دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية ومؤشر IND COMPOSIT MENS الشهري:

يفرض أن SUK PRIV MENS إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية.

IND COMPOSIT MENS مؤشر أسعار سوق الأسهم الماليزي لآخر يوم تداول من الشهر.

وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : المتغير المفسر SUK PRIV MENS ليس لها علاقة بالمتغير التابع IND COMP mens.

H_1 : المتغير المفسر SUK PRIV MENS لها علاقة بالمتغير التابع IND COMP mens.

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة باصدارات الصكوك الشهرية والمؤشر العام للبورصة الماليزية الشهرية IND COMP mens

المتحصل عليهما من التقارير السنوية للبنك المركزي الماليزي للفترة الممتدة من جانفي 2007 إلى جانفي 2013 المبينة في

الملحق رقم(22)، نتحصل على النموذج المقدر كما هو مبين في الملحق رقم(23):

| | | | |
|-----------------|--------------|---------|--------------|
| IND COMP mens = | 118676.972 + | 4.401 | SUKpriv mens |
| T = | 20.095 | 0.904 | |
| | (0.000) | (0.369) | |
| R = | 0.107 | | |
| R^2 = | 0.011 | | |
| F = | 0.818 | | |
| Sig = | 0.369 | ≈ | 63% |

يتضح من خلال هذا النموذج أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر IND COMPOSIT MENS،

وما يؤكد ذلك :

- t-statistic للمتغير المستقل أقل من 2، مما يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

- قيمة الاحتمال كبيرة للمتغير المستقل، أكبر من 0.05 فهذا يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

- الإحصائية F صغيرة جدا وتساوي 0.818

- كلا من R^2 , R , sig تساوي 10%, 1%, 63% ، وهذا يعني لوجود ارتباط وعلاقة ضعيفة جدا لهذا النموذج.

الفرع الثالث: نتائج دراسة أثر الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية

بعد دراسة أثر الصكوك في بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية، تحصلنا على بعض النتائج التي تفيدنا في تفسير العلاقة بين هذين المتغيرين.

أولاً: نتائج الدراسة

ما نستخلصه من نتائج يتمثل في:

1 - وجود أثر إيجابي لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية (INDS COMPOSIT) خلال الفترة 1990-2012.

2 - وجود أثر سلبي لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 1990-2000.

3 - وجود أثر جد إيجابي لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية (INDS COMPOSIT) خلال الفترة 2000-2012.

4 - غياب لأي أثر لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية من طرف القطاع الخاص على المؤشرات الأخرى لسوق الأوراق المالية الماليزية من: FBMS EMS SHARIA, INDS COMPOSIT , FBMS EMS الشهرية خلال الفترة جانفي 2007 إلى جانفي 2013.

فالدراصة جاءت لتبيان دور الصكوك الإسلامية في التأثير على أسواق الأوراق المالية عند إصدارها ، فالنتائج جاءت مختلفة بحسب قيمة الإصدار الإجمالي للصكوك، وبحسب الإصدار الشهري لصكوك من طرف القطاع الخاص.

في حين كان هناك لأثر إيجابي للقيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك، ولم تكن هناك علاقة ولا أثر بالنسبة لإصدارات القطاع الخاص للصكوك على مؤشر الأسعار لسوق الأسهم الماليزي.

وبالنسبة لفترة سنوات التسعينات تميزت العلاقة بكونها عكسية، حيث كلما تم إصدار ما قيمته 1 مليار رينجت، كان تغير في مؤشر السوق نحو الهبوط ب 1.262 نقطة.

أما في الفترة الممتدة من 2000 إلى 2012 تميزت، بعلاقة وأثر إيجابي لإصدار الصكوك على المؤشر العام لسوق الأسهم الماليزي، حيث كلما تم إصدار ما قيمته 1 مليار رينجت تحرك مؤشر السوق نحو الأعلى ب 0.858 نقطة.

ثانياً: تفسير النتائج

ويمكن تحليل هذه النتائج، من جهة، أن الفترة الأولى في بداية إصدار الصكوك الإسلامية، كانت نظرة المستثمرين لهذه الورقة كغيرها من الأدوات المالية المستحدثة، تفتقر إلى عنصر الثقة من طرف المقرضين (المستثمرون التأسيسيون) ، فكان التوجه نحو السندات التقليدية لوجود عنصر الضمان والحصول على عائد ثابت معروف مسبقاً، ومن جهة أخرى، أن الصكوك الإسلامية في بداية تعاملاتها يتم إصدارها على أساس قاعدة الغنم بالغرم، أي أن العائد المتوقع غير محدد مسبقاً ولكن يوجد كحد أدنى من الربح مضمون، وهو في العادة أقل بكثير من الذي توفره السندات التقليدية، مما يفسر أن المستثمرين عند شرائهم للورقة المالية يتم تحديد نسبة العائد المراد الحصول عليه، فإن كان قليل وبالتالي تقليل الخسائر إن حصلت فيلجأ إلى الصكوك الإسلامية، أما إذا كان المراد الحصول على عائد كبير وبالتالي إمكانية

التعرض لخسائر كبيرة (في حالة الإفلاس) فيتوجه إلى شراء السندات التقليدية، مما أعطى الصفة أن كل من يستثمر في الصكوك الإسلامية تكون عادة الشركات الصغيرة الضعيفة، من حيث بنيتها المالية، والشركات الكبيرة تتعامل في السندات التقليدية¹.

فالمعلومة عندما تصل إلى المتعاملين في سوق الأوراق المالية الماليزية يتم تحليلها على أن الشركة المصدرة لهذه الصكوك هي شركة لم تستطيع الدخول إلى سوق السندات التقليدية، فكان البديل إصدار الصكوك الإسلامية لتمييزها بقاعدة الغنم بالغرم ودفع لأرباح قليلة، وأن هذه الشركة ضعيفة ماليا وغير معروفة، وعندما يشعر المستثمرون المحتملون لشراء هذه الصكوك، أن هذه الشركة لم تجد أي تمويل آخر غير إصدار الصكوك الإسلامية، مما يدفعهم إلى عدم المجازفة كثيرا في شرائها. فتتلقى السوق هذه المعلومة بشكل سلبي فيتأثر معه مؤشر سوق الأسهم الماليزي سلبا.

وما يفسر أيضا، أن هذه الصكوك يتم إصدارها، ولا يتم تبادلها في بادئ الأمر، مما جعل من الصعوبة بمكان تحويلها إلى سيولة حتى ميعاد استحقاقها، مما ترك الإنطباع السلبي لدى المستثمرين من الحصول عليها وتداولها. وكان من أهم المكتسبين في هذه الصكوك البنوك الإسلامية الماليزية، في ظل غياب لسوق تداول فكان العرض محدود، مما ترك الانطباع لدى المستثمرين بصعوبة تسيلها، مما كان له الأثر السلبي على مؤشر السوق الماليزي.

أما في الفترة الثانية والتي شهدت نمو ملحوظا في إصدار الصكوك الإسلامية، في بداية الأمر من طرف القطاع الخاص، لتدخل الحكومة الماليزية لسوق الإصدارات عن طريق مؤسساتها والشركات التابعة لها مثل CAGAMAS و KHAZANAH وغيرها، وتوفيرها لظروف مساعدة لإصدار الصكوك من إعفاء على دفع الضرائب، وأمور تنظيمية مخفزة للشركات على إصدار هذا النوع من الأدوات المالية، وما يفسر للأثر الإيجابي لإصدار الصكوك الإسلامية في مؤشر سوق الأسهم الماليزي، إنشاء لسوق الأوراق المالية الإسلامية، يتم تداول فيها الأوراق المصدرة، ووجود للجنة الأوراق المالية الماليزية، زاد إقبال المستثمرين في شراء وقبول هذه الصكوك، وفي وجود لعائد جيد على الصكوك (خاصة صكوك البيع بثمان آجل وصكوك المرابحة وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة) مما زاد في ثراء المتعاملين فيها².

و زاد حجم الإصدارات ليصل في سنتي 2007 و 2008 إلى ما يقارب 160 و 140 مليار رينجت ماليزي على التوالي، وهو ما دفع بالمستثمرين للإستثمار فيها، مما انعكس بالإيجاب على قرارات هؤلاء على مؤشر سوق الأسهم الماليزي.

أما فيما يتعلق بدراسة أثر الإصدار الشهري للصكوك الإسلامية، من طرف القطاع الخاص على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزي، فلم يكن له أي تأثير يذكر، ولعل هذا راجع بالأساس إلى قيمة الإصدارات الشهرية الضئيلة والمتقطعة مما لم يسمح بدراسة ارتباط هذه المتغيرات.

¹ 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

² Yusnidah Ibrahim, Mohd Sabri Minai, isalmic bonds and the wealth effects :evidence from malaysia, investment management and financial innovations, volume 6, issue 1, 2009, p.190

خلاصة الفصل الثالث:

تناول هذا الفصل الدراسة التطبيقية لسوق الأوراق المالية الماليزية ودور الصكوك الإسلامية في تفعيلها، حيث تم عرض للتجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية، ثم بيان ماهية سوق رأس المال الماليزي ومراحل تطوره حتى وصل تسميتها بالبورصة الماليزية، وما تحتويه من أقسام كسوق الملكية وسوق السندات وسوق المشتقات وسوق الأوراق المالية الإسلامية، كما تم التعريف بالهيئات الرقابية وهي هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية المحدودة والمؤسسات التابعة لها. كما تم التطرق لماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وذلك لكونها السوق التي تنشط بها إصدارات الصكوك الإسلامية، وتداولها دون غيرها من الأسواق وعرض لأهم وظائفها وتقسيماتها، والدور الذي تقوم به الجهات الرقابية في تطوير سوق الأوراق المالية، والمتمثلة في هيئة الأوراق المالية واللجنة الإستشارية الشرعية العليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، ودورها في الموافقة والمصادقة على إصدارات الصكوك وفق الضوابط الشرعية من جهة، وتفعيل العمل بهذه الأدوات في السوق المالية الإسلامية من جهة أخرى.

ومن خلال بحثنا في تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، فإنها ترجع لسنة 1990، حيث تم إصدار أول صكوك مبنية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، لتتوالى في العشرة الأخيرة إصداراتها كما وكيفا ونوعا.

وقامت البورصة الماليزية بتوفير مجموعة من المزايا، لتحفيز الإستثمار في هذه الصكوك وذلك في إطار خططها العشرية، للوصول بماليزيا كمركز للمالية الإسلامية في العالم، بإصدار مجموعة من التنظيمات والأطر القانونية، في وجود لبنية تنظيمية متينة وقاعدة مالية إسلامية متطورة، بالإضافة تقديمها لتحفيزات ضريبية من إعفاء وتأجيل دفعها بالنسبة لمصدري الصكوك، مما كان له الأثر الإيجابي في زيادة حجم إصدار الصكوك.

في حين تم في هذا الفصل، عرض وتحليل للمكانة القيادية التي صارت تحتلها ماليزيا في إصدار الصكوك، حيث أنها أكبر بلد من حيث قيمة الاصدارات والحجم والعدد والعملية مقارنة بباقي البلدان المصدرة للصكوك، كما أنها السبابة لإستحداث لأهم أنواع الصكوك وتطوير إصدارها خلال العقد الأخير، وتحديد بنية كل نوع ومراحل إصداره وطرق تداوله، حيث سيطرت كل من صكوك المراجعة والبيع بثمن آجل في السنوات الأولى، لتتراجع بشكل كبير لتترك مكانها لصكوك المشاركة والإجارة والمضاربة في السنوات الأخيرة، لتشكل مجمل الصكوك المصدرة أكبر نسبة مقارنة مع السندات الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية مؤخرًا، وما الدور الكبير للشركات الخاصة الماليزية في تفعيل سوق الصكوك بتربعها في إصدار الصكوك من حيث القيمة أو نوعها على المستوى العالمي، مما يضيفي صفة نجاح التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، وبالتالي إنعكاسها بالإيجاب على سوق الأوراق المالية الماليزية.

كما توصلت الدراسة، إلى وجود لأثر إيجابي عند إصدار الصكوك الإسلامية على مؤشر سوق الأوراق المالية الماليزية، خاصة في العشرية الأخيرة، إذ تبين أن إجمالي إصدار الصكوك كان له دور إيجابي وردة فعل إنعكست بدورها على المستثمرين، وبالتالي على المؤشر العام للسوق **K L Composite Indice**، مما زاد في فعالية السوق ككل.

في حين كانت النتائج مغايرة بالنسبة للإصدارات الشهرية للصكوك من طرف القطاع الخاص، وهذا راجع لكون قيمة الإصدارات في الغالب صغيرة القيمة، فلم تسمح هذه الإصدارات في التأثير على مؤشر السوق.

ويرجع عدم قدرة الصكوك المصدرة على التأثير في مؤشر السوق في بداية ظهورها لحداتها وقلة إصدارها من حيث القيمة، وتوفيرها لنسبة عائد ضعيفة، بالإضافة لعدم القدرة على تداولها في السوق الثانوية، مما زاد في صعوبة وعدم جاذبيتها للمستثمرين.

الخاتمة العامة

الخاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية ذلك المجال الذي يتم فيه الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، في ظل وجود قنوات اتصال فعالة تعمل على تحسين تداول الأوراق المالية، كما تمثل الإطار المنظم لمختلف التعاملات الحاصلة فيها، كما تعمل على توفير التمويل للإقتصاد ككل، بإيجاد لسوق مالي كفاء تصبوا لتحقيقه جميع الدول.

وفي ظل التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية الدولية، وظهور لأدوات مالية حديثة، برزت الصكوك الإسلامية كإحدى هذه الأدوات التي استقطبت عديد المستثمرين، وهذا لتمييزها بخصائص وضوابط مختلفة عن باقي الأوراق المالية، ووجود لأنواع عديدة منها؛ مما زاد الطلب عليها وبذلك زاد حجم إصدارها وتداولها.

وقد تمحور بحثنا حول الإشكالية المتمثلة في "ما هو دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية"، في ظل وجود أنواع عديدة منها وتداولها في أكثر من سوق مالي، وذلك من خلال تتبع لدور سوق الأوراق المالية في استحداث أوراق مالية جديدة، وعرض لأهم أنواع الصكوك الإسلامية التي يتم إصدارها، مع تسليط الضوء على التجربة الماليزية كونها رائدة من حيث الإصدار والتداول والابتكار، ومطابقة ذلك بالدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية، والتأثير في زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية إصداراً وتداولاً.

ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع يمكن التأكيد على فرضيات هذا البحث وذلك على النحو التالي:

- تعتبر الصكوك الإسلامية كإحدى الأدوات المالية الحديثة، المتوافقة مع أحكام الشريعة، تصدر وفق ضوابط وآلية خاصة بها ولها أنواع عديدة، مما ساهم في نموها وازدهارها عن طريق إصدارها من قبل الحكومات والشركات في توفير الأموال اللازمة لإقامة مشاريعهم الاستثمارية وبالتالي كان لدور الصكوك الأثر الإيجابي في تنشيط وتفعيل الأسواق المالية، من حيث حجم الإصدار أو الأنواع المختلفة للصكوك المصدرة، وهذا ما يقودنا إلى قبول الفرضية الأولى.

- سمح وجود سوق أوراق مالية بتيسير تدفق الأموال من الفئات ذات الفائض إلى الفئات التي تعاني عجزاً مالياً؛ وذلك وفق شروط وإجراءات تنظيمية محكمة، ساهمت إلى حد كبير في سهولة تعاملاتها في مختلف أقسامها وفي عديد أدواتها المالية المصدرة والمتداولة فيها، ومما زاد من أهميتها توفير الأطر واللوائح التي تعمل على جعل المعلومة متاحة مما يضمن على السوق صفة الكفاءة، وتوفر شروطاً تعمل على جعلها ذات فعالية، وبذلك يمكن تثبيت صحة الفرضية الثانية، حيث إن سوق الأوراق المالية ما كانت لتقوم بوظائفها من حشد المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع المختلفة في غياب قنوات اتصال فعالة مهيكله ومنظمة.

- إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية في جميع مراحلها، يُبنى على شروط وضوابط شرعية عامة وخاصة جعلها من أهم الميزات التي تتميز بها الصكوك عن باقي الأدوات المالية الأخرى، وتقرها اللجان الشرعية المعنية من قبل الجهة المصدرة، بعكس الأوراق المالية التقليدية من الأسهم والسندات، التي لا تتوافر على هذه الضوابط ولا اللجان الشرعية وهي تقودنا لرفض الفرضية الثالثة.

- تميزت التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية بالنجاح الكبير في السنوات الأخيرة وبذلك أضفى عليها بلا ريب بأن تكون مركزاً للمالية الإسلامية في العالم، وإنشائها لقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية يتم إصدار وتداول للأدوات المالية الإسلامية فيها، كان له دور في تنشيط وزيادة إجمالي إصدارات وتداول الصكوك في السوق المالية الماليزية؛ مما انعكس أثرها

بالإيجاب على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية (خاصة مؤشر K L COMPOSIT)، وهذا ما يقودنا لتأكيد صحة الفرضية الرابعة، حيث كلما كان إصدار الصكوك في ماليزيا كبيراً من حيث القيمة، سيؤدي بالمقابل إلى تحريك وتفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية.

وفيما يلي بيان لأهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج واقتراحات تساعد البحث في هذا الموضوع.

أولاً: نتائج البحث

من خلال دراستنا لموضوع "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، وكدراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، نستخلص أهم ما توصل إليه هذا البحث من نتائج، ويمكن عرضه كالآتي:

1 - نتائج البحث المتعلقة بالدراسة النظرية:

في إطار البحث في الجانب النظري والذي امتد عبر فصلين، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج هي:

أ - مفهوم سوق الأوراق المالية وأدواتها وكفاءتها وأهميتها الاقتصادية

- من أهم أقسام السوق المالية سوق الأوراق المالية، وهو ذلك السوق المنظم في مكان جغرافي معين، يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية من قبل العارضين والطالبين في وجود وسطاء رسميين هم السماسرة ومساعدوهم. ولها خصائص تختلف عن غيرها من الأسواق، ووظائف مهمة في الاقتصاد الكلي والجزئي، كتعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية، وتيسير عملية تداول الأوراق المالية بتنشيط عمليتي الاستثمار وتوفير السيولة في حينها، وحماية المستثمرين من المخاطر المختلفة كتقلبات الأسعار ونحوها.

- تمثل الأسهم أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وهي حق شائع للمساهم في جزء من رأسمال الشركة، وقد تكون حصة نقدية أو عينية، كما أن الأسهم تنفرع إلى أنواع عديدة لاعتبارات مختلفة وقيم مختلفة وخصائص متنوعة وحقوق قانونية ومالية.

- السندات أوراق مالية تثبت ديناً في ذمة الجهة التي أصدرتها، وتثبت لحاملها حق الحصول على فوائد، واسترداد قيمتها عند موعد استحقاقها، كما أن السندات لها أنواع كثيرة بحسب عدة تصنيفات مختلفة، وأيضاً تتصف بخصائص عامة وأخرى منفردة حسب نوع السند ولحالتها حقوقاً كغيرها من الأوراق المالية.

- تتداول في سوق الأوراق المالية أدوات حديثة من المشتقات المالية والأوراق المضمونة بأصول وهي نتيجة للتطور والابتكار الحاصل في سوق الأوراق المالية.

- السعي للوصول لسوق أوراق مالية تتميز بالفعالية والكفاءة، ووجب توفير مجموعة من الشروط منها: وجود الحرية والاستمرارية فيها، وجود مؤسسات مالية وسيطة متخصصة في أمورها، توفير للإطار القانوني، ولوائح تنظم حسن سير العمل فيها، بالإضافة لوجود السرعة، الدقة، الصحة، الأمانة، الانضباط في إجراء العمليات فيها يساهم في توفير المناخ الاستثماري الملائم. كما أن الإفصاح المالي وإشهار المعلومات الذي يعد بمثابة الروح لأي سوق مالية، وفي وجود نظام فعال للاتصالات يوفر الكفاءة المرجوة لهذه السوق.

ب المصكوك الإسلامية: ضوابطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية

- المصكوك الإسلامية ما هي إلا عبارة عن ورقة مالية تمثل لشهادات متساوية القيمة ولحصة شائعة، في ملكية الموجودات عينية كانت أم منافع أم خدمات، تحقّق لصاحبها دخلاً دورياً، وتصدر وفق عقد شرعي استناداً إلى صيغ التمويل الإسلامي.
- المصكوك الإسلامية ورقة مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتكون بديلاً عن الأوراق المالية التقليدية.
- للمصكوك الإسلامية خصائص تجعلها فريدة في بابها وتؤدي دوراً فعالاً في الحياة الاقتصادية، وإدارة السيولة المالية بين المؤسسات المالية.
- تختلف المصكوك الإسلامية عن الأسهم والسندات والوحدات الاستثمارية وتتشابه معها في عدة نقاط، غير أنها تعد ورقة مالية مستقلة بحد ذاتها لها مميزات وخصائصها.
- تنوع المصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة منها بحسب التملك وتمثل في صكوك حقوق الملكية، والتي تؤول إلى مديونية وأخرى وفق صيغ التمويل الإسلامية، وتتعدد إلى صكوك المراجعة، والمضاربة، والمشاركة، والسلم، والإستصناع، والإجارة، والوكالة بالاستثمار، والمزارعة، والمغارسة، والمساقاة، وغيرها.
- لصكوك الإجارة خصائص تميزها عن باقي صكوك الاستثمار؛ مما يجعلها الأكثر جذبا للحكومات والمؤسسات المالية والشركات.
- يحكم إصدار وتداول المصكوك الإسلامية ضوابط عامة وأخرى خاصة، لكل نوع من المصكوك مما أدى لزيادة ثقة المستثمرين للإستثمار فيها.
- تخضع المصكوك الإسلامية في إصدارها عبر مراحلها العديدة، إلى رقابة شرعية تضفي عليها الصفة الرسمية من قبل هيئات الرقابة الشرعية المتخصصة.
- تعتمد آلية إصدار المصكوك المالية الإسلامية لوجود أطراف عديدة تدخل في عملية الإصدار، رئيسية كانت من هيئة الرقابة الشرعية، والجهة المصدرة، وكيل الإصدار، والشركة ذات الغرض الخاص، والمستثمرون وغيرهم، وأطراف مساعدة من وكالات التصنيف الائتماني العالمية، ومدير ومستشار الإصدار، وضامنوا الإكتتاب، وأمين الحفظ، وضامنوا تحصيل مستحقات حملة المصكوك، وجهة تحصيل محفظة المصكوك.
- تنوع وتتعدد هياكل إصدار المصكوك الإسلامية بحسب الأصول والنشاطات المراد إصدار صكوك لها، ما من شأنه أن يوفر حلولاً متنوعة للشركات والحكومات، الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي في الأسواق المالية.
- تتمتع المصكوك الإسلامية بمرونة عالية، وذلك لإمكانية إصدارها في جميع الجوانب الاقتصادية (تجارية، صناعية، خدمية، زراعية).
- المصكوك الإسلامية كباقى الأوراق المالية الأخرى تتعرض إلى مخاطر ائتمانية متمثلة في مخاطر مصدري المصكوك ومخاطر أصولها والمخاطر العامة للسوق من مخاطر سعر الفائدة و سعر الصرف ومخاطر التضخم ومخاطر يتعرض لها حملة المصكوك من التأخر والعجز عن الوفاء من قبل الشركة المصدرة ومخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية، وأخرى خاصة بصيغ التمويل الإسلامي بحسب أنواعها، ولها ضمانات يمكن توفيرها لحملةها.

2 - نتائج البحث المتعلقة بالدراسة التطبيقية:

- تناول البحث في الجانب التطبيقي لدراسة دور الصكوك الإسلامية في سوق المال الماليزي، وقد تبين من خلال هذه الدراسة جملة من النتائج المتمثلة بالأساس في:
- تضم البورصة الماليزية عدة أقسام تابعة لها منها سوق الملكية، ويتداول فيه الأسهم باختلاف أنواعها وسوق السندات ويتداول فيه السندات الحكومية وسندات الشركات وسوق المشتقات، وكذا سوق الأوراق المالية الإسلامية الذي تتداول فيه الأدوات المالية الإسلامية منها الصكوك الإسلامية.
 - سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية هو ذلك السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، وهو المكان الذي تتعامل وتنشط فيه الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
 - توجد في سوق الأوراق المالية الماليزية جهات رقابية تعمل على مراقبة وتطوير للأدوات المالية في السوق، وتتمثل في هيئة الأوراق المالية الماليزية واللجنة الاستشارية الشرعية، التي أوكل لها مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية واستشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
 - ساهمت الإجراءات التي اتخذتها ماليزيا في سبيل تشجيع إصدار الصكوك الإسلامية من إعفاءات ضريبية وأخرى تنظيمية، في زيادة حجم وعدد إصدارها.
 - زيادة ماليزيا دوليا وعالميا من حيث الإصدارات من الصكوك وبمختلف أنواع هياكلها، وبحسب القيمة الإجمالية وبحسب العملة المحلية ومن حيث عددها، في ظل وجود سوق للصكوك يتم فيها إصدارها وتداولها.
 - زيادة إصدار الصكوك مقارنة مع السندات، حيث تجاوزت في كثير من الأحيان إصدارات السندات التقليدية وما أصبحت تمثله من أهمية للاستثمار بما في مختلف المشاريع الاقتصادية في ماليزيا.
 - تركيز إصدارات سوق الصكوك الماليزية، على صكوك المراجعة وصكوك البيع بثمن آجل وصكوك الإستصناع، في أوائل العقد الماضي، وهذا لتسهيل وتشجيع العمل بالصكوك، في حين تم ظهور صكوك جديدة في أواخر العقد الماضي تتمثل في صكوك المشاركة والمضاربة والإجارة، وهذا لوجود القبول العام لها مما زاد في إصدارها وتداولها بشكل كبير، حيث تمثل صكوك المشاركة لوحدها أكثر من نصف الصكوك المصدرة.
 - ساهمت الشركات الخاصة الماليزية بشكل كبير في إصدار وتداول الصكوك، حيث شكلت أكبر نسبة من إصدارات العالم من الصكوك من حيث القيمة أو من ناحية أنواع الصكوك.
 - كان لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية دوراً إيجابياً في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، وذلك لما تمثله من قيمة كبيرة يتم إصدارها وتداولها من طرف القطاع العام والخاص.
 - توجد علاقة ارتباطية بين إصدارات الصكوك الإسلامية ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية.
 - أُنرَّ إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية بمبالغ كبيرة على مؤشر السوق الماليزية KUALA LAMPUR COMPOSITE IND ، مقارنة بالصكوك المصدرة من قبل القطاع الخاص لوحده.

- وجود أثر إيجابي إجمالي لإصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية (INDS COMPOSIT) خلال الفترة 1990-2012.
- وجود أثر سلبي إجمالي لإصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 1990-2000.
- وجود أثر إيجابي إجمالي لإصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية (INDS COMPOSIT) خلال الفترة 2000-2012.
- غياب أي أثر وعدم وجود أي علاقة إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية من طرف القطاع الخاص على المؤشرات الأخرى لسوق الأوراق المالية الماليزية من: FBMS EMS SHARIA, INDS COMPOSIT , FBMS EMS الشهرية خلال الفترة 2007 إلى 2013.

ثانياً: اقتراحات البحث

في ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال دراسة موضوع "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية" ولإثراء البحث في هذا الميدان والتعمق فيه أكثر، توصل الباحث إلى تقديم مجموعة من المقترحات على القائمين على أسواق المال أو مراكز البحث أو الحكومات أو الهيئات والمنظمات، أهمها:

1 - الاقتراحات المتعلقة بهيئة الأوراق المالية

- ضرورة إيجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، نظراً لما توفره من حماية وضبط للمعاملات وإستقرار لها.
- ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون منفصلة في هيكلها عن باقي الأسواق الأخرى حتى تلعب الدور المخول لها.
- محاولة مراجعة هيكلية بعض الصكوك الإسلامية، وتطويرها بما يجعلها أكثر توافقاً مع الضوابط الشرعية، ومتطلبات توفير الضمان وتوزيع المخاطر، حتى تلاقي القبول العام لها.
- بذل جهد إعلامي وترويجي لثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية من طرف هيئات مراقبة عمليات أسواق الأوراق المالية، على أن الصكوك منتج جديد منفصل بحد ذاته عن باقي الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية للبلدان الإسلامية، لاستقطاب الأموال الهاربة من التعامل في الأدوات المالية التقليدية، تكون كبديل لها، وذلك من خلال تقديم لمؤشرات عن سوق الصكوك على غرار مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مما ينشط سوق التداول، وينعكس بالإيجاب على أسواق الإصدارات.
- العمل مع مجامع الفقه والهيئات المالية الإسلامية لإيجاد الطرق الشرعية والوسائل الكفيلة لتطوير إصدار وتداول الصكوك.

2 - الاقتراحات المتعلقة بالمعاهد والجامعات ومراكز البحث

- العمل على إنشاء مؤسسة بحثية تمولها مختلف الجهات الحكومية والخاصة، لتطوير منتجات الصكوك الإسلامية، بما يلي حاجيات التمويل للقطاعات الاقتصادية المختلفة.
- ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وندوات علمية دولية، لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق الصكوك الإسلامية.

3 - الاقتراحات المتعلقة بالحكومات الإسلامية

- تشجيع الحكومات الإسلامية لجميع القطاعات الاقتصادية الخاصة منها أو العامة على إصدار الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال تبني لسياسة ضريبية تحفيزية لهذه الشركات المصدرة، وتوفير الغطاء القانوني بإصدار التشريعات تواكب التطورات الحاصلة في هذا المجال، واستمرار تقديم الدعم التقني لمن يريد إصدار الصكوك.
- على الحكومات الإسلامية تنويع إصدار صكوك إسلامية حكومية محلية كانت أم دولية، وهذا لتنشيط سوق الإصدار المحلي، والدولي فيما يتعلق السوق المالية العالمية الإسلامية من جهة أخرى، لتعطي بها الثقة والطمأنينة للمكتتبين فيها من العامة، و تكون كأداة من أدوات السياسة النقدية تستخدمها في عمليات السوق المفتوحة، للتحكم في المعروض النقدي وبالتالي إدارة السيولة في الاقتصاد.
- إضفاء صفة الإلزام والتطبيق للضوابط والمعايير الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، وذلك بإصدارها على شكل قوانين، وقبل ذلك يجوز أن تطرح على المجالس والمجالس العلمية الفقهية إلى أن تجد اتفاقاً أو إجماعاً عليها، وهذا حتى لا يحدث انحراف في تطبيق هذه المعايير، ويعتبر خروجاً عن أسس الاقتصاد الإسلامي.

4 - الاقتراحات المتعلقة بالهيئات والمؤسسات الداعمة

- تعزيز مؤسسات البنية التحتية المساندة المتمثلة في هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف الائتماني وسوق المالية الإسلامية العالمية، ومركز السيولة الدولي لإصدار الصكوك الإسلامية، وذلك من أجل تحسين أنظمة التداول والتسوية، التقييم والتصنيف الائتماني، وهيئات لمراقبة أدائها، ومعايير محاسبية تتوافق مع طبيعتها.
- السعي إلى توحيد المعايير الشرعية الخاصة بإصدار الصكوك بين هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية تحت رعاية مجمع الفقه الإسلامي العالمي حتى يتمكن من تبنيها من قبل البنوك المركزية.

ثالثاً: آفاق البحث

- وبدراستنا لموضوع دور الصكوك الإسلامية في تفعيل أسواق الأوراق المالية، يعطي الأهمية لإعداد بحوث جديدة في المستقبل تتناول جوانب هذا الموضوع، وتعمق الدراسة فيه وتحلل أثارها، وفي ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، نقترح على الباحثين والدارسين في مجال التمويل الإسلامي بإجراء الدراسات المستقبلية التالية:
- أثر الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية للبلدان العربية.
 - دور صكوك الإجارة في تمويل المشاريع الاستثمارية.
 - دور الصكوك الإسلامية الحكومية في تنشيط سوق الأوراق المالية.
 - تأثير الأدوات المالية الإسلامية والتقليدية على أسواق الأوراق المالية العربية - دراسة مقارنة.

المراجع

قائمة المراجع

أولاً. المراجع باللغة العربية

أ. القرآن الكريم:

1. القرآن الكريم.

2. ابن كثير القرشي الدمشقي، تفسير القرآن الكريم، دار طيبة للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الرياض، 1999.

ب. المعاجم:

1. ابن ابي بكر بن عبد القادر الرازي، مختار الصحاح، ب د ن، الطبعة الأولى، مصر، 1329هـ.

2. ابن منظور، لسان العرب المحيط، دار الجليل، بيروت، الجزء 3، 1988.

3. أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصاد الإسلامي، دار الجليل 1981، بدون مكان نشر.

ج. الكتب:

1. أحمد أبو الفتوح علي الناقه، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

2. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، الطبعة الثانية، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، السعودية، 2003.

3. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.

4. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

5. أنجلو فيناردوس، التمويل والمصرفية الإسلامية في جنوب شرق آسيا، تطورها ومستقبلها، ترجمة: أبوذر محمد أحمد الجلي، جامعة الملك سعود للنشر العلمي والمطابع، المملكة العربية السعودية، 2009..

6. أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق العملي، ترجمة: سرور علي إبراهيم سرور، الكتاب الأول، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.

7. حسن أيوب، فقه المعاملات المالية في الإسلام، دار السلام، الطبعة الثالثة، مصر، 2006.

8. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، الطبعة الأولى، دمشق، 2006.

9. زياد رمضان، مروان شوط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريد، القاهرة، 2007.

10. سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010.

11. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1996.

12. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.

13. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2010.
14. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2010.
15. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
16. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
17. عبد الباسط مولود كريم، تداول الأوراق المالية دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، الطبعة الأولى، 2009.
18. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
19. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
20. عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
21. عبد الوهاب علي سعيد مكّي، تمويل المشروعات في ظل الإسلام، دار الفكر العربي، الكويت، 1979.
22. علي محي الدين القره داغي، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الأولى، جدة، 2003.
23. فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
24. فريد راغب النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
25. فريد راغب النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
26. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الطبعة الأولى، 2006.
27. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
28. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز أبحاث الإقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2010.
29. محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
30. محمد البنا، أسواق النقد والمال، زهراء للنشر، مصر، 1996.
31. محمد حناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
32. محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
33. محمد علي جمعة وآخرون، موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، المجلد الثاني: المضاربة، الطبعة الأولى، دار السلام، مصر، 2009.

34. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
35. محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
36. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
37. محمود محمد حمودة، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام، الطبعة الثانية، الوراق للنشر، الأردن، 2009.
38. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
39. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار رسلان، دمشق، 2009.
40. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010.
41. منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة من وجهة نظر إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2000.
42. منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2000.
43. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
44. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
45. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الثاني، المشتقات، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003.
46. منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول، التوريق، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
47. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.

د. الأطروحات والرسائل:

1. أحمد اسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك-الأردن- 2005، غير منشورة.
2. أسامة عبد الحلیم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق: 2009، غير منشورة.
3. رشيد بوكساني، معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر: 2006، غير منشورة.

4. زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، رسالة دكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية بجامعة اليرموك -إربد-، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
5. زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة دكتوراه في البنوك الإسلامية والتمويل، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
6. سعيده حرفوش، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة المدينة: 2009، غير منشورة.
7. نبيل خليل طه سمور ، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال الجامعة الإسلامية: غزة، 2007، غير منشورة.

هـ. بحوث الملتقيات والأيام الدراسية:

1. أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.
2. أختار زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولاتها ، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق) ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة 2009 .
3. أشرف محمد دوايه، المشتقات المالية، في الرؤية الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.
4. أشرف محمد دوايه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، كلية المجتمع، جامعة الشارقة، بدون تاريخ.
5. بن الضيف محمد عدنان، ربيع مسعود، أدوات الدين و بدائلها الشرعية في الأسواق المالية، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول بعنوان : الاقتصاد الإسلامي ، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، بدون مكان، بدون تاريخ .
6. حامد بن علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
7. حمزة الفعر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
8. زياد جلال الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية و طرق معالجتها، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010.
9. صابر محمد الحسين، دور الجهات الرقابية في الضبط الشرعي للصكوك و الأدوات المالية الأخرى، ندوة البركة الحادية و الثلاثون للاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، بدون مكان، 2010 .

10. صافية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول ، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي- 3 جوان 2009.
11. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
12. عبد الستار أوغدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
13. عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم إلى مؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، يونيو 2009.
14. عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
15. عبد الله بن محمد العمراني، السندات منظور شرعي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.
16. عبد الله بن منيع، الصكوك الإسلامية تجاوزا وتصحيحا، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
17. عبد المالك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009.
18. علاء الدين زعتري، الصكوك، بحث عمل مقدم إلى ورشة عمل الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، شركة BDO، عمان، 18-19 جويلية 2010.
19. علي محي الدين القره داغي، صكوك الإستثمار: تأصيلها وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى منتدى الإستثمار والتمويل الإسلامي الأول للشرق الأوسط، الأردن، 1-2 مارس 2010.
20. فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصاريف العربية، بيروت، جويلية 2008.
21. فؤاد محمد أحمد محسين، الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق) ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة 2009 .
22. كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009.

23. حمد أكرم لال الدين ونور الدين غادمون، الصكوك، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية -، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008.
24. محمد تقي العثماني، الصكوك و تطبيقاتها المعاصرة، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009 .
25. محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولاتها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق) ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009 .
26. محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق و التداول للأسهم و الحصص و الصكوك ، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009 .
27. محمد علي التسخيري، الصكوك المعاصرة و حكمها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق) ، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009 .
28. محمد علي القرني، أحكام ضمان الصكوك وعوائدها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
29. محمد علي القرني، الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.
30. محمد علي القرني، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.
31. محمد نور الدين غادمون، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008.
32. معبد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد، سوق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.
33. موسى بلا محمود، صكوك الإستصناع من البدائل الشرعية للسندات و القروض الربوية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية: التقاضي عبر الحدود، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010.
34. نادية أمين محمد علي، صكوك الاستثمار الشرعية: خصائصها و أنواعها، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15-17 ماي 2005.
35. نزيه محمد الصادق المهدي، الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الخامس عشر، أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.

36. نور الدين أنجدمون، تطوير الصكوك في ماليزيا، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008.

37. وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجري، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15 - 17 ماي 2005.

38. يوسف الشبيلي، إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية : عرض وتقويم، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 24-26 ماي 2010.

و.المجلات:

1. مجلة الباحث، مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، ب م، العدد7، (2009-2010).
2. مجلة الوعي الإسلامي، عبد الحافظ الصاوي، قراءة في تجربة ماليزيا التنموية، الكويت، عدد رقم:451، ب ت.

ز.القرارات:

1. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: القرار رقم 30(4/5) سندات المقارضة وسندات الاستثمار.
2. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: القرار رقم 178(19/4) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، إمارة الشارقة، 2009.
3. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: القرار رقم 137(15/3) بشأن صكوك الإجارة.
4. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: القرار رقم 60(6/11) بشأن السندات.
5. قرارات المجلس الشرعي، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، الدورة19، مكة المكرمة، 2007.

ح.التقارير:

1. سوق فلسطين للأوراق المالية، وجهة نظر إسلامية في الأوراق المالية المعاصرة، فلسطين، 2007.
2. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، ماليزيا، يناير 2009.

ط.مواقع الإنترنت:

1. محمد أكرم لال الدين، النظام القانوني لاصدار الأوراق المالية في ماليزيا، متوفر على الرابط : www.isra.my/media-cente/downloads/summary/8/31/.html. 2012/01/16
2. حسين حامد حسان، الصكوك الإستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، متوفر على الرابط :

< www.hussein-hamed.com/pages.aspx?type=research >

ثانيا. المراجع باللغة الفرنسية:

أ. الكتب:

1. Erwan Lesaout, introduction aux marches financiers, economica, deuxième édition, paris 2008.
2. Fleuriet Michel et Simon Yves, bourse et marchés financiers, economica, deuxième édition, paris, sd.
3. Frediric Mishkin, monnaie, banques et marchés financier, traduction : Christain Bordes et al, édition pearson éducation, neuvième édition, paris,2010.
4. M.Montoussé et al, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, quatrième édition, breal édition, 2010.
5. Yves Simon et Delphine Lautier, finance international, economica, neuvième édition, paris,2005.

ب. القوانين:

1. CODE DE COMMERCE, berti édition, sixième édition, Alger, 2010.

ثالثا. المراجع باللغة الانجليزية:

1. الكتب:

1. Ali Salman Syed, islamic capital markets : products, regulation and development, IRTI, IDB, jeddah, first edition, 2008.
2. Ali Salman Syed, islamic capital markets: developments and challenges, occasional paper, n 9, IDBG, IRTI, Jeddah, 2005.

ب. المذكرات والرسائل:

1. Ali Arsalan Tariq, managing financial risks of sukuk structures, a dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of maters of science at LOUGHBOROUGH UNIVERSITY,UK, sept 2004.
2. Mahmud Bin Ahmed, islam and economic growth in malaysia, Master`s thesis, Naval Postgraduate school, California, 2003.

ج. بحوث الملتقيات والأيام الدراسية:

1. Abdul Rais Abdul Majid, development of liquidity management instruments: challenges and opportunities,International Conference on Islamic Banking: Risk Management,Regulation and Supervision Jakarta –Indonesia, Sept 30- to October 3, 2003.

2. Abdullaah Jalil, islamic bonds issues: the malaysian experience, The 6th Asian Academy of Management Conference, Malaysia 9-11 December 2005.
3. Adam Nathif Jama. *Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*, Paper presented at the International Conferences on Islamic Economics and Finance, Jakarta, 2005.
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.
5. Badlisyah Abdul Ghani, Globalization of sukuks – where does Malaysia fit in, The 15th Malaysian Capital Market Summit, Prince Hotel, December 9, 2010, Kuala Lumpur.
6. Bank Negara Malaysia, Sukuk Market, Academic Visit by INCEIF's CIFP Student, 30 October 2009
7. 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.
8. RHB islamic bank Berhad, Malaysia Corporate Conference, 6/10/2008, Malaysia
9. Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities, 2nd Banking and Finance International Conference, Lebanese American University, Beirut, 23rd – 24th February, 2006.
10. Shamsun Hussain, paper: The Importance of Islamic fixed income securities in developing Islamic financial market , kuala lumpur, 2008.
11. Yusnidah Ibrahim, Mohd Sabri Minai, islamic bonds and the wealth effects :evidence from malaysia, investment management and financial innovations, volume 6, issue 1, 2009.

د. المجالات:

1. Hasan Zubair, fifty years of Malaysian economic development: policies and achievements, Review of Islamic Economics, vol 11, No2, Munich Personal RePEc archive paper, 2007.
2. Malaysian Business Magazine, bursa's sukuk coup, Malaysia, 16/09/2010.
3. Mohd Yahya Mohd Hussin, Fidlizan Muhammad, Salwa Amirah Awang, Development of Sukuk Ijarah in Malaysia, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol. 8 No. 2, Apr - Jun 2012.

هـ. الإرشادات:

1. Bank negara malaysia , Securities commission, malaysia debt securities and sukuk market a guide for issuers & investors, kuala lumpur ,2009.
2. Securities Commission Malaysia ,Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES),Securities Commission Malaysia, july 2011
3. Securities commission malaysia, guidelines on the offering of islamic securities, Securities commission malaysia, malaysia, 2004
4. Securities commission malaysia, resolution of the securrities commission, shariah advisay council, second edition 2nd , malaysia, 2006.
5. Securities commission of Malaysia, list of shariah compliant Securities by the shariah Advisory Council of Securities commission, Securities commission of Malaysia, nov 2011.
6. Securities commission of Malaysia, list of shariah Advisory Council of Securities commission, Securities commission of Malaysia, 29 mai 2009
7. Securities commission , shariya compliant, list of Securities appruved by the shariah Advisory Council of Securities commission Malaysia, Semi annual report, appril 2004.
8. Securities commission , shariya compliant, list of Securities appruved by the shariah Advisory Council of Securities commission Malaysia, Semi annual report, 30 nov 2009.

و. التقارير:

1. Bank nagara malaysia and securities commission, malaysian debt securities and sukuk market, Bank nagara malaysia and securities commission, malaysia, 2009.
2. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2007.
3. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2008.
4. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2009.
5. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2010.
6. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, nov 2011.
7. Bank nagara malaysia, monthly satistical bulletin, kuala lampur, jan 2013.
8. International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahraine, 2009.
9. Conseil des valeurs mobilieres, Sukuk, Quel potentiel de développement au Maroc ? Maroc.
10. Kawait Financial House Research, sukuk industry, kuala lumpur, 2012
11. Kawait Financial House Research, sukuk back on truck, kuala lumpur, 2010.

12. OICV-IOSCO, ISLAMIC Capital Market Fact Finding Report, Report of the I.C.M Task Force of the international organization of securities commissions, july 2004.
13. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, Securities commission malaysia, malaysia, 2002.
14. Securities commission malaysia, Securities commission annual report,2001 .
15. Securities commission malaysia, Securities commission annual report,2002 .
16. Securities commission malaysia, Securities commission annual report,2003.
17. Securities commission malaysia, Securities commission annual report,2004.
18. Securities commission malaysia, Securities commission annual report,2005.
19. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2006.
20. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2007.
21. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2008.
22. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2009.
23. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2010.
24. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2011.
25. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2012.
26. Securities commission of Malaysia, Securities commission sharya compliant, list of securities approved by the Syariah Advisory Council of Securities commission , semi annual report , APRIL2004
27. Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013.
28. ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

ي. مواقع الانترنت:

1. Asian bonds online, malaysia, general supervisory framework, available at : asianbondsonline.adb.org/Malaysia/structure/rules/supervisory.php 16/01/2012
2. Asian bonds online, malaysia, market structure, overview, available at : <http://www.asianbondsonline.adb.org/malaysia/structure/overview.php> 10/09/2013
3. Banque mondiale available at : Donees.banquemonddiale.org/pays/malaisie 29/03/2013.
4. Bloomberg, markets indexes, available at : www.bloomberg.com/markets/indexes/country/malaysia/
5. Bond info hub, abrief profil of bond market available at : <http://rmbond.bnm.gov.my/portal/server.pt?open=514&objID=27275&parentname=MyPage&parentid=0&mode=2>

6. Bond market development in malaysia, overview available at :
www.sc.com.my/main.asp?pageid=261&menuid=350&newsid=&linkid=&type=16/01/2012
7. Bursa malaysia, corporate-history , on line available at :
<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/> 10/09/2013
8. Bursa malaysia, market, on line available at :
<http://www.bursamalaysia.com/market/> 10/09/2013
9. Bursa malaysia, market securitie, on line available at :
<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>
10/09/2013
10. Bursa malaysia, market securitie, on line available at :
<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/real-estate-investment-trusts-reits/> 10/09/2013
11. Bursa malaysia, derivatives , on line available at :
<http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/> 10/09/2013
12. Lubuan Financial Exchange, about.as, on line available at :
<http://lfxsys.lfx.com.my/content/about/about.asp> 10/09/2013
13. Bursa malaysia, corporate-structure , on line available at :
<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/our-organisation/corporate-structure/> 10/09/2013
14. Bursa malaysia, regulatory-approach-philosophy < on line > available at :
www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles/ 10.09.2013
15. Bursa malaysia, bursa Malaysia derivatives < on line > available at :
<http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/about-bursa-malaysia-derivatives/about-us/regulatory-structure/> 10/09/2013
16. Bursa malaysia, Islamic Markets,< on line > available at :
www.bursamalaysia.com/Islamic_markets_brochure.pdf 16/01/2012
17. en.wikipedia.org/wiki/Repo.
18. Bursa malaysia, products-services, indices,< on line > available at :
www.bursamalaysia.com/market/products-services/indices/ftse-bursa-malaysia-indices/overview
19. Islamic Financial Information Services, Global Sukuk Market 2011, EUROWEEK, available at : www.islamicfinancialservice.com 28/02/2012.
20. Mohamed akram laaldin, shariah approved securities screening process in malaysia, available at :www.isra.my/media-centre/downloads/viewdownload/8-islamic-capital-market/37-shariah-approved-securities-screening-process-in-malaysia.html 16/01/2012

21. Mohamed akram laldin, islamic financial system : the malaysian experience and the way forward, available at :
www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1744958&show=abstract
16/01/2012
22. Rodney Wilson, Innovation in the structuring of Islamic sukuk securities, available at: www.emeraldinsight.com/0828-8666.html 16/01/2012
23. Muhammad Taqi Usmani, Sukuk and their contemporary applications, available at :www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/SukukContemporary.pdf
16/01/2012
24. Securities Commission Malaysia, available at : www.sc.com.my/legislation
16/01/2012
25. Securities industry development corporation, about SIDC available at :www.sidc.com.my/index.asp?pageid=282&newsid=&menuid=11&linkid
26. Securities Commission Malaysia, legislation, Securities commission's rule-making process, available at :
www.sc.com.my/main.asp?pageid=918&menuid=955&newsid=&linkid=&type=
27. Securities Commissions Malaysia, Islamic Capital Market, on line available at :
<http://www.sc.com.my/sub.asp?pageid=&menuid=267&newsid=&linkid=&type=>
10/09/2013
28. Securities Commission Malaysia, what we do, available at :
www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type=
16/01/2016
29. Shamsheer Mohamada , Taufiq Hassan, and Adesina-Uthman Ganiyah, Exigency for *Sukuk* Bonds Financing: Issues and Discussions , Electronic copy available at:
<http://ssrn.com/abstract=1666103> 16/01/2012.`
30. Wan razazila wan abdullah 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/past-events2/past-conferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf
31. ZAWYA 2010, a year in review, available at: www.zawya.com/sukuk .
16/01/2012.
32. ZAWYA 2011, a year in review, available at: www.zawya.com/sukuk
16/01/2012.
33. ZAWYA, Sukuk quarterly bulletin, 1Q2012, available at:
www.zawya.com/sukuk, see date 17/03/2013.
34. ZAWYA, Sukuk quarterly bulletin, 2Q2012, available at:
www.zawya.com/sukuk, see date 17/03/2013.
35. ZAWYA, Sukuk quarterly bulletin, 3Q2012, available at:
www.zawya.com/sukuk, see date 17/03/2013.

36. ZAWYA, Sukuk quarterly bulletin, 4Q2012, available at:
www.zawya.com/sukuk, see date 17/03/2013.

الملاحق

الملحق رقم (1) : جدول يمثل اجمالي الاصدارات بالقيمة والعدد من الصكوك السنوية لماليزيا مع باقي الدول خلال الفترة 2001 الى 2012.

الوحدة: مليار دولار أمريكي.

| العدد | المجموع | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
|-------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|
| 150 | 10,486 | 0,1 | 0,2 | 0,23 | 0,454 | 1,113 | 0,418 | 1,137 | 0,891 | 1,405 | 0,722 | 2,532 | 1,284 | البحرين |
| 9 | 1,244 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,2 | 0,2 | 0 | 0 | 0 | 0,844 | 0 | الكويت |
| 24 | 28,388 | 0 | 0 | 0,5 | 0,415 | 0,5 | 0,8 | 5,683 | 1,874 | 2,576 | 2,991 | 2,532 | 10,517 | العربية السعودية |
| 6 | 18,255 | 0 | 0 | 0,7 | 0 | 0 | 0,27 | 0,3 | 0,137 | 0 | 2,114 | 9,284 | 5,45 | قطر |
| 41 | 42,666 | 0 | 0 | 0 | 1,165 | 0,95 | 8,245 | 10,417 | 6,159 | 3,95 | 1,083 | 4,22 | 6,477 | الإمارات |
| 52 | 6,521 | 0 | 0,6 | 0 | 0 | 0,6 | 0,18 | 1,065 | 0,214 | 0,195 | 0,98 | 1,688 | 0,999 | باكستان |
| 1890 | 278,08 | 0,68 | 0,761 | 4,073 | 4,957 | 7,311 | 15,06 | 26,529 | 5,897 | 12,477 | 40,079 | 58,236 | 102,02 | ماليزيا |
| 161 | 17,574 | 0 | 0,19 | 0,64 | 0,84 | 0,6 | 0 | 0,193 | 0,681 | 1,555 | 3,074 | 3,376 | 6,425 | أندونيسيا |
| 21 | 3,038 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,58 | 0,222 | 0,31 | 0,107 | 0,257 | 0,844 | 0,718 | سلطنة بروناي |
| 22 | 13,239 | 0,184 | 0,5 | 0,543 | 0,7 | 1,283 | 1,872 | 2,427 | 2,509 | 3,221 | 0 | 0 | 0 | السودان |
| 298 | 3,379 | 0,33 | 0 | 0 | 0,123 | 0,261 | 0,877 | 0,635 | 0 | 1,102 | 0,051 | 0 | 0 | بلدان أخرى |
| | 424,19 | 0,997 | 0,991 | 6,11 | 7,898 | 12,077 | 28,502 | 48,808 | 18,392 | 26,584 | 51,583 | 84,4 | 137,848 | المجموع |

-ZAWYA, collaborative sukuk report, dubai, 2009.

-International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahraine, 2009.

-Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

الملحق رقم (2) : جدول يمثل اجمالي اصدارات القطاع الخاص الماليزي للصكوك مع باقي الدول حتى منتصف 2010.

الوحدة: مليار دولار أمريكي

| القيمة * | النسبة | |
|----------|---------|------------------|
| 71,612 | 73,90% | ماليزيا |
| 11,18 | 11,50% | الإمارات |
| 3,659 | 3,80% | باكستان |
| 2,862 | 30% | العربية السعودية |
| 0,754 | 0,80% | البحرين |
| 0,655 | 0,70% | أندونيسيا |
| 0,3 | 0,30% | سنغفورة |
| 0,261 | 0,30% | المملكة المتحدة |
| 5,64 | 5,80% | بلدان أخرى |
| 96,924 | 100,00% | المجموع |

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

- Islamic Financial Information Services, available at : www.islamicfinancialservice.com
- Badlisyah Abdul Ghani, Globalization of sukuks – where does Malaysia fit in, The 15th Malaysian Capital Market Summit, Prince Hotel, December 9, 2010, Kuala Lumpur.

*مجموع الاصدارات من 2001 على 5 اوت 2010.

الملحق رقم (3) : جدول يمثل اجمالي اصدارات ماليزيا للصكوك المحلية والدولية وباقي الدول خلال الفترة 2001 الى 2012.

الوحدة: مليار دولار أمريكي

| المجموع | بلدان أخرى | ماليزيا | بلدان متخ | |
|---------|------------|---------|-----------|-------------------------|
| 232,25 | 43,08 | 145,99 | 43,18 | قيمة الصكوك المحلية |
| 100,00% | 18,55% | 62,86% | 18,59% | النسبة |
| 71,87 | 10,77 | 9,96 | 51,14 | قيمة الصكوك الدولية |
| 100,00% | 14,98% | 13,86% | 71,16% | النسبة |
| 304,12 | 53,85 | 155,95 | 94,32 | القيمة الإجمالية للصكوك |
| 100,00% | 17,71% | 51,28% | 31,01% | النسبة |

- Kwait Financial House Research, sukuk industry, kuala lumpur, 2012

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

-International Islamic Financial Market, sukuk report, 1st edition, Bahraine, 2009.

- ZAWYA, Sukuk quarterly bulletin, (1.2.3.4)Q2012, available at: www.zawya.com/sukuk 17.03.2013

الملحق رقم (4) : جدول يمثل الاصدارات الاجمالية للصكوك حسب العملة خلال الفترة جانفي 1996 الى سبتمبر 2012.

الوحدة: مليار دولار أمريكي.

| عملات أخرى | دينار بحريني | رينجت ماليزي | ريال سعودي | درهم إماراتي | دولار أمريكي | ريال قطري | روبي إندونيسي | روبي باكستاني | العملة | المجموع |
|---------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|--------------|------------------|------------------|--------|---------|
| 298 | 150 | 1890 | 24 | 13 | 204 | 2 | 161 | 52 | العدد | |
| 8 | 8 | 260 | 20 | 10 | 72 | 15 | 16 | 7 | القيمة | |
| %1,92 | 1,92% | %62,50 | %4,81 | %2,40 | %17,31 | %3,61 | %3,85 | %1,68 | النسبة | |

المصدر: بالاعتماد على:

-Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013, p63.

الملحق رقم (5) : جدول يمثل تطور إصدار الصكوك مع مجموع الأوراق المالية المصدرة في ماليزيا خلال الفترة 2000-2012. الوحدة: بليون رينجت ماليزي.

| 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | 2000 | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|--|
| 41 | 44 | 21 | 11 | 47 | 59 | 64 | 77 | 49 | 31 | 34 | - | - | العدد | الصكوك |
| 71.1 | 78,9 | 40,33 | 33,96 | 43,2 | 121,3 | 42,02 | 43,32 | 15,16 | 12 | 17,6 | 13,5 | 7,7 | بالقيمة | |
| 68.8 | 70,00 | 63,40 | 59,10 | 30,90 | 76,40 | 55,40 | 72,40 | 31,69 | 25,00 | 31,00 | 43,80 | 34,00 | بالنسبة% | |
| 40 | 41 | 31 | 23 | 52 | 61 | 52 | 49 | 75 | 87 | 137 | | | العدد | السندات التقليدية |
| 32.2 | 33,1 | 23,26 | 23,54 | 96,8 | 37,5 | 33,81 | 17,34 | 32,68 | 35,3 | 38,41 | 16,81 | 14,85 | بالقيمة | |
| 31.2 | 30,00 | 36,60 | 40,90 | 69,10 | 23,60 | 44,60 | 28,60 | 68,31 | 75,00 | 69,00 | 56,20 | 66,00 | بالنسبة% | |
| 81 | 85 | 52 | 34 | 99 | 120 | 116 | 126 | 124 | 118 | 171 | - | - | العدد | إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية |
| 103.3 | 112 | 63,58 | 57,49 | 140 | 158,8 | 75,83 | 60,66 | 47,84 | 47,3 | 56,01 | 30,31 | 22,55 | بالقيمة | |

المصدر: من اعداد الطالب بالإعتماد على:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2001, p(1-45)_2002, p(2-26)_2003, p (2-43)
_2004, p(2-22)_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(6-53)

الملحق رقم (6) : المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة جانفي 1996 الى سبتمبر 2012.

الوحدة: مليار دولار أمريكي

| القطاعات | المالية | النقل | الطاقة والمناجم | البناء | الإتصالات | العقار | الخدمات | النفط والغاز | المجامع السكنية | قطاعات أخرى |
|------------------------------|---------|--------|--------------------|--------|-----------|--------|---------|--------------|--------------------|-------------|
| اصدارات الصكوك في ماليزيا | 26,5 | 25 | 18 | 11,5 | 12 | 3,8 | 3,5 | 3,4 | 1,6 | 5,5 |
| اصدارات MENA | 20 | 9,8 | 13,5 | 1,7 | 0 | 19,2 | 0 | 7,7 | 0,8 | 1,5 |
| عدد الاصدارات في ماليزيا | 215 | 237 | 216 | 360 | 55 | 107 | 24 | 83 | 8 | 215 |
| عدد الاصدارات MENA | 56 | 7 | 11 | 8 | 0 | 31 | 0 | 9 | 6 | 4 |
| النسبة | 23,92% | 22,56% | 16,25% | 10,38% | 10,83% | 3,43% | 3,16% | 3,07% | 1,44% | 4,96% |

المصدر: بالاعتماد على:

-Thomson Reteurs, ISLAMIC FINANCE GATEWAY, THOMSON REUTERS ZAWYA SUKUK, Perceptions and Forecast STUDY 2013, p65.

الملحق رقم (7) :جدول يمثل تطور إصدار صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة خلال الفترة 2001-2012.

الوحدة: بليون رينجت ماليزي

| السنوات | | | | | | | | | | | | | |
|---------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|------|------|-------|---------|------------------------|
| 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 200 | 2001 | | |
| | | | | | | | | | | 2 | | | |
| 0 | / | 0.2 | / | 3.1 | 2 | 6.2 | 36.3 | 56.88 | 40.8 | 67 | 77 | النسبة% | صكوك البيع بثمن آجل |
| 0 | 0.00 | 0.08 | 0.00 | 1.33 | 2.42 | 2.6 | 15.72 | 8.62 | 4.9 | 11.7 | 10.39 | القيمة | |
| 55 | 9 | 8.2 | 0.4 | 1.3 | 19 | 9.4 | 33.5 | 38.27 | 12.7 | 33 | 10 | النسبة% | صكوك المرابحة |
| 39.1 | 7.10 | 3.30 | 0.15 | 0.56 | 23.04 | 3.94 | 14.51 | 5.8 | 1.5 | 5.9 | 1.35 | القيمة | |
| 55 | 9 | 8.4 | 0.4 | 4.4 | 21 | 15.6 | 69.8 | 95.15 | 53.5 | 100 | 87 | النسبة% | المجموع |
| 39.1 | 7.10 | 3.38 | 0.15 | 1.89 | 25.46 | 6.54 | 30.23 | 14.42 | 6.4 | 17.6 | 11.74 | القيمة | |

المصدر: من اعداد الطالب بالإعتماد على:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2001, p(1-45)_2002, p(2-26)_2003, p (2-43)
_ 2004, p(2-22)_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)

الملحق رقم (8) :جدول يمثل تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2012).

الوحدة: بليون رينجت ماليزي

| 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | السنوات | |
|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|----------|-----------|
| 0 | 0 | 0 | 0 | 0.2 | 9 | 2.1 | 14.5 | 2.8 | 46.5 | 0 | 13 | النسبة % | صكوك |
| 0 | 0 | 0 | 0 | 0.086 | 10.97 | 0.88 | 6.28 | 0.43 | 5.6 | 0 | 1.75 | القيمة | الإستصناع |

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports:2002, p(2-26)_ 2003, p (2-43)_ 2004, p(2-22)_2005, p(2-21)_2006, p(6-45)_2007, p(6-49) _2008, p(6-55)

الملحق رقم (9) : جدول يمثل تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.

الوحدة: بليون رينجت ماليزي

| 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | السنوات | |
|------|-------|-------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|----------|---------|
| 9 | 13 | 34 | - | 14.5 | 11 | 4.9 | 2.9 | 2.05 | - | - | - | النسبة % | صكوك |
| 6.40 | 10.25 | 13.71 | - | 6.26 | 13.34 | 2.06 | 1.25 | 0.31 | - | - | - | القيمة | الإجارة |

المصدر: من اعداد الطالب بالإعتماد على:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports:2004, p(2-22)_2005, p(2-21)_2006, p(6-45)_2007, p(6-49)_2008, p(6-55) _2010, p(6-54) _2011, p(6-53) _2012, p(6-62)

الملحق رقم (10) :جدول يمثل تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012 .

الوحدة: بليون رينجت ماليزي

| 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | السنوات | |
|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|----------|----------|
| 19 | 64 | 42.1 | 99.6 | 51.4 | 58 | 70 | 12.6 | - | - | - | - | النسبة % | صكوك |
| 13.5 | 50.7 | 16.7 | 33.5 | 22.20 | 70.35 | 29.44 | 5.46 | - | - | - | - | القيمة | المشاركة |

المصدر: من اعداد الطالب بالإعتماد على:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 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)

الملحق رقم (11) :الجدول يمثل تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012.

الوحدة: بليون رينجت ماليزي

| 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | 2001 | السنوات | |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------|----------|
| 2 | 5 | 0.6 | - | 1.2 | 1 | 7.5 | 0.2 | - | - | - | - | النسبة % | صكوك |
| 1.42 | 3.94 | 0.24 | - | 0.52 | 1.21 | 3.15 | 0.08 | - | - | - | - | القيمة | المضاربة |

المصدر: من اعداد الطالب بالإعتماد على:

- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2005,p(2-21)_2006, p(6-45)_2007, p(6-49)
_2008, p(6-55)_2010, p(6-54)_2011, p(6-53) _2012, p(6-62)

الملحق رقم (12): جدول يمثل إجمالي اصدارات القطاع الخاص العالمي لأنواع الصكوك مع ماليزيا بالقيمة خلال الفترة 2001 الى 2011.

اصدارات ماليزيا

الوحدة: مليار دولار أمريكي.

| القيمة* | النسبة | |
|---------|--------|------------------------|
| 24,458 | 30,30% | صكوك المشاركة |
| 17,333 | 21,50% | صكوك الإجارة |
| 11,913 | 14,80% | صكوك المرابحة |
| 11,848 | 14,70% | صكوك المضاربة |
| 8,174 | 10,10% | صكوك البيع بثمن أجل |
| 4,692 | 5,80% | صكوك الإستصناع |
| 2,15 | 2,70% | شهادات الإستثمار |
| 0,136 | 0,20% | صكوك المختلطة |
| 80,704 | 100% | المجموع |

الاصدارات العالمية

الوحدة: مليار دولار أمريكي.

| القيمة* | النسبة | |
|---------|--------|------------------------|
| 24,025 | 24,80% | صكوك المشاركة |
| 22,454 | 23,20% | صكوك الإجارة |
| 19,739 | 20,40% | صكوك المرابحة |
| 8,317 | 8,60% | صكوك البيع بثمن أجل |
| 5,443 | 5,60% | شهادات الإستثمار |
| 5,143 | 5,30% | صكوك المضاربة |
| 4,724 | 4,90% | صكوك الإستصناع |
| 4,874 | 5,00% | صكوك الإستثمار |
| 1,094 | 1,10% | صكوك الوكالة |
| 288 | 0,30% | صكوك المختلطة |
| 823 | 0,80% | صكوك أخرى |
| 96,924 | 100% | المجموع |

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

- Islamic Financial Information Services, available at : www.islamicfinancialservice.com
- Badlisyah Abdul Ghani, Globalization of sukuks – where does Malaysia fit in, The 15th Malaysian Capital Market Summit, Prince Hotel, December 9, 2010, Kuala Lumpur.

*مجموع الاصدارات من 2001 على 5 اوت 2010.

الملحق رقم (13): جدول يمثل إجمالي اصدارات القطاع الخاص الماليزي لأنواع الصكوك مع باقي الدول خلال الفترة 2001 الى 2011. الوحدة: مليار دولار أمريكي.

| ماليزيا | الإمارات | البحرين | السعودية | بلدان أخرى | باكستان | المملكة المتحدة | سنغفورة | إندونيسيا | |
|---------|----------|---------|----------|------------|---------|-----------------|---------|-----------|---------------------|
| 17,333 | 1,52 | 0,11 | 0,59 | 2,18 | 0,22 | 0 | 0,159 | 0,54 | صكوك الإجارة |
| 17,61 | 4,737 | 0,3 | 0 | 1,308 | 0,359 | 0,261 | 0 | 0 | صكوك المشاركة |
| 19,323 | 0 | 0,21 | 0,187 | 0 | 0,19 | 0 | 0 | 0 | صكوك المرابحة |
| 1,618 | 2,093 | 0 | 0,667 | 0,638 | 0,12 | 0 | 0 | 0,115 | صكوك المضاربة |
| 0 | 0 | 0 | 1,333 | 0,5 | 2,9 | 0 | 0,141 | 0 | صكوك الإستثمار |
| 4,724 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | صكوك الإستصناع |
| 1,094 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | صكوك الوكالة |
| 2,15 | 2,83 | 0 | 0 | 0,463 | 0 | 0 | 0 | 0 | صكوك التبادل |
| 8,174 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,143 | 0 | 0 | 0 | صكوك البيع بثمن أجل |
| 0,136 | 0 | 0,134 | 0,018 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | صكوك المختلطة |
| 0 | 0 | | 0,067 | 0,551 | 0,205 | 0 | 0 | 0 | صكوك أخرى |
| 71,612 | 11,18 | 0,754 | 2,862 | 5,64 | 4,137 | 0,261 | 0,3 | 0,655 | المجموع* |

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على:

Islamic Financial Information Services, available at : www.islamicfinancialservice.com

- Badlisyah Abdul Ghani, Globalization of sukuks – where does Malaysia fit in, The 15th Malaysian Capital Market Summit, Prince Hotel, December 9, 2010, Kuala Lumpur.

*مجموع الاصدارات من 2001 على 5 اوت 2010.

الملحق رقم (14) : إجمالي إصدارات الصكوك وقيم المؤشر indcomposite من 1990 إلى 2012.
الوحدة : مليون رينجت

| السنوات | مؤشر COMPOSITE | مجموع الصكوك المصدرة |
|---------|----------------|----------------------|
| 1990 | 505,92 | 379 |
| 1991 | 556,22 | 350 |
| 1992 | 643,96 | 25 |
| 1993 | 1275,32 | 0 |
| 1994 | 971,21 | 300 |
| 1995 | 995,17 | 800 |
| 1996 | 1237,96 | 2350 |
| 1997 | 594,44 | 5250 |
| 1998 | 586,13 | 345 |
| 1999 | 812,33 | 1734 |
| 2000 | 679,64 | 7700 |
| 2001 | 696,02 | 13500 |
| 2002 | 646,32 | 17600 |
| 2003 | 793,94 | 12000 |
| 2004 | 907,43 | 15160 |
| 2005 | 899,79 | 43320 |
| 2006 | 1096,24 | 42020 |
| 2007 | 1445,03 | 121300 |
| 2008 | 876,75 | 43200 |
| 2009 | 1272,78 | 33960 |
| 2010 | 1518,91 | 40330 |
| 2011 | 1530,73 | 78900 |
| 2012 | 1688,95 | 71100 |

المصدر: بالاعتماد على:

- 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; 2012, p.61
- Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2001, p(1-45)_2002, p(2-26)_2003, p(2-43)_ 2004, p(2-22)_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(6-54))_2012, p(6-54)

الملحق رقم (15): إجمالي الصكوك من 1990 إلى 2012 مع indcomposite

Régression

Ensemble_de_données2] C:\Users\AKRAM\Desktop\flash\RESULT SPSS
SUKUK\données1.sav

Variables introduites/supprimées^b

| Modèle | Variables introduites | Variables supprimées | Méthode |
|--------|------------------------------|----------------------|---------|
| 1 | SUKGLOB19902012 ^a | . | Entrée |

a. Toutes variables requises saisies.

b. Variable dépendante : INDCOMPOSIT

Récapitulatif des modèles

| Modèle | R | R-deux | R-deux ajusté | Erreur standard de l'estimation |
|--------|-------------------|--------|---------------|---------------------------------|
| 1 | ,693 ^a | ,480 | ,454 | 25,130.57789 |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKGLOB19902012

ANOVA^b

| Modèle | | Somme des carrés | ddl | Moyenne des carrés | D | Sig. |
|--------|------------|------------------|-----|--------------------|--------|-------------------|
| 1 | Régression | 1,168E10 | 1 | 1,168E10 | 18,495 | ,000 ^a |
| | Résidu | 1,263E10 | 20 | 6,315E8 | | |
| | Total | 2,431E10 | 21 | | | |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKGLOB19902012

b. Variable dépendante : INDCOMPOSIT

Coefficients^a

| Modèle | | Coefficients non standardisés | | Coefficients standardisés | t | Sig. |
|--------|-----------------|-------------------------------|-----------------|---------------------------|--------|------|
| | | A | Erreur standard | Bêta | | |
| 1 | (Constante) | 77109,694 | 6663,368 | | 11,572 | ,000 |
| | SUKGLOB19902012 | ,733 | ,170 | ,693 | 4,301 | ,000 |

a. Variable dépendante : INDCOMPOSIT

الملحق رقم (16): إجمالي الصكوك مع INDCOMP 2000-1990

Régression

Ensemble_de_données2] C:\Users\AKRAM\Desktop\flash\RESULT SPSS
SUKUK\données1.sav

Variables introduites/supprimées^b

| Modèle | Variables introduites | Variables supprimées | Méthode |
|--------|------------------------|----------------------|---------|
| 1 | SUKGL9000 ^a | . | Entrée |

a. Toutes variables requises saisies.

b. Variable dépendante : INDCOMP9000

Récapitulatif des modèles

| Modèle | R | R-deux | R-deux ajusté | Erreur standard de l'estimation |
|--------|-------------------|--------|---------------|---------------------------------|
| 1 | ,072 ^a | ,005 | -,119 | 30,342.88331 |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKGL9000

ANOVA^b

| Modèle | | Somme des carrés | ddl | Moyenne des carrés | D | Sig. |
|--------|------------|------------------|-----|--------------------|------|-------------------|
| 1 | Régression | 38053990,512 | 1 | 38053990,512 | ,041 | ,844 ^a |
| | Résidu | 7,366E9 | 8 | 9,207E8 | | |
| | Total | 7,404E9 | 9 | | | |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKGL9000

b. Variable dépendante : INDCOMP9000

Coefficients^a

| Modèle | | Coefficients non standardisés | | Coefficients standardisés | t | Sig. |
|--------|-------------|-------------------------------|-----------------|---------------------------|-------|------|
| | | A | Erreur standard | Bêta | | |
| 1 | (Constante) | 83241,671 | 11970,548 | | 6,954 | ,000 |
| | SUKGL9000 | -1,262 | 6,206 | -,072 | -,203 | ,844 |

a. Variable dépendante : INDCOMP9000

الملحق رقم (17): إجمالي الصكوك مع مؤشر INDCOMP من 2000-2012.

Régression

Ensemble_de_données2] C:\Users\AKRAM\Desktop\flash\RESULT SPSS
SUKUK\données1.sav

Variables introduites/supprimées^b

| Modèle | Variables introduites | Variables supprimées | Méthode |
|--------|------------------------|----------------------|---------|
| 1 | SUKGL0012 ^a | . | Entrée |

a. Toutes variables requises saisies.

b. Variable dépendante : INDCOMP0012

Récapitulatif des modèles

| Modèle | R | R-deux | R-deux ajusté | Erreur standard de l'estimation |
|--------|-------------------|--------|---------------|---------------------------------|
| 1 | ,817 ^a | ,667 | ,633 | 21,681.41889 |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKGL0012

ANOVA^b

| Modèle | | Somme des carrés | ddl | Moyenne des carrés | D | Sig. |
|--------|------------|------------------|-----|--------------------|--------|-------------------|
| 1 | Régression | 9,406E9 | 1 | 9,406E9 | 20,010 | ,001 ^a |
| | Résidu | 4,701E9 | 10 | 4,701E8 | | |
| | Total | 1,411E10 | 11 | | | |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKGL0012

b. Variable dépendante : INDCOMP0012

Coefficients^a

| Modèle | | Coefficients non standardisés | | Coefficients standardisés | t | Sig. |
|--------|-------------|-------------------------------|-----------------|---------------------------|-------|------|
| | | A | Erreur standard | Bêta | | |
| 1 | (Constante) | 68700,522 | 10150,503 | | 6,768 | ,000 |
| | SUKGL0012 | ,858 | ,192 | ,817 | 4,473 | ,001 |

a. Variable dépendante : INDCOMP0012

الملحق رقم (18) : إجمالي اصدارات الصكوك القطاع الخاص وقيم المؤشر الشهرية FBMS EMS SHARIA من 2007 إلى 2013.

| السنوات | الأشهر | مؤشر FBMS SHARIA | مجموع الصكوك المصدرة من طرف القطاع الخاص |
|---------|--------|------------------|--|
| 2007 | 1 | - | 0 |
| | 2 | - | 0 |
| | 3 | - | 0 |
| | 4 | 9102,89 | 2500 |
| | 5 | 9317,55 | 240 |
| | 6 | 9319,06 | 3218 |
| | 7 | 9529,48 | 2922 |
| | 8 | 8899,99 | 20 |
| | 9 | 9405,82 | 0 |
| | 10 | 9978,28 | 0 |
| | 11 | 10038,53 | 0 |
| | 12 | 10523,05 | 12 |
| 2008 | 1 | 10027,92 | 902 |
| | 2 | 9980,08 | 0 |
| | 3 | 8848,45 | 300 |
| | 4 | 9086,81 | 0 |
| | 5 | 9067,73 | 2250 |
| | 6 | 8587 | 1025 |
| | 7 | 8092,38 | 581 |
| | 8 | 7592,34 | 909 |
| | 9 | 6937,98 | 0 |
| | 10 | 5853,46 | 515 |
| | 11 | 5900,37 | 0 |
| | 12 | 5949,63 | 3227 |
| 2009 | 1 | 6025,45 | 0 |
| | 2 | 6086,64 | 200 |
| | 3 | 6023,02 | 1372 |
| | 4 | 6886,77 | 105 |
| | 5 | 7340,85 | 0 |
| | 6 | 7445,71 | 134 |
| | 7 | 8028,36 | 0 |
| | 8 | 8198,55 | 1549 |
| | 9 | 8271,22 | 300 |
| | 10 | 8413,75 | 125 |
| | 11 | 8502,25 | 0 |
| | 12 | 8509,52 | 0 |

| | | | |
|------|----|----------|-------|
| 2010 | 1 | 8476,1 | 0 |
| | 2 | 8614,55 | 0 |
| | 3 | 8925,85 | 761 |
| | 4 | 9056,23 | 204 |
| | 5 | 8541,21 | 0 |
| | 6 | 8790,26 | 500 |
| | 7 | 9110,87 | 112 |
| | 8 | 9250,2 | 0 |
| | 9 | 9470,24 | 550 |
| | 10 | 9884,82 | 0 |
| | 11 | 9828,43 | 600 |
| | 12 | 10058,15 | 500 |
| 2011 | 1 | 10209,12 | 0 |
| | 2 | 10001,69 | 0 |
| | 3 | 10373,21 | 1000 |
| | 4 | 10271,59 | 250 |
| | 5 | 10295,84 | 0 |
| | 6 | 10517,49 | 1500 |
| | 7 | 10375,72 | 700 |
| | 8 | 9603,77 | 585 |
| | 9 | 9126,66 | 600 |
| | 10 | 9924,87 | 0 |
| | 11 | 9848,22 | 0 |
| | 12 | 10300,29 | 0 |
| 2012 | 1 | 10498,97 | 200 |
| | 2 | 10813,97 | - |
| | 3 | 10816,23 | - |
| | 4 | 10721,44 | - |
| | 5 | 10716,73 | 1 172 |
| | 6 | 11003,17 | 1 650 |
| | 7 | 11278,6 | - |
| | 8 | 11377,7 | 331 |
| | 9 | 11282,89 | 6 078 |
| | 10 | 11488,38 | 1 377 |
| | 11 | 10957,26 | - |
| | 12 | 11458,01 | 820 |
| 2013 | 1 | 11112,97 | 2 988 |

المصدر: بالاعتماد على:

- Bank Nagara Malaysia, monthly bulletin : 2007, p.61 ; 2008, p.61 ; 2009, p.61 ; 2010, p.61 ; 2011, p.61; 2012, p.61
- BLOOMBERG, Malaysian Capital Market, available at:
www.bloomberg.com/Malaysia/Market/indices 17/03/2013

الملحق رقم (19): اصدارات الصكوك الخاصة مع مؤشر FBM EMAS

Régression

Ensemble_de_données2] C:\Users\AKRAM\Desktop\flash\RESULT SPSS
SUKUK\données1.sav

Variables introduites/supprimées^b

| Modèle | Variables introduites | Variables supprimées | Méthode |
|--------|--------------------------|----------------------|---------|
| 1 | SUKPRIVMENS ^a | . | Entrée |

a. Toutes variables requises saisies.

b. Variable dépendante : INDFBMEMASMENS

Récapitulatif des modèles

| Modèle | R | R-deux | R-deux ajusté | Erreur standard de l'estimation |
|--------|-------------------|--------|---------------|---------------------------------|
| 1 | ,164 ^a | ,027 | ,013 | 2.63258E5 |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKPRIVMENS

ANOVA^b

| Modèle | | Somme des carrés | ddl | Moyenne des carrés | D | Sig. |
|--------|------------|------------------|-----|--------------------|-------|-------------------|
| 1 | Régression | 1,342E11 | 1 | 1,342E11 | 1,936 | ,168 ^a |
| | Résidu | 4,851E12 | 70 | 6,930E10 | | |
| | Total | 4,986E12 | 71 | | | |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKPRIVMENS

b. Variable dépendante : INDFBMEMASMENS

Coefficients^a

| Modèle | | Coefficients non standardisés | | Coefficients standardisés | t | Sig. |
|--------|-------------|-------------------------------|-----------------|---------------------------|--------|------|
| | | A | Erreur standard | Bêta | | |
| 1 | (Constante) | 827031,707 | 36072,856 | | 22,927 | ,000 |
| | SUKPRIVMENS | 41,079 | 29,521 | ,164 | 1,391 | ,168 |

a. Variable dépendante : INDFBMEMASMENS

الملحق رقم (20) : إجمالي إصدارات الصكوك للقطاع الخاص وقيم المؤشر الشهرية FBMS EMS

من 2007 إلى 2013.

| السنوات | الأشهر | مؤشر FBM EMAS | مجموع الصكوك المصدرة من طرف القطاع الخاص |
|---------|--------|------------------|--|
| 2007 | 1 | | 0 |
| | 2 | 7950,16 | 0 |
| | 3 | 8332,78 | 0 |
| | 4 | 8853,89 | 2500 |
| | 5 | 9019,4 | 240 |
| | 6 | 9080,55 | 3218 |
| | 7 | 9232,73 | 2922 |
| | 8 | 8626,44 | 20 |
| | 9 | 8997,51 | 0 |
| | 10 | 9548,1 | 0 |
| | 11 | 9408,91 | 0 |
| | 12 | 9812,76 | 12 |
| 2008 | 1 | 9383,07 | 902 |
| | 2 | 9247,53 | 0 |
| | 3 | 8423,67 | 300 |
| | 4 | 8618,62 | 0 |
| | 5 | 8519,62 | 2250 |
| | 6 | 7900,36 | 1025 |
| | 7 | 7704,57 | 581 |
| | 8 | 7344,27 | 909 |
| | 9 | 6771,62 | 0 |
| | 10 | 5668,53 | 515 |
| | 11 | 5675,57 | 0 |
| | 12 | 5726,46 | 3227 |
| 2009 | 1 | 5871,13 | 0 |
| | 2 | 5847,07 | 200 |
| | 3 | 5676,07 | 1372 |
| | 4 | 6541,86 | 105 |
| | 5 | 6984,21 | 0 |
| | 6 | 7206,83 | 134 |
| | 7 | 7836,66 | 0 |
| | 8 | 7924,05 | 1549 |
| | 9 | 8097,87 | 300 |
| | 10 | 8336,73 | 125 |
| | 11 | 8458,35 | 0 |
| | 12 | 8507,61 | 0 |
| 2010 | 1 | 8484 | 0 |

| | | | |
|------|----|----------|-------|
| | 2 | 8560,2 | 0 |
| | 3 | 8957,24 | 761 |
| | 4 | 9105,25 | 204 |
| | 5 | 8645,86 | 0 |
| | 6 | 8863,39 | 500 |
| | 7 | 9212,77 | 112 |
| | 8 | 9482,65 | 0 |
| | 9 | 9811,64 | 550 |
| | 10 | 10171,86 | 0 |
| | 11 | 10073,34 | 600 |
| | 12 | 10374,98 | 500 |
| 2011 | 1 | 10469,17 | 0 |
| | 2 | 10215,54 | 0 |
| | 3 | 10612,46 | 1000 |
| | 4 | 10576,09 | 250 |
| | 5 | 10691,17 | 0 |
| | 6 | 10842,25 | 1500 |
| | 7 | 10682,79 | 700 |
| | 8 | 9908,81 | 585 |
| | 9 | 9397,57 | 600 |
| | 10 | 10169,32 | 0 |
| | 11 | 10093,99 | 0 |
| | 12 | 10489,07 | 0 |
| 2012 | 1 | 10587,2 | 200 |
| | 2 | 10862,75 | - |
| | 3 | 10939,63 | - |
| | 4 | 10783,76 | - |
| | 5 | 10762,67 | 1 172 |
| | 6 | 10917,64 | 1 650 |
| | 7 | 11175,23 | - |
| | 8 | 11229,54 | 331 |
| | 9 | 11106,56 | 6 078 |
| | 10 | 11366,07 | 1 377 |
| | 11 | 10979,48 | - |
| | 12 | 11438,14 | 820 |
| 2013 | 1 | 11067,58 | 2 988 |

المصدر: بالاعتماد على:

- Bank Nagara Malaysia, monthly bulletin : 2007, p.61 ; 2008, p.61 ; 2009, p.61 ; 2010, p.61 ; 2011, p.61; 2012, p.61
- BLOOMBERG, Malaysian Capital Market, available at:
www.bloomberg.com/Malaysia/Market/indices 17/03/2013

الملحق رقم (21): اصدارات الصكوك الخاصة مع مؤشر FBM EMAS SARIAH

Régression

Ensemble_de_données2] C:\Users\AKRAM\Desktop\flash\RESULT SPSS
SUKUK\données1.sav

Variables introduites/supprimées^b

| Modèle | Variables introduites | Variables supprimées | Méthode |
|--------|--------------------------|----------------------|---------|
| 1 | SUKPRIVMENS ^a | . | Entrée |

a. Toutes variables requises saisies.

b. Variable dépendante : INDFBMSSHARIAMENS

Récapitulatif des modèles

| Modèle | R | R-deux | R-deux ajusté | Erreur standard de l'estimation |
|--------|-------------------|--------|---------------|---------------------------------|
| 1 | ,148 ^a | ,022 | ,008 | 2.59470E5 |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKPRIVMENS

ANOVA^b

| Modèle | | Somme des carrés | ddl | Moyenne des carrés | D | Sig. |
|--------|------------|------------------|-----|--------------------|-------|-------------------|
| 1 | Régression | 1,030E11 | 1 | 1,030E11 | 1,529 | ,220 ^a |
| | Résidu | 4,578E12 | 68 | 6,732E10 | | |
| | Total | 4,681E12 | 69 | | | |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKPRIVMENS

b. Variable dépendante : INDFBMSSHARIAMENS

Coefficients^a

| Modèle | | Coefficients non standardisés | | Coefficients standardisés | t | Sig. |
|--------|-------------|-------------------------------|-----------------|---------------------------|--------|------|
| | | A | Erreur standard | Bêta | | |
| 1 | (Constante) | 835821,535 | 36240,735 | | 23,063 | ,000 |
| | SUKPRIVMENS | 36,164 | 29,244 | ,148 | 1,237 | ,220 |

a. Variable dépendante : INDFBMSSHARIAMENS

الملحق رقم (22) : إجمالي اصدارات الصكوك للقطاع الخاص وقيم المؤشر الشهرية IND COMPOSIT

من 2007 إلى 2013.

| السنوات | الأشهر | مؤشر composit | مجموع الصكوك المصدرة من طرف القطاع الخاص |
|---------|--------|------------------|--|
| 2007 | 1 | 1189,35 | 0 |
| | 2 | 1196,45 | 0 |
| | 3 | 1246,87 | 0 |
| | 4 | 1322,25 | 2500 |
| | 5 | 1346,89 | 240 |
| | 6 | 1354,38 | 3218 |
| | 7 | 1373,71 | 2922 |
| | 8 | 1273,93 | 20 |
| | 9 | 1336,3 | 0 |
| | 10 | 1413,65 | 0 |
| | 11 | 1396,98 | 0 |
| | 12 | 1445,03 | 12 |
| 2008 | 1 | 1393,25 | 902 |
| | 2 | 1357,4 | 0 |
| | 3 | 1247,52 | 300 |
| | 4 | 1279,86 | 0 |
| | 5 | 1276,1 | 2250 |
| | 6 | 1186,57 | 1025 |
| | 7 | 1163,09 | 581 |
| | 8 | 1100,5 | 909 |
| | 9 | 1018,68 | 0 |
| | 10 | 863,61 | 515 |
| | 11 | 866,14 | 0 |
| | 12 | 876,75 | 3227 |
| 2009 | 1 | 894,15 | 0 |
| | 2 | 920,47 | 200 |
| | 3 | 934,76 | 1372 |
| | 4 | 982,64 | 105 |
| | 5 | 1040,8 | 0 |
| | 6 | 1085,31 | 134 |
| | 7 | 1120,08 | 0 |
| | 8 | 1171,82 | 1549 |
| | 9 | 1210,94 | 300 |
| | 10 | 1243,23 | 125 |
| | 11 | 1259,11 | 0 |
| | 12 | 1272,78 | 0 |
| 2010 | 1 | 1259,16 | 0 |

| | | | |
|------|----|---------|------|
| | 2 | 1270,78 | 0 |
| | 3 | 1320,57 | 761 |
| | 4 | 1346,38 | 204 |
| | 5 | 1285,01 | 0 |
| | 6 | 1314,02 | 500 |
| | 7 | 1360,92 | 112 |
| | 8 | 1422,49 | 0 |
| | 9 | 1463,5 | 550 |
| | 10 | 1505,66 | 0 |
| | 11 | 1485,23 | 600 |
| | 12 | 1518,91 | 500 |
| 2011 | 1 | 1519,94 | 0 |
| | 2 | 1491,25 | 0 |
| | 3 | 1545,13 | 1000 |
| | 4 | 1534,95 | 250 |
| | 5 | 1558,29 | 0 |
| | 6 | 1579,07 | 1500 |
| | 7 | 1548,81 | 700 |
| | 8 | 1447,27 | 585 |
| | 9 | 1387,13 | 600 |
| | 10 | 1491,89 | 0 |
| | 11 | 1472,1 | 0 |
| | 12 | 1477,54 | 0 |
| 2012 | 1 | 1521,29 | 200 |
| | 2 | 1569,65 | 0 |
| | 3 | 1596,33 | 0 |
| | 4 | 1570,61 | 0 |
| | 5 | 1580,67 | 1172 |
| | 6 | 1599,15 | 1650 |
| | 7 | 1631,6 | 0 |
| | 8 | 1646,11 | 331 |
| | 9 | 1636,66 | 6078 |
| | 10 | 1673,07 | 1377 |
| | 11 | 1610,83 | 0 |
| | 12 | 1688,95 | 820 |
| 2013 | 1 | 1627,55 | 2988 |

المصدر: بالاعتماد على:

- Bank Nagara Malaysia, monthly bulletin : 2007, p.61 ; 2008, p.61 ; 2009, p.61 ; 2010, p.61 ; 2011, p.61; 2012, p.61

الملحق رقم (23): اصدارات الصكوك الخاصة مع INDCOMPOSIT MENSUELLE

Régression

Ensemble_de_données2] C:\Users\AKRAM\Desktop\flash\RESULT SPSS
SUKUK\données1.sav

Variables introduites/supprimées^b

| Modèle | Variables introduites | Variables supprimées | Méthode |
|--------|--------------------------|----------------------|---------|
| 1 | SUKPRIVMENS ^a | . | Entrée |

a. Toutes variables requises saisies.

b. Variable dépendante : INDCOMPOSMENTS

Récapitulatif des modèles

| Modèle | R | R-deux | R-deux ajusté | Erreur standard de l'estimation |
|--------|-------------------|--------|---------------|---------------------------------|
| 1 | ,107 ^a | ,011 | -,003 | 43,502.16142 |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKPRIVMENS

ANOVA^b

| Modèle | | Somme des carrés | ddl | Moyenne des carrés | D | Sig. |
|--------|------------|------------------|-----|--------------------|------|-------------------|
| 1 | Régression | 1,547E9 | 1 | 1,547E9 | ,818 | ,369 ^a |
| | Résidu | 1,344E11 | 71 | 1,892E9 | | |
| | Total | 1,359E11 | 72 | | | |

a. Valeurs prédites : (constantes), SUKPRIVMENS

b. Variable dépendante : INDCOMPOSMENTS

Coefficients^a

| Modèle | | Coefficients non standardisés | | Coefficients standardisés | t | Sig. |
|--------|-------------|-------------------------------|-----------------|---------------------------|--------|------|
| | | A | Erreur standard | Bêta | | |
| 1 | (Constante) | 118676,972 | 5905,683 | | 20,095 | ,000 |
| | SUKPRIVMENS | 4,401 | 4,867 | ,107 | ,904 | ,369 |

a. Variable dépendante : INDCOMPOSMENTS

قائمة الجداول

قائمة الجداول

| الصفحة | عنوان الجدول | الرقم |
|--------|---|-------|
| 58 | الدرجات الإئتمانية للسندات وفقا لوكالتي S&P و Moody's | 1 |
| 82 | الفرق بين الصكوك والأسهم السندات. | 2 |
| 97 | أنواع الصكوك الإسلامية | 3 |
| 116 | العلاقة البيئية لأطراف عملية التصكيك | 4 |
| 152 | مخاطر الصكوك الإسلامية العامة والخاصة | 5 |
| 204 | التوزيع الجغرافي للطلب الأجنبي على بعض الاصدارات الكبيرة للصكوك الماليزية بالدولار. | 6 |

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|--------|---|-------|
| 9 | المتعاملون الرئيسيون في السوق المالية | 1 |
| 19 | أنواع أسواق الأوراق المالية حسب أصنافها | 2 |
| 24 | أنواع أسواق الأوراق المالية وتقسيماتها | 3 |
| 30 | الهيكل الإداري لسوق الأوراق المالية | 4 |
| 121 | هيكل إصدار الصكوك الإسلامية | 5 |
| 124 | هيكل إصدار صكوك المرابحة | 6 |
| 126 | هيكل إصدار صكوك الاستصناع | 7 |
| 128 | هيكل إصدار صكوك السلم | 8 |
| 129 | هيكل إصدار صكوك المضاربة | 9 |
| 131 | هيكل إصدار صكوك المشاركة | 10 |
| 132 | هيكل إصدار صكوك الاستثمار | 11 |
| 133 | هيكل إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار | 12 |
| 135 | هيكل إصدار صكوك الاجارة | 13 |
| 174 | مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامية ومكانتها ضمن النظام المالي الماليزي | 14 |
| 179 | الهيكل التنظيمي للبورصة الماليزية برهاد | 15 |
| 194 | تطور إصدار الصكوك في ماليزيا | 16 |
| 196 | بنية سوق الصكوك في ماليزيا | 17 |
| 201 | اجمالي الاصدارات السنوية لماليزيا من الصكوك مع باقي الدول خلال الفترة 2001 الى 2012 | 18 |
| 201 | اجمالي اصدارات ماليزيا من الصكوك مع باقي الدول بالقيمة والعدد خلال الفترة 2001 الى 2012 | 19 |
| 202 | اجمالي اصدارات القطاع الخاص الماليزي للصكوك مع باقي الدول حتى منتصف 2010. | 20 |
| 203 | اجمالي اصدارات ماليزيا للصكوك المحلية والدولية مع باقي الدول خلال الفترة 2001 الى 2012. | 21 |

| | | |
|-----|--|----|
| 204 | التوزيع الجغرافي للطلب على الصكوك الماليزية المقيمة بالعملة الأجنبية. | 22 |
| 205 | الاصدارات الاجمالية للصكوك حسب العملة خلال الفترة 1996 الى 2012. | 23 |
| 206 | تطور اجمالي اصدارات الصكوك مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة 2000 الى 2012 | 24 |
| 207 | المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 1996 الى سبتمبر 2012 | 25 |
| 209 | خطوات إصدار صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة في ماليزيا. | 26 |
| 210 | تطور إصدار صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن آجل خلال الفترة 2001-2012 | 27 |
| 211 | خطوات إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا. | 28 |
| 212 | تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012 | 29 |
| 213 | خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا | 30 |
| 215 | تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012 | 31 |
| 216 | خطوات إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا. | 32 |
| 217 | تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012 | 33 |
| 218 | خطوات إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا. | 34 |
| 219 | تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2012 | 35 |
| 220 | مقارنة إجمالي اصدارات القطاع الخاص العالمي لأنواع الصكوك مع ماليزيا بالقيمة خلال الفترة 2001 الى 2011. | 36 |
| 221 | مقارنة إجمالي اصدارات القطاع الخاص الماليزي لأنواع الصكوك مع باقي الدول خلال الفترة 2001 الى 2011 | 37 |

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

| الصفحة | العنوان |
|--------|---|
| I | إهداء. |
| II | كلمة شكر وتقدير |
| أ | المقدمة العامة |
| 72-1 | الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية |
| 2 | تمهيد |
| 3 | المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية |
| 3 | المطلب الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية |
| 3 | الفرع الأول: مفهوم السوق المالية |
| 3 | أولاً: مفهوم السوق والمال في اللغة والإصطلاح |
| 5 | ثانياً: مفهوم السوق المالية اصطلاحاً |
| 6 | الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية |
| 6 | أولاً: أسواق رأس المال |
| 7 | ثانياً: سوق النقد |
| 8 | ثالثاً: أسواق الصرف الأجنبي |
| 9 | الفرع الثالث: العناصر المتعاملة في السوق المالية |
| 10 | أولاً: المقترضون النهائيون أو الطالبون للأموال |
| 11 | ثانياً: العارضون للأموال أو المقرضون |
| 11 | ثالثاً: الوسطاء الماليون |
| 14 | المطلب الثاني: مفاهيم عامة عن أسواق الأوراق المالية |
| 14 | الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية |
| 14 | أولاً: مفهوم الأوراق لغة وإصطلاحاً |
| 14 | ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية اصطلاحاً |
| 16 | ثالثاً: تسميات سوق الأوراق المالية |
| 16 | الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها |
| 16 | أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية |
| 17 | ثانياً: تطور سوق الأوراق المالية |

| | |
|----|--|
| 18 | الفرع الثالث: أنواع أسواق الأوراق المالية |
| 18 | أولاً: أسواق الأوراق المالية من حيث المنتجات المتداولة |
| 19 | ثانياً: أسواق الأوراق المالية من حيث المدى الزمني |
| 19 | ثالثاً: أسواق الأوراق المالية من حيث التعامل الجغرافي |
| 19 | رابعاً: أسواق الأوراق المالية من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي |
| 20 | الفرع الرابع: تقسيمات سوق الأوراق المالية |
| 20 | أولاً: الأسواق الفورية أو الحاضرة |
| 23 | ثانياً: الأسواق الآجلة |
| 25 | المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية، خصائصها وأعضائها |
| 25 | الفرع الأول: وظائف سوق الأوراق المالية وخصائصها |
| 25 | أولاً: وظيفة التمويل |
| 26 | ثانياً: أهم وظائف سوق الأوراق المالية |
| 27 | ثالثاً: الوظائف المكملة |
| 27 | رابعاً: خصائص سوق الأوراق المالية |
| 28 | الفرع الثاني: أعضاء سوق الأوراق المالية |
| 28 | أولاً: الأعضاء المؤسسون لسوق الأوراق المالية |
| 28 | ثانياً: التقسيم الإداري والتنظيمي لسوق الأوراق المالية |
| 30 | المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية |
| 30 | المطلب الأول: مفهوم الأوراق المالية وخصائصها |
| 30 | الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية |
| 32 | الفرع الثاني: خصائص الأوراق المالية |
| 32 | أولاً: قابلية التحول إلى نقود |
| 32 | ثانياً: القابلية للتجزئة حسب فئات الإصدار |
| 32 | ثالثاً: السيولة |
| 33 | رابعاً: تكلفة إعادة بيع الأصل المالي |
| 33 | خامساً: العائد الدوري |
| 33 | سادساً: فترة الاستحقاق |
| 33 | سابعاً: الخطر وعدم التأكد |
| 34 | المطلب الثاني: الأدوات المالية التقليدية |

| | |
|----|--|
| 34 | الفرع الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها |
| 34 | أولاً: مفهوم السهم في اللغة و الإصطلاح |
| 35 | ثانياً: حقوق حملة الأسهم و خصائصها |
| 36 | الفرع الثاني: أنواع الأسهم |
| 36 | أولاً: أنواع الأسهم من حيث الشكل القانوني |
| 36 | ثانياً: أنواع الأسهم من حيث طبيعة حصة الشريك |
| 37 | ثالثاً: أنواع الأسهم من حيث التصويت |
| 37 | رابعاً: أنواع الأسهم من حيث الحقوق الممنوحة لمالكيها |
| 38 | خامساً: أنواع الأسهم من حيث استهلاكها |
| 38 | سادساً: أنواع الأسهم من حيث التداول |
| 39 | سابعاً: أنواع الأسهم من حيث المنح وعدمه |
| 39 | ثامناً: أنواع الأسهم من حيث القيمة |
| 39 | الفرع الثالث: مفهوم السندات وخصائصها |
| 39 | أولاً: مفهوم السندات في اللغة و الإصطلاح |
| 40 | ثانياً: عناصر السند |
| 40 | ثالثاً: حقوق حملة السندات وخصائصها |
| 42 | الفرع الرابع: أنواع السندات |
| 42 | أولاً: أنواع السندات باعتبار مصدرها |
| 43 | ثانياً: أنواع السندات من حيث شكل الإصدار |
| 43 | ثالثاً: أنواع السندات من حيث الأجل |
| 44 | رابعاً: أنواع السندات من حيث الاستحقاق |
| 44 | خامساً: أنواع السندات من حيث الضمان |
| 44 | سادساً: أنواع السندات من حيث قابلية التحويل |
| 45 | سابعاً: أنواع السندات من حيث الدخل |
| 45 | ثامناً: أنواع السندات من حيث عملة الإصدار |
| 46 | المطلب الثالث: الأدوات المالية الحديثة |
| 46 | الفرع الأول: المشتقات المالية |
| 46 | أولاً: مفاهيم عن المشتقات المالية |

| | |
|----|---|
| 47 | ثانيا: أهمية عقود المشتقات المالية واستخداماتها |
| 48 | ثالثا: أنواع المشتقات المالية |
| 52 | الفرع الثاني: الأوراق المالية المضمونة بأصول "التوريق" |
| 52 | أولا: مفهوم التوريق |
| 52 | ثانيا: مفهوم الأوراق المالية المضمونة بأصول |
| 52 | ثالثا: أنواع الأصول التي تصلح لضمان هذه الأوراق |
| 53 | الفرع الثالث: شهادات الإيداع الدولية |
| 53 | أولا: مفهوم شهادات الإيداع الدولي وأنواعها |
| 54 | ثانيا: شروط إصدار شهادات الإيداع الدولية ومزاياها |
| 55 | المبحث الثالث: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية وأهميتها الإقتصادية |
| 55 | المطلب الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية وسيولتها |
| 55 | الفرع الأول: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية |
| 55 | أولا: مؤشرات سوق الأوراق المالية |
| 56 | ثانيا: أهمية المؤشرات في الحياة الإقتصادية |
| 56 | ثالثا: إستخدامات المؤشر |
| 56 | رابعا: أنواع المؤشرات |
| 59 | الفرع الثاني: سيولة سوق الأوراق المالية |
| 59 | أولا: تعريف السيولة و أهميتها |
| 60 | ثانيا: مقياس السيولة |
| 60 | ثالثا: سيولة السوق |
| 62 | المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية |
| 62 | الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية وخصائصها |
| 62 | أولا: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية |
| 63 | ثانيا: خصائص سوق الأوراق المالية الكفاءة |
| 63 | ثالثا: الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية |
| 64 | الفرع الثاني: صيغ ومؤشرات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية |
| 64 | أولا: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية |
| 65 | ثانيا: مؤشر قياس الكفاءة في السوق المالي |
| 67 | المطلب الثالث: الفعالية الإقتصادية لسوق الأوراق المالية |

| | |
|--------|--|
| 67 | الفرع الأول: شروط إقامة سوق أوراق المالية فعالة |
| 67 | أولاً: توفير مناخ استثماري ملائم |
| 67 | ثانياً: كثرة الشركات المساهمة وتشجيع القطاع الخاص |
| 68 | ثالثاً: وجود عدد كاف من الأدوات التقليدية منها أو المبتكرة |
| 68 | رابعاً: وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الوسيطة |
| 68 | خامساً: الوعي الادخاري والاستثماري |
| 68 | سادساً: توفر هيكل مؤسسي فعال ومتكامل |
| 68 | سابعاً: نظام فعال للاتصالات |
| 69 | الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية |
| 69 | أولاً: دور سوق الأوراق المالية بالنسبة للإقتصاد الكلي |
| 70 | ثانياً: دور سوق الأوراق المالية على مستوى الإقتصاد الجزئي |
| 72 | خلاصة الفصل الأول |
| 153-73 | الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية: ضوابطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية |
| 74 | تمهيد |
| 75 | المبحث الأول: الصكوك الإسلامية: مفهومها وأنواعها |
| 75 | المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها |
| 75 | الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية |
| 75 | أولاً: مفهوم الصكوك في اللغة |
| 76 | ثانياً: مفهوم الصكوك في الاصطلاح |
| 78 | الفرع الثاني: تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية |
| 78 | أولاً: نبذة عن نشأة الصكوك الإسلامية |
| 78 | ثانياً: تبلور فكرة إنشاء الصكوك الإسلامية |
| 79 | الفرع الثالث: الفرق بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى |
| 79 | أولاً: الفرق بين الصكوك والأسهم |
| 80 | ثانياً: الفرق بين الصكوك والسندات |
| 81 | ثالثاً: الفرق بين الصكوك والوحدات الاستثمارية |
| 83 | المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية وأنواعها |
| 83 | الفرع الأول: خصائص الصكوك الإسلامية ومنافعها |
| 83 | أولاً: خصائص الصكوك الإسلامية |

| | |
|-----|--|
| 85 | ثانيا: منافع الصكوك |
| 85 | الفرع الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية |
| 86 | أولا: أنواع الصكوك الإسلامية من ناحية التملك |
| 87 | ثانيا: أنواع الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية |
| 98 | المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية ضوابط إصدارها وتداولها وآلية هيكلتها |
| 98 | المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية |
| 98 | الفرع الأول: الضوابط العامة لإصدار الصكوك الإسلامية |
| 99 | اولا: الضوابط العامة المشتركة |
| 99 | ثانيا: الضوابط العامة حسب مجمع الفقه الإسلامي الدولي |
| 101 | الفرع الثاني: الضوابط الخاصة التي تحكم إصدار الصكوك الإسلامية |
| 101 | أولا: إصدار صكوك المضاربة |
| 101 | ثانيا: إصدار صكوك الإيجارة والأعيان المؤجرة |
| 102 | ثالثا: إصدار صكوك المشاركة |
| 103 | رابعا: إصدار صكوك السلم |
| 103 | خامسا: إصدار صكوك المرابحة |
| 103 | سادسا: إصدار صكوك الإستصناع |
| 104 | سابعا: إصدار الصكوك الزراعية |
| 104 | ثامنا: إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار |
| 105 | المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية |
| 105 | الفرع الأول: الضوابط العامة لتداول الصكوك الإسلامية |
| 107 | الفرع الثاني: الضوابط الخاصة لتداول الصكوك الإسلامية |
| 107 | اولا: تداول صكوك المضاربة |
| 107 | ثانيا: تداول صكوك الإجارة وأنواعها |
| 108 | ثالثا: تداول صكوك المشاركة |
| 108 | رابعا: تداول صكوك السلم |
| 108 | خامسا: تداول صكوك المرابحة |
| 109 | سادسا: تداول صكوك الإستصناع |
| 109 | سابعا: تداول الصكوك الزراعية |
| 110 | ثامنا: خلاصة الحكم الشرعي في تداول وإصدار الصكوك الإسلامية |

| | |
|-----|--|
| 111 | المطلب الثالث: آليات إصدار الصكوك الإسلامية |
| 111 | الفرع الأول: أطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامي |
| 114 | أولاً: الأطراف الرئيسية والمساعدة |
| 114 | ثانياً: محل التعاقد |
| 114 | ثالثاً: الصيغة |
| 114 | الفرع الثاني: العلاقة بين أطراف عقد إصدار الصكوك الإسلامية |
| 114 | أولاً: العلاقة البيئية لأطراف عملية التصكيك |
| 116 | ثانياً: الجوانب الشرعية والقانونية لعملية التصكيك |
| 117 | الفرع الثالث: مراحل وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية |
| 117 | أولاً: مرحلة إصدار الصكوك |
| 119 | ثانياً: مرحلة إدارة محفظة الصكوك |
| 119 | ثالثاً: مرحلة إطفاء الصكوك |
| 120 | المطلب الرابع: هيكلية إصدار الصكوك الإسلامية |
| 120 | الفرع الأول: النموذج العام لهيكلية إصدار الصكوك الإسلامية |
| 123 | الفرع الثاني: هيكلية إصدار الصكوك الإسلامية بحسب نوعها |
| 123 | أولاً: هيكلية صكوك المرابحة |
| 125 | ثانياً: هيكلية صكوك الاستصناع |
| 127 | ثالثاً: هيكلية صكوك السلم |
| 128 | رابعاً: هيكلية صكوك المضاربة |
| 130 | خامساً: هيكلية صكوك المشاركة |
| 131 | سادساً: هيكلية صكوك الإستثمار |
| 132 | سابعاً: هيكلية صكوك الوكالة بالإستثمار |
| 133 | ثامناً: هيكلية صكوك الإجارة |
| 136 | المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية: أهميتها الإقتصادية، ضماناتها ومخاطرها |
| 136 | المطلب الأول: الأهمية الإقتصادية للصكوك الإسلامية |
| 136 | الفرع الأول: الدور الإقتصادي للصكوك الإسلامية |
| 137 | أولاً: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي |
| 137 | ثانياً: أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين |
| 138 | ثالثاً: أهمية الصكوك بالنسبة للاقتصاد الكلي |

| | |
|----------|---|
| 142 | الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية لأنواع الصكوك الإسلامية |
| 142 | أولاً: أهمية صكوك المشاركة |
| 143 | ثانياً: أهمية صكوك المضاربة |
| 143 | ثالثاً: أهمية صكوك الإجارة |
| 143 | رابعاً: أهمية صكوك المرابحة |
| 144 | خامساً: أهمية صكوك السلم |
| 144 | سادساً: أهمية صكوك الإستصناع |
| 144 | سابعاً: أهمية صكوك المزارعة |
| 145 | المطلب الثاني: ضمانات الصكوك الإسلامية ومخاطرها |
| 145 | الفرع الأول: ضمانات الصكوك الإسلامية |
| 145 | أولاً: ضمان الطرف الثالث |
| 145 | ثانياً: التعهد بشراء موجودات الصكوك |
| 146 | ثالثاً: كفالة مدير الصكوك لمن يتعامل معه |
| 146 | رابعاً: مؤسسات ضمان الإستثمار |
| 146 | خامساً: تكوين إحتياطي مخاطر الإستثمار في الصكوك |
| 146 | سادساً: إسترداد قيمة الصكوك الإسمية بعد إغلاق الإكتتاب وقبل الشروع في الإستثمار |
| 146 | سابعاً: حق حاملي الصكوك في الإطلاع على سير عملية الإستثمار |
| 147 | ثامناً: التوزيع الدوري للعائد على حملة الصكوك |
| 147 | تاسعاً: تبرع الدولة بضمان رأس المال أو الربح |
| 147 | الفرع الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية |
| 147 | أولاً: المخاطر الاستثمارية |
| 151 | ثانياً: مخاطر صيغ التمويل الإسلامي |
| 153 | خلاصة الفصل الثاني |
| 232- 154 | الفصل الثالث: دور الصكوك في تفعيل سوق المال الماليزي: دراسة تطبيقية |
| 155 | تمهيد |
| 156 | المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق راس المال |
| 156 | المطلب الأول: تطور الإقتصاد الماليزي |
| 156 | الفرع الأول: النموذج الماليزي في التنمية الإقتصادية |
| 156 | أولاً: نبذة مختصرة على دولة ماليزيا |

| | |
|-----|---|
| 157 | ثانيا: مسيرة التنمية في ماليزيا |
| 159 | الفرع الثاني: المصرفية الإسلامية في ماليزيا |
| 159 | أولا: نظام الإدخار الإسلامي |
| 160 | ثانيا: ظهور البنوك الإسلامية في ماليزيا |
| 162 | المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها وأقسامها |
| 162 | الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية ونشأتها |
| 162 | أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 163 | ثانيا: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 164 | الفرع الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 164 | أولا: سوق الملكية |
| 164 | ثانيا: سوق السندات |
| 167 | ثالثا: سوق المشتقات |
| 168 | رابعا: السوق المالية الإسلامية الماليزية |
| 168 | خامسا: مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية |
| 169 | المطلب الثالث: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية مفهومها ووظائفها |
| 169 | الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ونشأتها |
| 169 | أولا: مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية |
| 170 | ثانيا: نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وتطورها |
| 171 | الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية و تقسيماتها |
| 171 | أولا: وظائف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية |
| 172 | ثانيا: أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية |
| 173 | ثالثا: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية |
| 175 | المبحث الثاني: دور الهيئات الرقابية في إصدار الصكوك |
| 175 | المطلب الأول: دور الهيئات الرقابية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 175 | الفرع الأول: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 176 | أولا: هيئة الأوراق المالية الماليزية |
| 176 | ثانيا: الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية |
| 180 | الفرع الثاني: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية |
| 180 | أولا: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية |

| | |
|-----|--|
| 180 | ثانيا: الإستراتيجية المتبعة من طرف هيئة الأوراق المالية |
| 182 | الفرع الثالث: دور لجنة الاستشارية الشرعية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية |
| 182 | أولا: نشأة اللجنة الاستشارية الشرعية |
| 184 | ثانيا: دور اللجنة الإستشارية الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية |
| 185 | ثالثا: المهام الأساسية للجنة الاستشارية الشرعية |
| 185 | رابعا: الضوابط الشرعية لإصدار الأوراق المالية الإسلامية |
| 186 | خامسا: خطوات فرز الأوراق المالية الشرعية |
| 188 | الفرع الرابع: دور لجنة الاستشارية الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية |
| 188 | أولا:الجهة المسؤولة عن إصدار الصكوك الإسلامية |
| 188 | ثانيا: مسؤولية المستشار الشرعي في إصدار الصكوك |
| 191 | المطلب الثاني: تطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية ودوافع الإستثمار فيها |
| 192 | الفرع الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا |
| 192 | أولا: تذبذب في إصدار الصكوك |
| 193 | ثانيا: نمو سوق إصدار الصكوك |
| 195 | الفرع الثاني: دوافع الاستثمار في الصكوك الإسلامية الماليزية |
| 195 | أولا: توفير للظروف التنظيمية لإنشاء سوق الصكوك |
| 198 | ثانيا: معالجة الأمور الضريبية |
| 200 | المبحث الثالث: اصدار الصكوك وأثره في سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 200 | المطلب الأول: تفعيل سوق الصكوك الإسلامية الماليزية |
| 200 | الفرع الأول : ريادة ماليزيا في اصدار الصكوك الإسلامية |
| 200 | أولا: اصدار الصكوك حسب البلدان |
| 202 | ثانيا: اجمالي اصدار القطاع الخاص للصكوك |
| 202 | ثالثا: اصدار الصكوك المحلية والدولية |
| 204 | رابعا: اصدار الصكوك حسب العملة |
| 205 | الفرع الثاني: تطور اصدار الصكوك مقارنة مع السندات ودورها في تمويل المشاريع الاقتصادية |
| 205 | أولا: مقارنة إصدار الصكوك مع السندات |
| 207 | ثانيا: دور الصكوك في تمويل المشاريع الإقتصادية |
| 208 | المطلب الثاني: دور أنواع الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 208 | الفرع الأول : أنواع اصكوك الموافق إصدارها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية |

| | |
|-----|---|
| 208 | أولاً: إصدار صكوك البيع بثمن آجل و صكوك المرابحة |
| 211 | ثانياً: إصدار صكوك الإستصناع |
| 213 | ثالثاً: إصدار صكوك الإجارة |
| 215 | رابعاً: إصدار صكوك المشاركة |
| 218 | خامساً: إصدار صكوك المضاربة |
| 220 | الفرع الثاني: مكانة القطاع الخاص الماليزي في اصدار أنواع الصكوك |
| 220 | أولاً: مقارنة إجمالي اصدار القطاع الخاص لأنواع الصكوك في العالم مع ماليزيا |
| 220 | ثانياً: مقارنة إصدار القطاع الخاص الماليزي لأنواع الصكوك مع باقي الدول |
| 222 | المطلب الثالث: دراسة دور إصدار الصكوك الإسلامية في التأثير على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 222 | الفرع الأول: المنهجية المستخدمة |
| 222 | أولاً: وسائل معالجة وتحليل المعلومات |
| 223 | ثانياً: المتغيرات المستخدمة في الدراسة |
| 223 | ثالثاً: النموذج الإحصائي المستخدم |
| 224 | الفرع الثاني: دراسة أثر إصدار الصكوك الإسلامية على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 224 | أولاً: دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية |
| 227 | ثانياً: دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية من طرف القطاع الخاص والمؤشر العام لسوق الأسهم الماليزي |
| 230 | الفرع الثالث. نتائج دراسة أثر الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية |
| 230 | أولاً: نتائج الدراسة |
| 230 | ثانياً: تفسير النتائج |
| 232 | خلاصة الفصل الثالث |
| 233 | الخاتمة العامة |
| 240 | قائمة المراجع |
| 255 | قائمة الملاحق |
| 282 | قائمة الجداول |
| 284 | قائمة الأشكال |
| 287 | فهرس المحتويات |

ملخص البحث

ملخص

شهدت أسواق الأوراق المالية بمختلف تقسيماتها تطورا ملحوظا في الأدوات المصدرة المتداولة بها كما ونوعا ، وكانت الصكوك الإسلامية إحدى هذه الأدوات المستحدثة التي تهدف الدراسة إلى كشف أنواعها وخصائصها وما يحكمها من ضوابط عامة وخاصة تتميز بها عن غيرها وهيكلتها إصدارها.

وجاءت هذه الدراسة لمحاولة تحديد تأثير نشاط الصكوك الإسلامية على فاعلية الأسواق الأوراق المالية، توصلت الدراسة من خلال التعرض للتجربة الماليزية الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، لتؤكد وجود علاقة إيجابية بين إجمالي إصدار الصكوك ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية وهذه النتيجة تنطبق على مؤشر COMPOSITE ، إذ تساهم هذه الإصدارات في دفع المؤشر نحو الصعود. في حين لا توجد علاقة بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية للقطاع الخاص الشهرية على أي من المؤشرات الشهرية لـ FBM EMAS SHARIA ، FBM EMAS ، ويرجع ذلك إلى حجم الإصدارات الشهرية الصغيرة التي لا تلقى لنفس الصدى مقارنة بإجمالي الإصدارات السنوية الممثلة بالخصوص في القطاع العام التابع للحكومة الماليزية.

الكلمات الدالة: الأسواق المالية، الهندسة المالية الإسلامية، الصكوك الإسلامية، ماليزيا.

Abstract:

In the different subsidiaries of the stock's Market that witnessed a remarkable Developpement in the issued current patterns, quantitatively and qualitatively which the Islamic Bonds was a part of these new patterns. That study aims, especially, to expose their forms, their characteristics, ruled by general and specific regulations, distinguished from others with setting up its issues.

The study'endeavours is to lay down the influence of the Islamic bonds (sukuk) activity on the stocks' Market effectiveness. Through the Malaysian experience approach, the pioneer in the issued of Islamic Bonds, the study attained to convince that, effectively, there is a relationship between the total sukuk issue and the Malaysian stocks' market indicators. Therefore, it applies on the Composite index; so, these issues take part in the index rise.

Whereas, there is a non existence of relationship between the total Islamic bonds monthly issued of the private sector on the indicators per month for Composite, FBM EMAS SHARIA, FBM EMAS. It refers to the monthly small releases dimension that didn't have the same influence as the annual total issues represented, especially, in the public sector of the Malaysian Government.

Key : financial market, islamic financial ingeniring, sukuk, Malaysia.

تم بحمد الله