

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس سطيف - 1 -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

الشعبة: علوم اقتصادية التخصص: مالية، بنوك وتأمينات

تحت عنوان:

الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في تنشيط الأسواق المالية بين
المنظور التقليدي والإسلامي
- دراسة تطبيقية مقارنة -

من إعداد الطالبة: تحت إشراف:

د. عباس منيرة

بوفنش رقية

أعضاء لجنة المناقشة:

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
بورقية شوقي	أستاذ محاضر قسوا	جامعة سطيف - 1 -	رئيسا
عباس منيرة	أستاذ محاضر قسوا	جامعة سطيف - 1 -	مشرفا ومقررا
بوبريمة إحسان	أستاذ محاضر قسوا	جامعة سطيف - 1 -	عضوا مناقشا
قبيرة عمر	أستاذ محاضر قسوا	جامعة جيجل	عضوا مناقشا
كاسحي موسى	أستاذ محاضر قسوا	جامعة الأمير عبد القادر - قسنطينة -	عضوا مناقشا
بوشنين ليلي	أستاذ محاضر قسوا	جامعة سطيف - 1 -	عضوا مناقشا

2020- السنة الجامعية: 2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

مَنْ كَانَ عَدُوًّا لِلَّهِ فَإِنَّ اللَّهَ عَدُوٌّ لِلْكَافِرِينَ

الَّذِينَ كَفَرُوا بِالْحَقِّ وَالْحَقَّ كَذَّبُوا

وَالَّذِينَ كَفَرُوا سَوَاءٌ أَدْعَاهُمْ أَمْ لَا أَدْعَاهُمْ

يَعْلَمُ الْغُيُوبَ

الَّذِينَ كَفَرُوا سَوَاءٌ أَدْعَاهُمْ أَمْ لَا أَدْعَاهُمْ

يَعْلَمُ الْغُيُوبَ

مَنْ كَانَ عَدُوًّا لِلَّهِ فَإِنَّ اللَّهَ عَدُوٌّ لِلْكَافِرِينَ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

الشكر لله أولاً على توفيقه إيانا في إتمام هذا العمل ثم
للأستاذة بباس منيرة على قبولها الإشراف على هذه الأطروحة
وعلى توجيهاتها وإرشاداتها طيلة مدة إنجازها.
كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ خباياة حسان
على دعمه ومساندته في إتمام هذا البحث.
كما أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير للأستاذة
الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم هذا العمل المتواضع،
ومن دون شك أن انتقاداتهم البناءة وملاحظاتهم القيمة
ستكون لنا بمثابة دافع ومحفز للتحسين والتجديد.
كما أشكر كل من ساهم في إنجاز هذا العمل

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

جدتي أطال الله في عمرها

الوالدين الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما

زوجي وقرّة عيني ابني عبد الحفي

الإخوة أمين وأبو بكر وزعمان والأخوات أمينة ووسيلة

البراعم عبد الرحمان، ياسين، عبد الرؤوف، أنس وعبد الودود

صديقاتي فضيلة، فطيمة، مريم ووحيدة

تمهيد:

تؤدي الأسواق المالية دورا هاما وحيويا في الاقتصاد، فهي تعمل على التخصيص الكفاء للموارد المالية، من خلال استقطاب رؤوس الأموال من أعوان الفائض التمويلي وتنظيم تدفقها نحو الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز التمويلي، عن طريق إصدار وتداول مختلف الأوراق المالية ذات الأجل المختلفة والمخاطر والعوائد المتباينة، والتي من شأنها الاستجابة لرغبات المستثمرين وتطلعاتهم؛

إلى جانب الأسواق المالية التقليدية، تم إنشاء أسواق مالية إسلامية في العديد من الدول، حيث تقوم هذه الأسواق على أساس الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية في كافة أدواتها ومعاملاتها، لتمثل بذلك فرصة هامة لكل مستثمر يرغب في توظيف موارده المالية وفقا لنظام المعاملات الإسلامية؛

إن قيام الأسواق المالية بشقيها التقليدي والإسلامي بدورها التمويلي المنوط بها، يستلزم تنشيطها وزيادة فعاليتها، عن طريق خلق وتطوير أدوات ومعاملات ومؤسسات جديدة، وتعتبر الشركات ذات الغرض الخاص إحدى ابتكارات وأدوات الهندسة المالية التي تساهم في تنشيط الأسواق المالية، فهي تمثل طرفا أساسيا في صناعة التوريد وصناعة التصكيك، حيث تعمل على تحويل الأصول غير السائلة التي تمتلكها الشركات المنشئة إلى أصول مالية سائلة قابلة للتداول في الأسواق المالية في إطار عمليتي التوريد والتصكيك، هذا الأخير الذي تلتزم فيه الشركات ذات الغرض الخاص بمجموعة من الضوابط الشرعية، وبذلك تساهم هذه الشركات في تسهيل الأصول وزيادة وتنوع الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية والفرص الاستثمارية المتاحة فيها؛

وتعتبر ماليزيا إحدى الدول الرائدة التي يؤدي فيها السوق المالي دورا هاما في دعم وتنمية الاقتصاد، لذا حظي هذا السوق منذ الثمانينات باهتمام كبير من طرف الحكومة الماليزية التي عملت على تكثيف جهودها لتطويره وتنشيطه ونتيجة لذلك، ونظرا لأهمية عمليات التوريد والشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي الماليزي، تم إنشاء شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas، في إطار إستراتيجية حكومية لتنشيط وتطوير سوق الرهن العقاري، حيث تقوم هذه الشركة باعتبارها شركة ذات غرض خاص بعملية تحويل القروض الرهنية العقارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالية في إطار عملية توريق القروض الرهنية العقارية، لتتطور معاملاتها فيما بعد لتعمل على توريق قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضمان الرهن العقاري؛

وتعد شركة Cagamas MBS فرعاً من فروع شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas، تمّ إنشاؤها سنة 2004 من أجل تطوير آلية التوريق والتصكيك في ماليزيا، حيث تقوم هذه الشركة بشراء أصول الرهن العقاري السكني من الحكومة، وإصدار الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني (Residential Mortgage-Backed Securities RMBS) في سوق إصدارات سندات الشركات، والأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني (Islamic Residential Mortgage-Backed Securities IRMBS) في سوق إصدارات صكوك الشركات، الأمر الذي أدى إلى زيادة وتنوع الأدوات المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالي الماليزي بشكل عام، وسوق سندات الشركات وسوق صكوك الشركات بشكل خاص.

إشكالية البحث:

تعتبر شركة الرهن العقاري Cagamas MBS من بين أهم الشركات ذات الغرض الخاص العاملة في ماليزيا، والتي تؤدي دوراً هاماً في تنشيط سوق إصدارات سندات الشركات وسوق إصدارات صكوك الشركات، عن طريق إصدارها لسندات وصكوك استثمارية مدعومة بالرهن العقاري السكني، في إطار عمليتي التوريق والتصكيك.

انطلاقاً مما سبق ذكره، يمكن صياغة إشكالية هذا البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو دور الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط كل من السوق المالي التقليدي

والسوق المالي الإسلامي في ماليزيا؟

ويندرج تحت التساؤل الرئيسي جملة التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بالشركات ذات الغرض الخاص؟ وفيما يتجلى دورها في الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية؟

- ما طبيعة أثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني (RMBS) على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات في ماليزيا؟

- ما طبيعة أثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني (IRMBS) على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات في ماليزيا؟

- هل تساهم الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات سندات الشركات بشكل أكبر مقارنة بسوق إصدارات صكوك الشركات؟ أو العكس؟

فرضيات البحث:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية، تم اعتماد الفرضيات التالية:

- تؤثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني (RMBS) إيجابيا على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات في ماليزيا؛

- تؤثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني (IRMBS) بشكل إيجابي على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات في ماليزيا؛

- تساهم إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات بشكل أكبر مقارنة بسوق إصدارات سندات الشركات خلال فترة الدراسة.

أهمية البحث:

يعتبر البحث محل الدراسة ذو أهمية بالغة، حيث تعد الأسواق المالية أداة تمويلية هامة في تحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال قيامها بتيسير مهمة انتقال الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين، الأمر الذي يترتب عنه سد فجوة التمويل وزيادة حجم الاستثمارات، كما تعد الشركات ذات الغرض الخاص من بين أهم مخرجات الهندسة المالية وفن الإبداع المالي، إذ تعمل على تفعيل عمليتي التوريق والتصكيك، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة سيولة الأصول، وتنوع الأدوات المالية المعروضة والمتداولة، بالتالي زيادة نشاط الأسواق المالية، مما يجعل هذه الأخيرة أكثر كفاءة في أداء دورها التمويلي.

أهداف البحث:

- يسعى هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:
- التعرف بالشركات ذات الغرض الخاص من المنظورين التقليدي والإسلامي؛
 - توضيح أساسيات صناعة التوريد وصناعة التصكك، ودور الشركات ذات الغرض في إطار هاتين الصناعتين؛
 - معرفة أثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني (RMBS) على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات في ماليزيا؛
 - إدراك طبيعة العلاقة بين إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني (IRMBS) والرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات في ماليزيا؛
 - المقارنة بين درجة تأثير إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS على نشاط سوق إصدارات سندات الشركات باعتباره سوقا ماليا تقليديا وعلى نشاط سوق إصدارات صكوك الشركات باعتباره سوقا ماليا إسلاميا في ماليزيا.

أسباب اختيار الموضوع:

- من بين المبررات التي تمّ على أساسها اختيار هذا البحث نذكر:
- تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في تنشيط الأسواق المالية من بين المواضيع الحديثة الهامة المطروحة حاليا في الساحة المالية بشكل خاص والساحة الاقتصادية بشكل عام، خاصة في ظل نقص الدراسات السابقة في هذا المجال على حد إطلاعنا؛
 - الميل الخاص لدراسة مجال الأسواق المالية كونها تدرج ضمن التخصص؛
 - المساهمة في إثراء المكتبة بمواضيع بحثية حديثة.

منهج البحث:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات الموضوعة، تمّ الاعتماد على المنهج الوصفي الذي يعتمد على جمع البيانات لدراستها وتحليلها، بغرض دراسة الموضوع من جميع جوانبه، والمنهج الكمي لاختبار العلاقة بين إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية والإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني، والرسملة البورصية للسوق المالي التقليدي (سوق إصدارات سندات الشركات) والسوق المالي الإسلامي (سوق إصدارات صكوك الشركات)، لتبيان مدى مساهمة هذه الشركة في تنشيط هذين السوقين، ولأجل ذلك تمت الاستعانة بإحدى تقنيات الاقتصاد القياسي، وهي نماذج شعاع الانحدار الخطي (VAR) لتحليل السلاسل الزمنية متعددة المتغيرات، والتي تقوم بتفسير المتغير التابع بسلوكه في الماضي، وماضي المتغيرات الأخرى المدرجة في النموذج، كما تمّ استخدام المنهج المقارن للمقارنة بين دور الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات سندات الشركات ودورها في تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات.

ومن أجل الإلمام بجوانب الموضوع، وإثراء الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي، تمّ الاعتماد على مصادر متنوعة وبلغات مختلفة، تمثلت في المقالات والكتب والرسائل العلمية والملتقيات، بالإضافة إلى التقارير السنوية للشركة ذات الغرض الخاص محل الدراسة والسوق المالي في ماليزيا، وتم الحرص على أن تكون هذه المراجع لها صلة وثيقة بالموضوع، من أجل دراسة البحث بكل موضوعية.

مجال البحث وحدوده:

بعد دراسة الجانب النظري الذي تضمن مدخلا عاما للأسواق المالية والشركات ذات الغرض الخاص ودورها في الأسواق المالية التقليدية والإسلامية من خلال عمليتي التوريق والتصكيك، تمّ القيام بالدراسة القياسية في الفصل الثالث، للمقارنة بين دور الشركات ذات الغرض الخاص (شركة Cagamas MBS نموذجا) في تنشيط السوق المالي التقليدي (سوق إصدارات سندات الشركات) خلال

الفترة 2004-2018، والسوق المالي الإسلامي (سوق إصدارات صكوك الشركات) خلال الفترة 2005-2018 في ماليزيا.

الدراسات السابقة:

بناء على عملية البحث التي تمت من أجل دراسة الموضوع، تبين أن مجمل الدراسات التي تعرضت لهذا الموضوع كانت محدودة على حد إطلاعنا، وما وجد منها تناول بعض جزئيات موضوع الدراسة. من بين هذه الدراسات نذكر ما يلي:

① -Ahmed M. Alkhan, **A critical analysis of special purpose vehicle in the Islamic banking industry: the kingdom of Bahrain as a case study**, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of doctor of philosophy in Islamic Finance, Centre for Islamic Finance University of Bolton, Great Britan, 2016:

هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بالشركات ذات الغرض الخاص من المنظور الإسلامي، والتحقق من ممارسات هذه الشركة في الصناعة المصرفية الإسلامية، ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية في مملكة البحرين، وتمثلت أهم النتائج المتوصل إليها في:

- وجود تناقض بين المعرفة الإسلامية النظرية والتطبيقية للشركات ذات الغرض الخاص في مملكة البحرين، وذلك بسبب عدة عوامل، منها عدم إبلاغ المجالس الإشرافية بالممارسات الواقعية التي تحدث؛
- غالبية البنوك الإسلامية في البحرين تعتمد على الشركات ذات الغرض الخاص للقيام بمعاملاتها الاستثمارية.

② - سناء نزار، **دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، الجزائر، 2015-2016:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد دور كل من التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي في تفعيل سوق رأس المال، مع دراسة حالة السوق المالي الماليزي، حيث تمت دراسة مدى تأثير الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي على المؤشر العام لبورصة كوالا لمبور، وتوصلت الدراسة إلى:

- ليس للتوريق تأثيراً كبيراً على نشاط سوق رأس المال الماليزي؛
 - وجود علاقة طردية بين إصدارات الصكوك الإسلامية وأداء سوق رأس المال الماليزي، حيث يعد إصدار الصكوك الإسلامية السبب الرئيسي لتطور هذا السوق؛
 - اعتماد ماليزيا على إصدارات صكوك المرابحة أدى إلى تنشيط سوق رأس المال الماليزي؛
 - مساهمة سوق رأس المال الماليزي الإسلامي مساهمة كبيرة في تطوير السوق المالي الماليزي ككل؛
 - بالرغم من مساهمة الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال، إلا أن إجراءات إصدارها معقدة ومكلفة كونها تتضمن تكلفة التنظيم والتوثيق إضافة إلى تكلفة التمويل.
- ③ - علي هلال مشرف البقوم، دور الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك الإسلامية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه في الفلسفة، تخصص مصارف إسلامية، كلية العلوم الإسلامية العالمية، جامعة العلوم الإسلامية، الأردن، 2015:
- هدفت هذه الدراسة إلى تبيان دور الشركات ذات الغرض الخاص في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، من خلال عمليات الاكتتاب والتداول وتسييل الأصول، مع إجراء دراسة استقصائية في عدد من المؤسسات المالية الإسلامية في مملكة البحرين، للتعرف على مدى إدراك العاملين في هذه المؤسسات لمفهوم الشركات ذات الغرض الخاص، وتمثلت أهم النتائج المتوصل إليها في:
- وجود أثر معنوي لمدى إدراك العاملين في المؤسسات المالية الإسلامية في البحرين لمفهوم الشركة ذات الغرض الخاص وأهميتها في إصدار الصكوك، وتشجيع الاستثمار وتنشيط الأسواق المالية؛
 - وجود أثر معنوي لإصدارات الشركات ذات الغرض الخاص على عملية الاكتتاب في الصكوك الاستثمارية وإصدارها بما يتوافق مع الضوابط الشرعية، لتكون أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية؛
 - وجود أثر معنوي لإصدارات الشركات ذات الغرض الخاص على عملية تداول الصكوك الاستثمارية، مما يساهم في توظيف الأموال وتشجيع صغار المستثمرين على توظيف مدخراتهم، الأمر الذي يؤثر في عملية العرض والطلب على الصكوك الإسلامية؛

- وجود أثر معنوي لإصدارات الشركات ذات الغرض الخاص على عملية تسهيل الأصول، مما سيكون له أثر واضح على حصول المستثمرين على السيولة اللازمة للتمويل المطلوب، باعتبار أن هذه الشركات عبارة عن هيئات تنظيمية تراقب وتدير عملية تسهيل الأصول؛
- وجود فروقات لدى العاملين في المؤسسات المالية فيما يتعلق بإدراكهم لمفهوم الشركات ذات الغرض الخاص، وترجع هذه الفروقات للاختلافات الموجودة بين العاملين فيما يتعلق بخبرتهم، ومؤهلهم العلمي وتخصصهم، في حين لم تظهر مثل هذه الفروق لاختلاف جنسهم، وأعمارهم ورتبهم الوظيفية.

④ - Mohammed Hariri Bakri, Ridwaan Ali and hafinar Ismail, **Empirical Analysis of Securitizing Government Staff Housing Loans in Malaysia**, In the international Islamic Business Conference, University Technology MARA, Malaysia, 2015:

هدف الباحثون في هذه الدراسة إلى قياس الأداء المالي لشركة Cagamas MBS خلال الفترة 2006-2010، باعتبار أن هذه الشركة تعد المصدر الرئيسي للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني في ماليزيا، وقد توصلت الدراسة إلى:

- تحتل شركة Cagamas MBS أهمية كبرى في السوق المالي الماليزي، نظرا لأدائها الجيد خلال الفترة 2006-2010؛
- شجعت شركة Cagamas MBS المؤسسات المالية على منح المزيد من القروض، وبالتالي تمكينها من تأمين مصادر تمويلية بتكلفة تنافسية، وفي نفس الوقت تقليل التفاوت في الاستحقاق بين قروض الرهن العقاري، وبالتالي زيادة مركز السيولة لأنشطة الإقراض والاقتراض في سوق الدين في ماليزيا؛
- قدرة شركة Cagamas MBS على توفير السيولة لسوق الرهن العقاري الثانوي في ماليزيا.

⑤ - Ridwaan Ali, Shafinar Ismail and Mohammed Hariri Bakri, **The study of residential mortgage backed securities during subprime mortgage: Malaysian experience**: Advanced Science Letters, Vol 21, N 5, American Scientific Publishers, USA, 2011:

هدف الباحثون من خلال هذا المقال إلى قياس الأداء المالي لشركة Cagamas خلال الفترة 2008-2012، باعتبارها المصدر الوحيد للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري التقليدية والإسلامية في سوق رأس المال الماليزي، وتمثلت أهم النتائج المتوصل إليها في:

- توفر الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني تمويلا للاستثمارات طويلة الأجل للمؤسسات المصرفية وشركات التأمين والصناديق الاستثمارية، لذلك تعد هذه الأوراق مصدرا هاما لقروض الإسكان للموظفين الحكوميين؛
 - تميز شركة Cagamas بأداء جيد خلال فترة الدراسة، نظرا لإصدارها سندات دين ذات جودة ائتمانية عالية.
- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:
- محاولة التركيز وتبيان دور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط الأسواق المالية التقليدية والإسلامية من خلال تقنيتي التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي؛
 - دراسة حالة الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في ماليزيا، وقياس مدى مساهمتها في تنشيط كل من سوق إصدارات سندات الشركات -باعتباره سوقا ماليا تقليديا- خلال الفترة 2004-2018، وسوق إصدارات صكوك الشركات -باعتباره سوقا ماليا إسلاميا- خلال الفترة 2005-2018.

خطة البحث:

- من أجل الإلمام ببحوثيات الموضوع، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول، هي:
- الفصل الأول: تضمن هذا الفصل مدخلا عاما للأسواق المالية، حيث قسّم إلى مبحثين، تضمن المبحث الأول مفاهيم عامة حول الأسواق المالية التقليدية، في حين تضمن المبحث الثاني مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الإسلامية.
 - الفصل الثاني: تمت في هذا الفصل دراسة الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في الأسواق المالية، وقسّم بدوره إلى مبحثين، تضمن المبحث الأول دراسة الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في صناعة التوريق، أما المبحث فخصص للتعرف على الشركات ذات الغرض الخاص من المنظور الإسلامي ودورها في صناعة التصكيك.
 - الفصل الثالث: خصص هذا الفصل لدراسة الجانب التطبيقي، وانبثق عنه ثلاث مباحث، المبحث الأول أعطيت فيه نظرة عامة حول السوق المالي الماليزي التقليدي والإسلامي، أما المبحث الثاني فتم فيه التعرض لصناعة التوريق والشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا، في حين تناول

المبحث الثالث تقدير نموذجين قياسييين للمقارنة بين دور الشركات ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط السوق المالي الماليزي التقليدي (سوق إصدارات سندات الشركات) والسوق المالي الماليزي الإسلامي (سوق إصدارات صكوك الشركات). في الأخير اختتم البحث بخاتمة عامة تضمنت نتائج الفصلين النظريين والفصل التطبيقي، بالإضافة إلى تقديم بعض الاقتراحات.

صعوبات البحث:

- من خلال إنجاز هذا البحث واجهتنا مجموعة من الصعوبات تتمثل في:
- ندرة المراجع التي تناولت جوانب موضوع البحث، نظرا لحدائته نسبيا، وتعقد جزئياته؛
- صعوبة البحث على البيانات المتعلقة بالدراسة.

الفصل الأول:

مدخل عام إلى الأسواق المالية

تمهيد:

تحظى الأسواق المالية باهتمام كبير ومتزايد في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، كونها تساهم في تطوير مختلف الأنشطة الاقتصادية وتحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئة المدخرات من أصحاب الفائض التمويلي وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الإنتاجية والقطاعات التي تعاني من عجز في السيولة.

إلى جانب الأسواق المالية التقليدية تزايد الاهتمام بإنشاء الأسواق المالية الإسلامية، هذه الأخيرة التي تقوم على مبدأ الالتزام الشرعي في كافة تعاملاتها المالية، وتهدف إلى تحقيق بيئة استثمارية تتميز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة، لتوفير فرص استثمارية هامة في الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي تجمع ما بين الانضباط الشرعي والكفاءة الاقتصادية.

ولإعطاء نظرة عامة حول الأسواق المالية بشقيها التقليدية والإسلامية، سوف يتم في هذا الفصل

دراسة المبحثين التاليين:

- المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية؛

- المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

يعد السوق المالي قناة تمويلية هامة لمختلف الأنشطة الاقتصادية، نظرا لأهميته الكبيرة في مواجهة الطلب التمويلي اللازم لإقامة المشروعات وتحقيق التنمية الاقتصادية. وللتعرف على السوق المالي، قسّم المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية؛**
- **المطلب الثاني: أقسام السوق المالي والمشاركين فيه؛**
- **المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.**

المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

يعتبر السوق المالي* عامل جذب للعديد من المستثمرين والمدخرين، يتم من خلاله توفير التمويل اللازم للاقتصاد، حيث نشأ وتطور بتطور النشاط الاقتصادي والمالي للدول، ويتم التعرف على السوق المالي، قسّم المطلب إلى الفروع التالية:

- **الفرع الأول: تعريف السوق المالي والشروط الأساسية لتكوينه؛**
- **الفرع الثاني: أركان ووظائف السوق المالي.**

الفرع الأول: تعريف السوق المالي والشروط الأساسية لتكوينه

لقد تطورت الأسواق المالية إلى أسواق منظمة واسعة، تتداول فيها كميات هائلة من الثروات حسب الأسواق المخصصة لها. وللتعرف على هذا السوق وشروط تكوينه، سيتم تناول النقاط التالية:

أولاً: تعريف السوق المالي:

تعددت تعريفات السوق المالي حسب وجهات نظر مختلف الاقتصاديين، ومن بين هذه التعاريف أختير ما يلي:

* المقصود بالسوق المالي التقليدي الذي يتم التعامل فيه دون الأخذ بعين الاعتبار الضوابط الشرعية، في حين سيتم استعمال مصطلح السوق المالي الإسلامي للدلالة على السوق الذي يتم التعامل فيه وفق ضوابط الاقتصاد الإسلامي.

- هو المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها من أجل تلبية أحدهما لاحتياجات الآخر، مع مراعاة شروط معينة لتحقيق التنمية الاقتصادية والتنمية الاجتماعية.¹
- هو السوق الذي يسمح للأعوان الاقتصاديين أصحاب العجز التمويلي (الشركات الصناعية والتجارية، مؤسسات الائتمان وغيرها) بالحصول على التمويل من الأعوان الاقتصاديين أصحاب الفائض التمويلي (المستثمرين من الأفراد والشركات).²
- ويعرّف الأستاذان Xavier Bradley و Christian Descamps السوق المالي، بالمعنى الضيق وبالمعنى الواسع، كما يلي:³
- بالمعنى الضيق: السوق المالي هو سوق الأصول المالية المتداولة التي يتحدّد سعرها في بورصة القيم المنقولة؛
- بالمعنى الواسع: هو سوق جميع الأصول المالية، والتي تشمل أيضا الموجودات النقدية والودائع والأوراق المالية قصيرة وطويلة الأجل كسندات الخزينة والسندات والأسهم.
- يعتبر السوق المالي بمثابة نظام صناعي (industrial system) لجمع وتحويل وتخصيص الموارد المالية، فمن الضروري أن يؤدي دوره بفعالية، بمعنى أن يكون عمله قليل التكاليف، وأن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه تكون قريبة جدا من قيمتها الحقيقية.⁴
- كما يعرف بأنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترتها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعّالة بين المتعاملين في السوق، مما يجعل الأسعار السائدة في لحظة زمنية موحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.⁵

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

¹ يوسف مسعدوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2015، ص 215.

² Dov Ogien, **Pratique des marchés financiers**, Dunod, Paris, France, 3^{ème} édition, 2010, p 175.

³ Xavier Bradley et Christian Descamps, **Monnaie, banque, financement**, Dalloz, Paris, France, 2005, p1.

⁴ Bertrand Jacquillat et autres, **Marchés financiers «Gestion de portefeuille et des risques»**, Dunod, Paris, France, 6^{ème} édition, 2014, p8.

⁵ فطوم جوحو، السياسات الاقتصادية والسوق المالي- سياسات تفعيل السوق المالي- السوق المالي السعودي نموذجا، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 12.

• اختلاف التعاريف من اقتصادي إلى آخر، فقد ركّز التعريفين الأول والثاني على تعريف السوق المالي باعتباره سوقاً شاملاً لجميع الأسواق المالية (السوق النقدي وسوق رأس المال طويل الأجل) كأداة تجمع بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي، لتسوية احتياجاتهما التمويلية؛

⇐ ركز التعريف الثالث على التفرقة بين التعريف الضيق الذي يضم من خلاله السوق المالي سوق رأس المال طويل الأجل فقط أو سوق الأوراق المالية، والتعريف الواسع الذي يشمل من خلاله السوق المالي جميع أنواع الأسواق المالية شأنه شأن التعريف الأول والثاني، لهذا يستعمل العديد من الاقتصاديين مصطلحي السوق المالي وسوق رأس المال طويل الأجل على سبيل الترادف حسب التعريف بالمعنى الضيق.*

⇐ حصر التعريف الرابع والخامس تعريف السوق المالي في سوق رأس المال طويل الأجل، الذي يختص بتداول الأوراق المالية، وباعتباره السوق الذي يؤدي إلى تحقيق السعر العادل. انطلاقاً مما سبق، يمكن تعريف السوق المالي بأنه:

الإطار التنظيمي الذي يسمح لأصحاب العجز التمويلي وأصحاب الفائض التمويلي بشراء وبيع الأوراق المالية بمختلف أجالها، بغرض تحقيق أهداف معينة.

ثانياً: الشروط الأساسية لتكوين السوق المالي:

يتطلب إنشاء سوق مالي فعال توفر مجموعة من الشروط في أي اقتصاد، كوجود إطار قانوني وتشريعي ملائم ومؤسسات مناسبة، وشروط أخرى يمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹

- اعتماد آليات السوق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي في مجال توزيع الموارد في مجال تطبيق الأنظمة التشريعية، بحيث تكون السياسة النقدية والمالية للدولة في هذا الاتجاه أيضاً؛

- توفر بيوت الخبرة والوسطاء الماليين القادرين على القيام بعمليات التحليل المالي والتحليل الاقتصادي، وتزويد المتعاملين بالبنشرات والأخبار المطلوبة في الوقت المناسب. ومن شروط تكوين السوق المالي كذلك:²

* يعتبر عدد من الاقتصاديين أن السوق المالي بالمعنى الضيق هو سوق رأس المال طويل الأجل أو سوق الأوراق المالية، وهو ما سيتم اعتماده في هذه الرسالة؛ أي أن المقصود بمصطلح السوق المالي هو سوق رأس المال طويل الأجل.

¹ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، صص 39-40 .

² راجع: - حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 17.

- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،

2010، ص ص 26-28.

- وجود مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتطورة، قادرة على القيام بدور الوسيط المالي، وتجميع المدخرات وتوزيع المخاطر وتقليلها، هذا بجانب قيامها بدورها الأساسي ألا وهو الصيرفة؛
- وجود أدوات استثمارية متنوعة، تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين، بشكل يزيد من عمق واتساع السوق؛
- وجود حجم كافي من الادخار القابل للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة؛
- توفر حد أدنى من الاستقرار السياسي؛
- وضع الأنظمة والقوانين التي تنظم عمل السوق المالي؛
- وضع تشريعات وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، مما يعزز من ثقة المستثمرين في نظام السوق وهيئاته؛
- توفر أنظمة كفءة للإفصاح المالي والمعلومات وذات تكنولوجيا قادرة على معالجة المعلومات بسرعة ودقة وموثوقية، لضمان الشفافية؛
- توفر نظم اتصال فعالة ومتطورة بين المتعاملين في السوق.

الفرع الثاني: أركان ووظائف السوق المالي

يؤدي السوق المالي عدة وظائف تفسر أهميته الاقتصادية، والتي يتمكن من خلالها النظام المالي من القيام بالتخصيص الكفء للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها، الأمر الذي يتطلب توفر عدة أركان يقوم عليها السوق المالي، والتي يتم توضيحها فيما يلي:

أولاً: الأركان الرئيسية للسوق المالي:

- يقوم السوق المالي على أركان عديدة تتمثل في:¹
- **الوحدات الإنتاجية:** وتتمثل في الوحدات المنتجة للسلع والخدمات التي عادة ما تدخل إلى السوق المالي للحصول على التمويل أكثر من دخولها إلى السوق بوصفها مصدراً للادخار؛
- **الوحدات الاستهلاكية:** تعد الوحدات الاستهلاكية مصدراً هاماً من مصادر الادخار من جهة، ومقترضاً للأموال لغرض الاستهلاك من جهة أخرى؛
- **الوسطاء الماليون:** وهم المؤسسات التي تقوم بعملية الوساطة المالية بين المقرضين والمقترضين، فنتيجة للتطورات التي عرفت الأسواق المالية تغيرت طبيعة هذه المؤسسات المالية وتعددت تصنيفاتها، حيث يمكن تصنيف المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة المالية إلى مؤسسات عدة هي: المؤسسات الإيداعية والمؤسسات الاستثمارية والمؤسسات التعاقدية ومؤسسات السوق النقدية؛

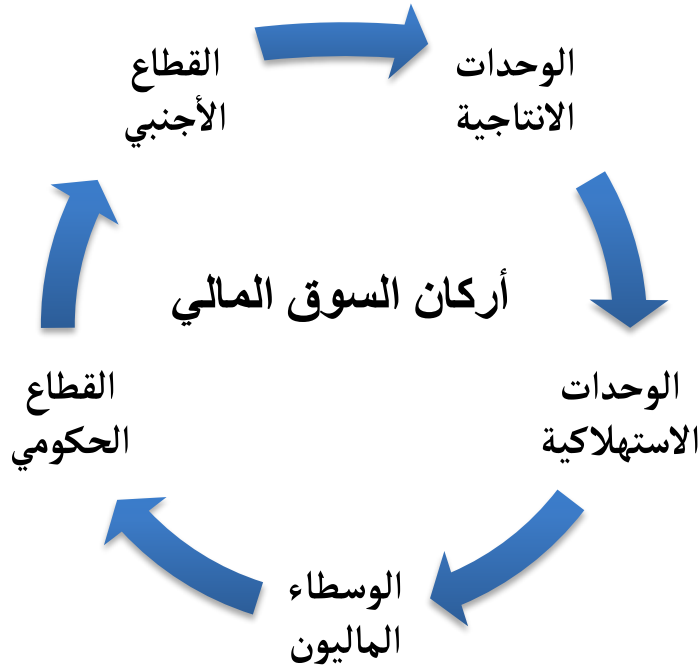
¹ حيدر عباس عبد الله الجنابي، مرجع سابق، ص ص 18-22.

- **القطاع الحكومي:** يساهم القطاع الحكومي في تنشيط الأسواق المالية عن طريق الإقراض والاقتراض من الأعوان الاقتصاديين، وتعتمد هذه المساهمة على العلاقة بين إيرادات الدولة ونفقاتها، والمتمثلة في الميزانية العامة، فإذا كانت الإيرادات أكبر من النفقات يحدث فائض في الميزانية العامة، وتعد الحكومة في هذه الحالة ضمن الوحدات الاقتصادية المقرضة، أما إذا فاقت النفقات الإيرادات العامة فيحدث عجز في الميزانية، وتعد الحكومة في هذه الحالة وحدة اقتصادية مقرضة، وهو ما يدفع الحكومة إلى إصدار أدوات مالية في الأسواق المالية بهدف تمويل العجز الحاصل في الميزانية العامة؛

- **القطاع الأجنبي:** يرتبط دور القطاع الأجنبي في الأسواق المالية ارتباطاً مباشراً بوضع ميزان المدفوعات الخارجي الذي يعكس صورة المدفوعات المستحقة على البلد لصالح البلدان الأخرى، حيث يأخذ القطاع الأجنبي دور المقرض في السوق المالي في حالة عجز ميزان المدفوعات، ودور المقرض في حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات.

وتعمل هذه الوحدات مجتمعة من أجل سد حاجاتها التمويلية أو منح التمويل إذا كانت من أصحاب الفوائض التمويلية، أو العمل كوسيط لضمان تدفق التمويل. ويمكن تمثيل أركان السوق المالي في الشكل الموالي.

الشكل رقم 1: أركان السوق المالي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- حيدر عباس عبد الله الجنابي، حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص 18-22.

ثانياً: وظائف السوق المالي:

- يؤدي السوق المالي وظائف متعددة في الاقتصاد، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹
 - تحديد السعر، حيث يتيح السوق المالي للبايعين والمشتريين إمكانية التفاوض لتحديد سعر الأصل المالي؛
 - إضفاء صفة السيولة والمرونة للأوراق المالية؛
 - تخفيض تكلفة الحصول على المعلومات المالية؛
 - توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات؛
 - تخفيف الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة، من خلال إيجاد مصادر تمويلية بديلة؛
 - المساعدة على التخصيص الكفء للموارد المالية.
- كما يقوم السوق المالي بوظائف أخرى تتمثل في:²

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص ص 25-26.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 42.

- المساعدة في تنفيذ السياسة النقدية للدولة، من خلال تدخل البنك المركزي في السوق للتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية؛
- جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة، مستفيدين في ذلك من مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح واستخدام تقنيات البيانات وتكنولوجيا المعلومات؛
- توفير الحماية للمستثمرين من مخاطر الاستثمارات الوهمية، من خلال تحديد شروط إدراج أسهم الشركات، ومراقبة عمليات تداول الأوراق المالية وإيجاد أدوات للتحوط ضد المخاطر.

المطلب الثاني: أقسام السوق المالي والمشاركين فيه

ينقسم السوق المالي إلى عدة أقسام حسب المعيار المتخذ في التقسيم، كما يشارك فيه عدد من الفاعلين لضمان آلية عمله، وللتعرف على أقسام السوق المالي والمشاركين فيه، قسم المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: أقسام السوق المالي؛
- الفرع الثاني: المشاركون في السوق المالي.

الفرع الأول: أقسام السوق المالي

يمكن تقسيم السوق المالي وفقا لعدة معايير، من أهمها معيار الآجال، حيث ينقسم - السوق المالي- حسب هذا الأخير إلى سوق رأس المال قصير الأجل أو السوق النقدي، وسوق رأس المال طويل الأجل. وللتعرف أكثر على هذين السوقين، سيتم تناول الآتي:

أولاً: السوق النقدي:

يعد السوق النقدي أو سوق رأس المال قصير الأجل قسما مهما من أقسام السوق المالي، حيث يساهم في تأمين السيولة للنظام المالي، ويمكن البنك المركزي من ممارسة الرقابة على الوضعية الائتمانية في البلاد.

1- تعريف وخصائص السوق النقدي:

يمكن تعريف السوق النقدي على النحو التالي:

- هو السوق الذي يمكن الشركات من اقتراض الأموال على المدى القصير لتمويل عملياتها الحالية.¹

¹Jeff Madura, **Financial markets and institution**, Cengage Learning, 9^{ème} edition, New York ,USA, 2010, p 5.

- هو الإطار الذي يتيح الفرصة لأصحاب العجز النقدي للتفاوض مع أصحاب الفوائض النقدية للحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتهم القصيرة الأجل، حيث تمثل الفئة الأولى المستثمرين في الأوراق المالية في حين تمثل الفئة الثانية مصدريها.¹
- هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الدين القصيرة الأجل التي تستحق في مدة تقل عن سنة واحدة.²

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السوق النقدي هو:

الإطار الذي يتم فيه عرض وطلب الأوراق المالية القصيرة الأجل التي لا تتجاوز فترات استحقاقها السنة الواحدة.

انطلاقاً مما سبق يتضح أنّ السوق النقدي يتميز بجملة من الخصائص، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:³

- يتداول في السوق النقدي أدوات مالية قصيرة الأجل، تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام؛
- يتميز السوق النقدي بسيولته العالية نسبياً، وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيه إلى نقود؛
- يتميز السوق النقدي بقلّة المخاطر-مقارنة بالسوق المالي الذي يتم فيه التعامل بالأدوات طويلة الأجل- نظراً لارتفاع سيولته وتعامله بالأدوات المالية قصيرة الأجل؛
- أغلبية الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي قابلة للخصم، لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة.

2- أهمية السوق النقدي:

يمكن إيضاح أهمية السوق النقدي على المستويات التالية:

- توفير وتأمين السيولة للنظام المصرفي؛
- يسهل للبنوك المركزية عملية الرقابة، وذلك من خلال التأثير على كمية ومصادر الأموال السائلة، عن طريق التدخل في السوق بعرض وطلب الأصول المالية وفقاً للسياسة التي يضعها البنك وينفذها،

¹ Sunil Parameswara, **Fundamentals of financial instruments**, John Wiley And Sons, New York, USA, 2011, p 228.

² Frederic Mishkin, **The economics of money: banking and financial markets**, Princeton University Press, London, Great Britain, 2010, p 29.

³ هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص ص133-134.

مما يتيح له تخطيط السياسات النقدية للبلاد، إذ يتمكن البنك المركزي من خلال السوق النقدي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وبالتالي التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي بدورها تؤدي دورا هاما في السوق المالي؛¹

- توفير سيولة مرتفعة للأوراق المالية قصيرة الأجل، وهو ما يؤدي إلى خفض تكلفة التمويل القصير الأجل، وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة للمشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها ورفع طاقتها الإنتاجية، الأمر الذي يؤدي إلى الانتعاش والازدهار الاقتصادي.²

وتزداد أهمية السوق النقدي كلما زاد تطوره واتساعه، والذي يتوقف على تنوع الأصول المتداولة فيه، ومدى توافره على القدر الملائم لسد حاجيات التعامل، ويتوقف نشاط السوق على مدى سهولة تحويل تلك الأصول إلى نقد، وعموما تتصف الدول النامية بقصور سوقها النقدي، بسبب ضيق نطاق التعامل فيه، وقلة الأدوات المتداولة فيه، على عكس الدول المتقدمة التي تتميز بتطور سوقها النقدي وكثرة الأدوات المتداولة فيه والتعاملات التي تجر فيه.

3- أقسام السوق النقدي:

ينقسم السوق النقدي إلى قسمين أساسيين هما:

• **السوق ما بين البنوك:** ويعرف بالسوق النقدي الضيق، وهو سوق مخصص للبنوك والمؤسسات المالية، هدفه الأساسي إحداث التوازن اليومي لميزانية البنوك والمؤسسات المالية، حيث يسمح هذا السوق للبنوك ذات العجز التمويلي من الحصول على السيولة اللازمة، في حين تقوم البنوك ذات الفائض التمويلي بتوظيف فوائضها المالية لأجل قصير.³

• **سوق القيم المتداولة:** ويعرف بالسوق الموسع، وهو سوق مفتوح لجميع المتعاملين الاقتصاديين، حيث يشمل هذا السوق نشاط مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية، أما الأدوات المتداولة فيه فتتمثل في مجموعة الأوراق التجارية والمالية ذات الأجل القصير والمتوسط، ويتكون قوامها الأساسي من الأفراد والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح

¹عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 143.

²محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الإطار النظري والتطبيقات العملية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 199.

³ Christian Zambotto, *Gestion financière «finance de marché»*, Dunod, Paris, France, 3^{ème} édition, 2002, p8.

الاثتمان قصير ومتوسط الأجل، وذلك خلال آجال تتراوح ما بين أسبوع واحد وسنوات محددة حسب التشريع المعمول به في النظام المصرفي لكل بلد.¹

ثانياً: سوق رأس المال:

يعد سوق رأس المال أو سوق رأس المال طويل الأجل القسم الثاني من أقسام السوق المالي، يقوم بدور هام في المجال الاقتصادي، إذ يعدّ أحد القنوات الرئيسية المهمة التي تتدفق فيها الأموال من الأعوان الذين لديهم فائض إلى الأعوان الذين يعانون من العجز، وللتعرّف على هذا السوق سيتم تناول النقاط التالية:

1- تعريف وخصائص سوق رأس المال:

يمكن تعريف سوق رأس المال على النحو التالي:

• هو السوق الذي يتم فيه إصدار وتداول أدوات الملكية والمديونية التي تستحق خلال سنة واحدة أو أكثر.²

• هو سوق يتم فيه تداول أدوات تمويل ذات استحقاقات طويلة الأمد، التي تزيد مدتها عن السنة، ومن أهم هذه الأدوات السندات والأسهم والأوراق المالية الأخرى.³

• هو المكان الذي يتم فيه إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل.⁴

وعليه يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه:

المكان الذي ينحصر التعامل فيه على الأدوات المالية طويلة الأجل التي تستحق خلال فترة زمنية تزيد عن سنة.

ويتميز سوق رأس المال بخصائص، تتمثل أهمها في:⁵

- تداول في سوق رأس المال الأوراق المالية طويلة الأجل؛

¹ حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، دار إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2009، ص 178.

² Frederic S. Mishkin, *The economics of money, banking, and financial markets*, Pearson Education, New York, USA, 2004, p 27

³ قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار وأثرها على الأسواق المالية- البورصات-، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006، ص 217.

⁴ محمود يونس وكمال أمين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، قسم الاقتصاد كلية التجارة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 92.

⁵ وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 32.

- يعتبر سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى، كون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين؛
- يكون الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة، بسبب طول أجل استحقاق الأدوات المالية المتداولة فيه؛
- ارتفاع عوائد الاستثمار في سوق رأس المال مقارنة بعوائد الاستثمار في الأسواق الأخرى؛
- توفر سوق ثانوي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المختلفة، من شأنه تنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.

2- أهمية سوق رأس المال:

- يؤدي سوق رأس المال دوراً هاماً خاصة في الاقتصاديات المعاصرة، لذلك فهو يحظى بأهمية، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹
- تمكين المدخرين من الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة، ونشر السلوك الاستثماري، ويزداد الوعي بأهمية النشاط الاستثماري، من خلال قنوات الإعلام المختلفة وشبكات الاتصال ومختلف البحوث العلمية، وكلما زاد الوعي الاستثماري وتوفر المناخ المناسب للاستثمار، زادت أهمية سوق رأس المال في مجال جذب الأفراد والشركات؛
- يساعد وجود سوق رأس مال كفاء على تجنب الآثار التضخمية، من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقود؛
- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين، ويتم ذلك عندما يؤدي سوق رأس المال دوراً مهماً في الرفع من عوائد المدخرات؛
- يعمل سوق رأس المال على تسهيل عملية تبادل الأصول المالية بين مختلف الأعوان الاقتصاديين، وذلك بتوفير السيولة وربط الأطراف الدائنة ذات الفوائض المالية بالأطراف المدينة ذات العجز المالي؛
- توفير التمويل بتكلفة مناسبة مقارنة بالاقتراض الخارجي؛
- تقديم النصيحة للشركات، حيث يمكن سوق رأس المال من خلال إدارته ومكاتبه المتخصصة وخبرائه خاصة الوسطاء الماليين، من تقديم النصيحة للشركات المصدرة للأدوات المالية، وتحديد أحسن الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات، بالإضافة إلى تسويق وترويج مختلف الأدوات.

¹ راجع: - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 146.

- هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص 84-86.

3- أقسام سوق رأس المال:

ينقسم سوق رأس المال حسب معيار توقيت الإصدار إلى سوقين هما:¹

✓ **السوق الأولي أو سوق الإصدار:** ويتم فيه التعامل بالأوراق المالية المصدرة للمرة الأولى سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها، ويتم في هذا السوق إصدار أوراق مالية جديدة لم تكن متداولة من قبل؛

✓ **السوق الثانوي أو سوق التداول:** وهو سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي، وتتمثل الوظائف الأساسية لهذا السوق في تنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير السيولة.

وينقسم السوق الثانوي بدوره إلى سوق منظم وسوق غير منظم، حيث:

⇐ **السوق المنظم:** وهو سوق لتداول الأوراق المالية، يحكم المتعاملين فيه تشريعات ولوائح معينة، تقوم على إدارته هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه اللوائح والتشريعات؛²

⇐ **السوق غير المنظم:** وهو سوق مختص بتداول الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم وغير المسجلة فيه، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذا السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للسوق المنظم، ويتحدد سعر الورقة المالية فيه طبقاً للتفاوض، ويتم التعامل فيه من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة، التجار والمستثمرين، فمن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر اختيار أفضل الأسعار.³ وينقسم السوق غير المنظم بدوره إلى قسمين:

☒ **السوق الثالث:** هو جزء من السوق غير المنظم، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظم الذين لهم حق في تداول الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، والذين يكونون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأعداد كبيرة أو صغيرة، أما المتعاملين في هذا السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى كصناديق المعاشات؛⁴

☒ **السوق الرابع:** يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وأصحاب الفوائض المالية الكبيرة الذين يتعاملون فيما بينهم من خلال شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، بهدف الحد من العمولات

¹ عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2015، ص 110.

² علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 18.

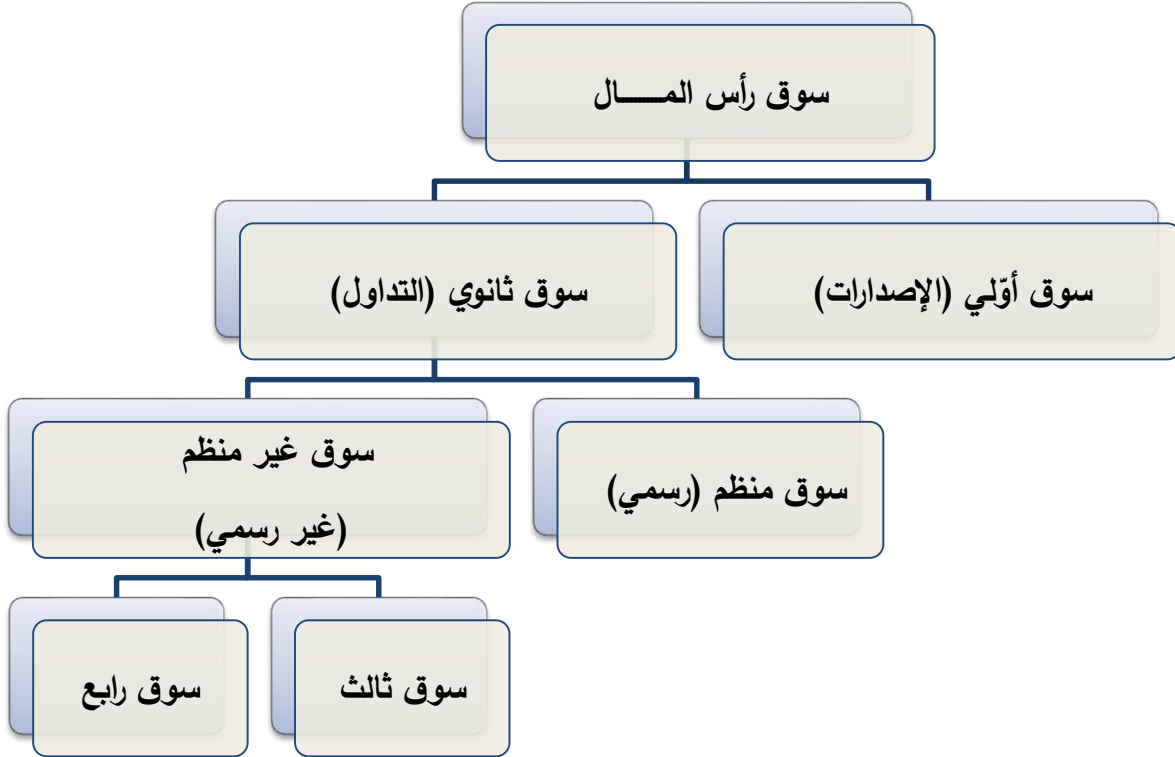
³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة-، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 22.

⁴ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الريا لل نشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص 186-187.

التي يدفعونها للسماسرة، ويتملقاء البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل على إتمام الصفقة مستعينا في ذلك بشبكة الانترنت، حيث يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، مما يجعله بعيدا عن أي مخاطر يتعرض لها.¹

يمكن تمثيل أقسام سوق رأس المال في الشكل الموالي.

الشكل رقم 2: أقسام سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على :

- عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات، الدارالجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2015، ص 110.
- علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإحصاء العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 18.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة-، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 22.

كما يمكن تلخيص مختلف الفروقات بين السوق الأولي والسوق الثانوي في الجدول الموالي.

¹ علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص 115-116.

الجدول رقم 1: أهم الفروقات بين السوق الأولي والسوق الثانوي

السوق الثانوي	السوق الأولي	معايير التفرقة
- تداول (شراء وبيع) الأوراق المالية	- إصدار الأوراق المالية	الوظيفة
- الجمهور والمؤسسات المالية المتخصصة	- المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المتخصصة	المتعاملون
- توظيف الادخار وتداول أدوات المحفظة المالية	- توظيف الادخار	أهميتها بالنسبة للمستثمر
- سوق الإصدارات القديمة	- سوق الإصدارات الجديدة	طبيعة الإصدارات
- البنوك، المؤسسات المالية المتخصصة والوسطاء	- الدولة (الخزينة العمومية)، البنوك، صناديق الادخار وغيرها	المؤسسات المختصة في جمع الأموال

المصدر: محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية- سلسلة التعريف بالبورصة-، دارهومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2002، ص 63.

الفرع الثاني: المشاركون في السوق المالي

يتدخل في السوق المالي مجموعة من المشاركين والفاعلين لضمان حسن سيره وإتمام الصفقات المبرمة فيه، يتمثل أهم هؤلاء المشاركين في:¹

أولاً: البنوك المركزية:

تتمثل أهم وظائف البنوك المركزية في إصدار النقود اللازمة لتسيير السوق النقدي، والتدخل فيه، سواء كان ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، عن طريق ما يسمى بالسياسة النقدية، ويتمثل دور البنوك المركزية في السوق المالي في:

- توجيه السياسة النقدية؛
- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها؛

¹ مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني- دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص ص 33-35.

- مراقبة عملية بيع وشراء العملات الأجنبية؛
- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء سندات الخزينة؛
- إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

ثانياً: المؤسسات المالية:

وهي المؤسسات التي تعمل داخل سوق رأس المال والسوق النقدي، وتحاول الوصول إلى درجة عالية من السيولة، وذلك لتأمين نفسها لتسديد التزاماتها، مع مراعاة الحصول على أعلى مردود ممكن لمجموع استثماراتها، وعليه فهي المؤسسات التي تقوم بالوساطة المالية وتقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية، ولهذه المؤسسات مصادر تمويل كالودائع التي تشمل شهادات الإيداع والتوفير، وكذلك رأس المال المدفوع والاحتياطيات والعمولات التي تحققها، ويكمن دورها في السوق المالي في:

- تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها؛
- خلق الفرص الاستثمارية؛
- الجمع بين العرض والطلب في عمليات السوق المالي.

رابعاً: المؤسسات والأفراد:

يعتبر الأفراد والمؤسسات من بين المتدخلين في الأسواق المالية، حيث أنهم يتدخلون في السوق بطريقة مباشرة أو بطريقة غير مباشرة عن طريق السماسرة والوسطاء. ويتدخل الأفراد والمؤسسات في السوق المالي لعدة أسباب منها:

- أسباب اضطرارية: التعامل لأجل لمواجهة أي طوارئ وأحداث غير متوقعة؛
- أسباب استثمارية: التدخل لتحقيق أعلى مردود يمكن الحصول عليه نتيجة تغير أسعار الأدوات المالية.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

يمكن تقسيم أدوات السوق المالي إلى قسمين رئيسيين هما: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي، والأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال. وللتعرف على هذه الأدوات، قسم المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي؛
- الفرع الثاني: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال؛
- الفرع الثالث: أدوات الدين المتداولة في سوق رأس المال؛
- الفرع الرابع: المشتقات المالية كأدوات مستحدثة متداولة في سوق رأس المال.

الفرع الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي

إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، توجد العديد من الأدوات المالية قصيرة ومتوسطة الأجل التي يتم تداولها في السوق النقدي، تتمثل أهمها في:¹

أولاً: شهادات الإيداع:

تعتبر شهادات الإيداع إحدى الأدوات الاستثمارية الهامة التي يتم تداولها في سوق النقد، وهي أدوات دين تمنح حاملها حقاً مقابل وديعة بنكية مودعة لأجل محدد، كما تقوم البنوك التجارية بإصدار هذه الشهادات بقيم اسمية مختلفة ولأجل زمنية متفاوتة حسب مدة الوديعة التي غالباً ما تحدد بأقل من سنة، وقد ظهرت شهادات الإيداع المصرفية نتيجة التقلبات في أسعار الصرف، والاضطرابات في السوق النقدي والمالي وتراجع فرص الاستثمار المحلي؛

والجدير بالذكر أن تداول شهادات الإيداع يتم في السوق الثانوي للأوراق المالية وفق الأسس المتبعة في التعامل بالسندات، فشهادة الإيداع تماثل السند على أساس العائد وليس على أساس الخصم كما هو الحال بالنسبة لمعظم الأدوات النقدية.

وتتميز شهادات الإيداع بجملة من الخصائص التي تميزها عن باقي الأدوات المالية الأخرى، تتمثل في:²

- الضمان: الالتزام المالي المباشر على البنك المصدر لها لكل من القيمة الاسمية والفوائد المستحقة؛
- السرية: فهي لا تصدر اسمياً وإنما تصدر عادة لحاملها، الأمر الذي يعطي نوعاً من السرية الكاملة للمستثمر؛
- السيولة: والتي يتم تداولها بحرية وبيعها قبل تاريخ استحقاقها في السوق الثانوي، وذلك حسب سعر الفائدة السائد؛

¹ حسني علي خربوش وعبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية - مفاهيم وتطبيقات -، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 44.

² سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص 197.

- المرونة: تتجلى المرونة في مجال إصدار شهادات الإيداع، بحيث يكون موعد الاستحقاق مناسباً لكل من المقرض والمصدر؛
- تسليم الشهادة بشكل مباشر للبنك المصدر وفي الوقت المناسب، أو يتم تسليم الشهادة مباشرة للمستثمر أو الاحتفاظ بها بدون أي مصاريف احتفاظ، الأمر الذي يعطيها نوعاً من الأمان؛
- تنوع الإصدارات بناء على طلب العميل أو بشكل إصدارات معلنة دورية.

ثانياً: القبولات المصرفية:

هي سحبات بنكية يستخدمها المستوردون المحليون لاستيراد بضاعة أجنبية على الحساب، فالقبول المصرفي عبارة عن حوالة مصرفية مضمونة السداد من قبل البنك التجاري الذي تتعامل معه الشركة، حيث يتولى البنك الضامن دفع قيمة الحوالة في حالة عدم تمكن الشركة من دفع قيمتها، وتعدّ القبولات المصرفية كشهادات الإيداع المصرفية أداة استثمارية هامة في السوق النقدي، كونها أدوات قصيرة الأجل، مما يوفر لها عنصر السيولة، كما أنها أدوات قابلة للخصم لدى البنك المركزي مما يوفر لها نوعاً من الأمان.¹

ثالثاً: الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن سندات تعهد غير مضمونة من قبل المصدر الذي يتعهد بدفع مبلغ محدد وفي تاريخ محدد للمشتري، وفي هذه الحالة يكون الضمان الوحيد هو قدرة المقرض الإيرادية والثقة الائتمانية فيه، أو هي تلك الأدوات التي تصدر عن مؤسسات مالية تتمتع بمراكز ائتمانية قوية، وتصدر لآجال قصيرة في السوق النقدي، وتعتبر من أقدم أدوات الاستثمار قصيرة الأجل، لكنها تختلف عن باقي أدوات الاستثمار قصيرة الأجل كونها غير مضمونة، وهو ما يرفع درجة المخاطرة المرافقة للاستثمار فيها، وطالما أن المخاطرة عالية، فإن العائد المتوقع منها يكون مرتفعاً أيضاً، وعائد الأوراق التجارية عادة يكون أعلى من العائد المحقق على الاستثمار في سندات الخزينة ولكنه يتساوى تقريباً مع العائد المحقق في حالة الاستثمار في شهادات الإيداع المصرفية.²

وتتميز الأوراق التجارية بمجموعة من الخصائص هي:³

- الأوراق التجارية لا تكون مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، إذ أن الضامن الأساسي للمتعاملين في هذه الأوراق هو سمعة الشركة ومكانتها؛

¹ محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 228.

² حسني علي خربوش وعبد المعطي رضا أرشد، مرجع سابق، ص 49-50.

³ حيدر عباس عبد الله الجنابي، مرجع سابق، ص 26-27.

- التزام البنوك التجارية بدفع قيمة هذه الأوراق يجعل مخاطر الاستثمار فيها محدودة جداً؛
- تساهم الأوراق التجارية بطبيعتها التجارية المتميزة في خلق سوق ثانوي لها.

رابعاً: أذونات الخزينة:

هي أوراق مالية تصدرها الحكومة لفترات قصيرة الأجل تتراوح بين ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر على الأكثر، وتلجأ إليها في الحالات التي يظهر فيها العجز النقدي في الميزانية نتيجة لعدة أسباب، كتأخر الحصول على الإيرادات أو لتغطية نفقات معينة.¹

ويمكن تلخيص خصائص أذونات الخزينة في النقاط التالية:²

- وجود إعفاءات ضريبية، وكلما كانت هذه الإعفاءات مرتفعة ازداد توجه المستثمرين نحو هذه الأدوات؛

- تتسم أذونات الخزينة بقصر فترات استحقاقها، وبضمانها الرسمي من قبل الحكومة؛

- كثرة عدد المتعاملين في هذه الأداة المالية يؤدي إلى زيادة المنافسة في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق السعر العادل؛

- سرعة تداولها وانخفاض تكاليف التداول؛

- يتم إصدار أذونات الخزينة لحاملها مما يجعلها مرنة في مجال التعامل السوقي؛

يوجد نوعان رئيسيان من أذونات الخزينة هما:

◀ سلاسل منظمة من الأذونات تصدر أسبوعياً أو شهرياً في مزادات تنافسية ولفترة 3 أشهر (13 أسبوعاً) وستة أشهر (26 أسبوعاً) وسنة (52 أسبوعاً)، وكل مجموعة جديدة لثلاثة أو ستة أشهر تباع أسبوعياً بالمزاد، ولسنة تباع مرة كل شهر؛

◀ سلاسل غير منظمة للأذونات، تصدر كلما احتاجت الخزينة العمومية إلى سيولة.

خامساً: اتفاقيات إعادة الشراء:

تعتبر اتفاقيات إعادة الشراء أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء الأوراق المالية وبيعها لتمويل مخزون إضافي من الأوراق المالية السهلة البيع، وذلك لليلة

¹ حسني علي خربوش وعبد المعطي رضا أرشد، مرجع سابق، ص 50.

² هوشيار معروف كاكّا مولا، مرجع سابق، ص 136-137.

واحدة أو لعدة أيام، وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموال فائضة لديهم.¹

الفرع الثاني: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال

هناك العديد من الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال، من بينها أدوات الملكية التي تشمل الأسهم بأنواعها المختلفة. وللتعرف على المفاهيم العامة المتعلقة بالأسهم، سيتم تناول ما يلي:

أولاً: تعريف وخصائص الأسهم:

يمكن تعريف السهم على النحو التالي:

- هو أحد أنواع القيم المتداولة التي تسمح للمشروعات الخاصة التي تمارس نشاطها من خلال شركة مساهمة بالحصول على المدخرات المالية عبر المشاركة برأسمالها.²
- هو جزء من رأس مال الشركة المساهمة، وهو يمثل حق المساهم مقدراً بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في ربح الشركة أو خسارتها.³
- هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي الحق للمساهم لتمثيل حصته في رأس مال الشركة.⁴

وعليه يمكن تعريف السهم بأنه:

أداة ملكية طويلة الأجل تمكّن حاملها من الحصول على جزء من رأس مال الشركة المصدرة لها، وتسمح له بالتمتع بمجموعة من الحقوق.

وتتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص يمكن تلخيصها في النقاط التالية:⁵

- السهم ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في الشركة؛

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال - الأوراق المالية وصناديق الاستثمار -، دار المعرفة الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 15.

² وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية - قضايا نقدية ومالية -، دار المنهل البناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2003، ص 87.

³ قيسر عبد الكريم الهيتي، مرجع سابق، ص 219.

⁴ وليد صافي وأنس بكري، مرجع سابق، ص 121.

⁵ عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية - دراسة تحليلية -، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 84.

- السهم قابل للتداول في سوق رأس المال؛
- يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد يتمثل في ربح السهم أو الحصة، وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة خسارة الشركة؛
- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير، وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها الشركة وبالأفاق الاقتصادية لها؛
- السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، يرتبط أجهابحياة الشركة ذاتها، وبالتالي فالسهم يعتبر بالنسبة للشركة مصدرا تمويليا دائما؛
- صاحب السهم له الحق في المشاركة في تسيير الشركة، عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة.

ومن خصائص الأسهم كذلك:¹

- ☒ **تساوي مسؤولية الشركاء:** أي أن مسؤولية الشركاء مقسمة عليهم بحسب قيمة السهم، فلا يسأل الشريك عن ديون الشركة إلا بحسب أسهمه التي يملكها مهما بلغت ديون الشركة أو خسارتها؛
- ☒ **عدم قابلية السهم للتجزئة:** لا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة، فإذا انتقلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو وصية، فإن التجزئة وإن كانت صحيحة إلا أنها لا تقبل اتجاه الشركة، ويتعين على هؤلاء اختيار ممثل واحد لهم، وتسمح هذه الخاصية بالحصول على الحقوق وتوضيحها، كما تيسر أداء الواجبات المتبادلة بين المساهم والشركة.

ثانيا: أنواع الأسهم:

تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع وفقا لمعايير مختلفة، يمكن تلخيص هذه الأنواع والمعايير في الجدول الموالي.

الجدول رقم 2: أنواع وتقسيمات الأسهم

النوع	المفهوم
حسب الشكل:	
أسهم اسمية	وهي الأسهم التي يدون فيها اسم المالك وتثبت ملكيته للسهم بقيد اسمها في سجل المساهمين لدى الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، ويتم تداول هذا النوع من الأسهم بالتنزل عن ملكية السهم الاسمي عن طريق تغيير القيد في سجل الشركة.

¹ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2008، ص 463.

وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها، وتعرف برقمها وتعتبر مالا منقولاً تسري عليه قاعدة الحيابة في المنقول سندا للملكية.	أسهم لحاملها
وهذا النوع من الأسهم يصدر لأمر أو لإذن شخص معين، ويتم تداولها بطريقة التظهير.	أسهم إنذنية أو لأمر
حسب طبيعة حصة المساهم:	
وهي الأسهم التي يسد المساهم قيمتها نقوداً، وقد تكون محررة أي مدفوعة بالكامل، أو غير محررة، أي مدفوعة جزئياً والمتبقي ديناً على المساهم.	أسهم نقدية
يسد المساهم قيمتها عيناً في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة، ويجب أن تكون محررة بالكامل.	أسهم عينية
يدفع جزء منها نقداً والباقي عيناً.	أسهم مختلطة
حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:	
<p>يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، حيث تضمن هذه الوثيقة حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة وتقييمات متباينة.</p> <p>وتتمثل حقوق المساهم العادي في النقاط التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها؛ - الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها؛ - الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين، والتصويت على القضايا المطروحة على هذه الهيئة؛ - نقل ملكية السهم عن طريق البيع والإهداء أو الميراث؛ - الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة؛ - الترشح لعضوية مجلس الإدارة إذا كان المساهم يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم؛ - حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ومساءلتهم. <p>وتتميز الأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة بالمزايا التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - تعد مصدراً دائماً للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها تنتقل من ممول إلى ممول آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة؛ 	أسهم عادية

<p>- الشركة المصدرة غير ملزمة قانونياً بتوزيع الأرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة المتعلقة بالتوزيع.</p>	
<p>أسهم ممتازة</p> <p>يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي، كونه يحصل على عائد ثابت سنوياً يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز، والذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل امتيازاً ثابتاً، كما أنه يمثل حقا من حقوق الملكية، كونه يمثل جزءاً من المشاركة في رأس مال الشركة، وقد اكتسبت هذه الأسهم صفة الامتياز لأن لها الأولوية قبل حملة الأسهم العادية في الحصول على دخل الشركة وأصولها.</p> <p>وتتمثل حقوق أصحاب الأسهم الممتازة فيما يلي:</p> <p>- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها؛</p> <p>- وضع نظام الشركة المصدرة حداً أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة؛</p> <p>- تحظى الأسهم الممتازة بالأولوية في استرداد قيمتها أو جزء من هذه القيمة في حالة تصفية الشركة المصدرة؛</p> <p>ويمكن تقسيم الأسهم الممتازة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها، سواء للمستثمر أو الشركة المصدرة، خصوصاً من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل أو القابلية للاستدعاء من الشركة، إلى:</p> <p>☒ الأسهم الممتازة المجمعّة الأرباح: يحق لحملة هذا النوع من الأسهم الحصول على الأرباح في السنة الثانية حتى وإن لم يقرر توزيعها خلال هذه السنة؛</p> <p>☒ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: يعطي هذا النوع من الأسهم لحامله حق تحويله إلى عدد معين من الأسهم العادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي، والحصول على عائد جدمع مراعاة الظروف المحيطة؛</p> <p>☒ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يعطي الحق لمالك السهم الممتاز بمشاركة المساهمين في الأرباح، والتي قد يوضع حداً للمشاركة فيها؛</p> <p>☒ الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: وهي أسهم تلزم صاحبها برد السهم للشركة بسعر محدد ولمدة زمنية محدودة من تاريخ الإصدار، وذلك لتقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة؛</p> <p>وتتمثل مزايا الاستثمار في الأسهم الممتازة فيما يلي:</p>	

<p>- الشركة ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح؛</p> <p>- التوزيعات محددة بمقدار معين؛</p> <p>- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت والتدخل في الإدارة؛</p> <p>- إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للشركة.</p> <p>بالرغم من مزايا الأسهم الممتازة، إلا أنه لها جملة من العيوب، تتمثل في:</p> <p>- ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة يفوق تكلفة التمويل بالاقتراض؛</p> <p>- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، وبالتالي يطلبون عائداً أعلى.</p>	
---	--

- المصدر: راجع: - عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية-دراسة قانونية مقارنة-، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009، ص ص 88-90.
- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 50.
- هوشيار معروف كاكا مولا، مرجع سابق، ص ص 92-93.
- عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون ومفكرون، عمان، الأردن، 2010، ص 147.
- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعملية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 81.
- عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية-أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار-، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006، ص ص 41-42.
- رابع حريزي، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2015، ص ص 204-205.

الفرع الثالث: أدوات الدين المتداولة في سوق رأس المال

تتمثل أدوات الدين المتداولة في سوق رأس المال في السندات، والتي تعدثاني أهم الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال بعد الأسهم العادية، لذلك سيتم من خلال هذا العنصر إعطاء تعريف لها مع ذكر أهم خصائصها وأنواعها.

أولاً: تعريف السندات وخصائصها:

يمكن تعريف السند على النحو التالي:

• أداة دين صادرة عن المقرض الذي يتعهد بسداد المبلغ المقرض بالإضافة إلى الفائدة خلال فترة زمنية محددة.¹

• عبارة عن عقد أو اتفاق بين المستثمر (المقرض) الذي يقرض بمقتضاه الشركة (المقرض) مبلغاً معيناً، تتعهد هذه الأخيرة بدورها برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، كرهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض كحق استرجاع السندات قبل تاريخ الاستحقاق.²

• ورقة مالية تعطي ضماناً لدين إحدى الشركات مع تحديد فائدة ثابتة لها، كما يمكن أن يكون هناك خصم عند الإصدار، بمعنى أن يدفع المكتب في السند أقل من قيمته الاسمية على أن يسترد القيمة الاسمية كاملة عند الاستحقاق علاوة على الفائدة السنوية.³

إذن فالسند عبارة عن أداة دين طويلة الأجل تلزم الشركة المصدرة لها بدفع قيمتها بالإضافة إلى الفوائد المترتبة عنها عند تاريخ الاستحقاق.

انطلاقاً من ذلك، يمكن تلخيص خصائص السندات في النقاط التالية:⁴

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية؛
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة؛
- تنتهي علاقة حامل السند بالمقرض حال تسديد قيمة السندات؛
- استفادة المقرض من ميزة ضريبية، نظراً لطرح فوائدها من الوعاء الضريبي؛
- السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريقة القيد أو التسليم؛
- السندات صكوك متساوية القيمة تصدر بقيمة اسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها، ولحاملها حق استرجاع قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل؛

¹Moorad Choudhry, **The Bond and Money Market: Strategy, Trading, Analysis**, Butterworth Heinemann, Oxford, Great Britain, 2001, p3.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 32.

³ قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سابق، ص 222.

⁴ راجع: - فيصل محمود الشواره، مرجع سابق، ص 76.

- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية -، دار الفكر للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2002، ص 129.

- يعطي السند لحامله حق الحصول على فائدة ثابتة واسترداد قيمته في أجل الاستحقاق، بالإضافة إلى تمتعه بحقوق الدائن اتجاه مدينه وفقا للأحكام القانونية.

ثانياً: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى العديد من الأقسام، حسب المعيار المتخذ في التقسيم، كما لها العديد من المزايا، يمكن توضيح ذلك على النحو المبين في الجدول الموالي.

الجدول رقم 3: أنواع السندات ومزاياها

النوع	المفهوم
حسب معيار المصدر:	
سندات المنظمات الدولية	تصدرها المنظمات الدولية والإقليمية لتمويل المشاريع كالبانك الدولي للإنشاء والتعمير
سندات الحكومة	وهي السندات التي تصدرها الحكومة للاكتتاب العام، وتمثل قروضا تحصل عليها الحكومة من الأفراد والهيئات لتمويل النفقات أو مشاريع التنمية الاقتصادية، وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة ولها فوائد ثابتة معينة وآجال محددة، وغالباً ما تدفع الفوائد على هذه السندات كل ستة أشهر، وتتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة وإعفائها من الضرائب.
سندات الشركات	وهي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة لتمويل مشاريعها، وتتميز بارتفاع نسبة فوائدها مقارنة مع سندات الحكومة، نتيجة ارتفاع المخاطرة فيها والتمثلة في احتمال عجز الجهة المصدرة لها عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية. وتتقسم سندات الشركات بدورها إلى عدة أقسام هي: - السندات العادية: وهي السندات التي تصدر بقيمة اسمية محددة يدفعها المكتتب أو المقرض عند الاكتتاب، ويستردها كاملة في تاريخ الاستحقاق، ويحصل خلال مدة القرض على فوائد ذات معدلات ثابتة منسوبة إلى قيمتها الاسمية؛

<p>- السندات المضمونة أو سندات الرهن: وهي سندات تكون قيمة إصدارها مضمونة بنوع معين من الملكية، ففي حالة عجز الشركة عن تسديد قيمتها يحق لحملة السندات بيع حقوق الملكية؛</p> <p>- السندات غير المضمونة: ويعتمد قبولها على القوة الإيرادية للشركة كضمان لعائدها، وقد تكون سندات ذات دخل، إذ يتم دفع الفوائد عليها عند تحقيقها من قبل الشركة، وعليه إذا كانت الأرباح غير كافية للتوزيع فلا يتم مطالبة الشركة بالفوائد، ولا يمكن إشهار إفلاسها، وتتصف هذه السندات بكونها الأكثر خطورة وذات عائد مرتفع؛</p> <p>- السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي تعطي لحاملها حرية استبدال سندات بأسهم عادية من أسهم الشركة المصدرة لهذه السندات، حيث يتم تحديد الوقت الذي يستطيع فيه صاحب السند استبدال أو تحويل السند إلى أسهم، كما يتم تحديد عدد الأسهم المستبدلة لكل سند.</p>	
<p>حسب معيار شكل الإصدار:</p>	
<p>وهي السندات التي تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.</p>	<p>سندات اسمية</p>
<p>وهي السندات التي تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.</p>	<p>سندات لحاملها</p>
<p>حسب معيار الأجل:</p>	
<p>وهي السندات التي تستحق قيمتها خلال عام، وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.</p>	<p>سندات قصيرة الأجل</p>
<p>تستحق قيمة هذه السندات خلال سبع سنوات، وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً.</p>	<p>سندات متوسطة الأجل</p>
<p>وهي السندات التي تستحق قيمتها بعد سبع سنوات، وتكون معدلات فوائدها عالية جداً.</p>	<p>سندات طويلة الأجل</p>
<p>حسب معيار العائد:</p>	

<p>وهي سندات عادية تحسب عوائدها بنسبة ثابتة ومحددة من قيمة السند.</p>	<p>سندات بفائدة ثابتة</p>
<p>تم استحداث هذا النوع من السندات في نهاية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدبالي رفع معدلات الفائدة، مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسند، وهي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق.</p>	<p>سندات بفائدة متغيرة أو معومة</p>
<p>وهي السندات التي تباع بأقل من قيمتها الاسمية، وفي يوم الاستحقاق يسترد المستثمر القيمة الاسمية لهذا السند، ويمثل الفرق بين القيمة التي دفعت والقيمة المتحصل عليها يوم الاستحقاق مقدار الفائدة التي يحققها المستثمر.</p>	<p>سندات لا تحمل سعر الفائدة (ذات الكوبون الصفري)</p>
<p>يشترط هذا النوع من السندات دفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا، أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن السنوات التي لم تحقق فيها أرباحا من أرباح السنة اللاحقة.</p>	<p>سندات الدخل</p>
<p>وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف، والجدير بالملاحظة أن حملة الأسهم العادية في هذه الشركة عادة ما يعارضون إصدار هذه السندات كونهم يفضلون الاحتفاظ بالأرباح لأنفسهم.</p>	<p>سندات المشاركة</p>
<p>☒ وتتمثل مزايا الاستثمار في السندات فيما يلي:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ثبات واستمرارية العائد بغض النظر عن تحقيق الأرباح أو الخسائر؛ - مضمونة السداد في تاريخ الاستحقاق بأصل أو أصول محددة أو اسم وشهرة الشريك؛ - إمكانية استرداد فوائدها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق؛ - قابلية تحويلها إلى أسهم عادية. <p>☒ أما مخاطر الاستثمار في السندات فتتمثل في:</p> <ul style="list-style-type: none"> - احتمال التعرض لمخاطر تغير القوة الشرائية لوحة النقد؛ - إمكانية التعرض لمخاطر تغير أسعار الفائدة؛ 	

- احتمال التعرض لمخاطر ارتفاع نسبة المديونية.

- المصدر: راجع: - سليمان خنجري، الأسواق المالية وأحكامها الفقهية، منشورات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الرباط، المملكة المغربية، 2010، ص ص 162-165.
- شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 72.
- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، داررسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009، ص ص 149-150.
- محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص ص 22-224.

الفرع الرابع: المشتقات المالية كأدوات مستحدثة متداولة في سوق رأس المال

لم تعد الأدوات الموجودة في سوق رأس المال تقتصر على الأدوات المالية التقليدية من أسهم وسندات، بل توسعت لتشمل منتجات مالية جد متطورة، تعرف بالمشتقات المالية، وللتعرف على هذه الأدوات باعتبارها أدوات مستحدثة في أسواق رأس المال، سيتم تناول الآتي:

أولاً: تعريف وخصائص المشتقات المالية:

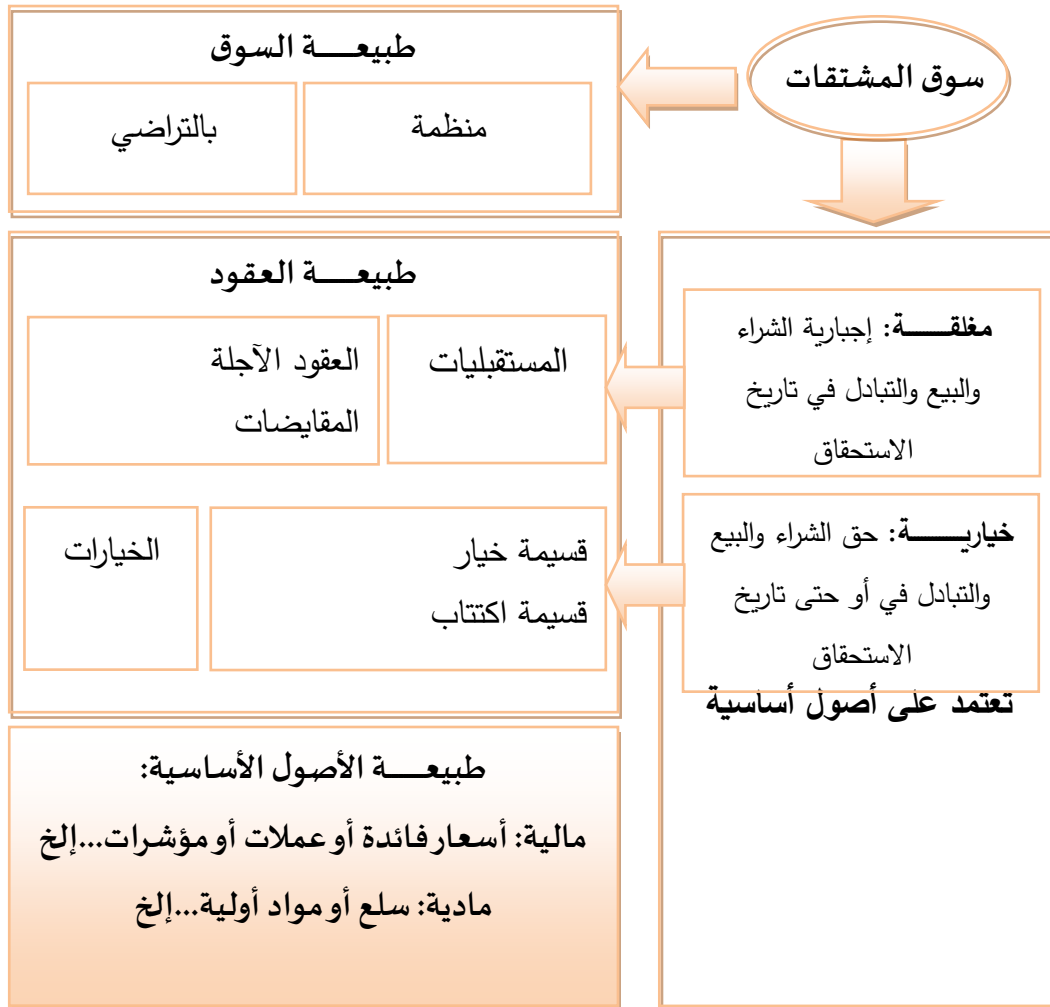
يمكن تعريف المشتقات المالية على النحو التالي:

- عبارة عن عقود مشتقة من عقود أصلية كالأسهم أو السندات أو الذهب أو النفط، لذلك تسمى بالعقود خارج الميزانية.¹
 - عقود مالية قيمتها مشتقة من قيمة الأصول الأساسية تستخدم للحد من مخاطر المحافظ المالية.²
- من خلال التعريفين السابقين نستنتج أن المشتقات المالية هي عبارة عن:
- عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية موضوع العقد، والتي تعطي لأحد طرفي العقد الحق أو الإلزام في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد مسبقاً والتنفيذ يكون مستقبلاً.
- وتتداول المشتقات المالية في الأسواق المنظمة وفي الأسواق بالتراضي، كما تأخذ شكل عقود مغلقة أو شكل عقود خيارية. والشكل الموالي يوضح ذلك.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة البنوك المعاصرة، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 216.

² Jeff Madura, op cit, p 323.

الشكل رقم 3: طبيعة المشتقات المالية



Source: Christian Zambotto, *Gestion financière «finance de marché»*, Dunod, Paris, France, 3^{ème} édition, 2002, p50.

ثانيا: أنواع المشتقات المالية ومزاياها:

تتنوع عقود المشتقات بين عقود الخيار والعقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود المبادلات، كما تكتسي عقود المشتقات العديد من المزايا، يمكن توضيح ذلك في الجدول الموالي.

الجدول رقم 4: أنواع المشتقات المالية ومزاياها

النوع	المفهوم
الخيارات	يعرف عقد الخيار بأنه عقد يعطي الحق لمالكه في شراء أو بيع كمية معينة من السلع أو الأصول، بسعر محدد مسبقا يعرف بسعر التنفيذ، في تاريخ محدد، يعرف بتاريخ استحقاق الخيار، في المقابل يدفع المشتري حالا إلى بائع الخيار علاوة تعتبرنا ثمنا للخيار، فهو ذلك العقد الذي يعطي لحامله الحق في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد سلفا في تاريخ معين أو خلال فترة معينة، وله الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية البيع والشراء
العقود المستقبلية	وهي التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يستلم الآخر أو يستلم منه من خلال طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبموجب سعر معروف مسبقا، فهي عبارة عن التزامات مغلقة، محددة في زمن ابتدائي 0، بشراء أو بيع في زمن T محدد مسبقا وبسعر تنفيذ k محدد مسبقا لأصل معين، يأخذ المستثمر فيه مركز طويل إذا كانت الصفقة صفقة شراء، ومركز قصير إذا كانت صفقة بيع. وبذلك تتميز العقود المستقبلية بأنها: - عقود تتداول في السوق المنظمة؛ - عقود معيارية (منمّطة) فيما يتعلق بقيمة العقد وتاريخ الاستحقاق؛ - ليس بالضرورة أن يتمّ التسليم الفعلي للأصل موضوع العقد، لأنه يمكن تداول

<p>هذه العقود في السوق الثانوي.</p>	
<p>وهي اتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة زمنية محددة مسبقاً، فالتبادل بالأساس هو استبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر.</p> <p>وتتميز عقود المبادلة بجملة من الخصائص تتمثل في:</p> <ul style="list-style-type: none"> - أنها عقود ملزمة للطرفين؛ - أنها عقود غير منمّطة، تقصّل حسب رغبة الزبون؛ - تركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان، فضلاً عن تبادل الموجدات في أحيان أخرى؛ - توفر إمكانية التحوّط من مخاطر تغير أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية؛ - يتمّ التعامل بها في الأسواق غير المنظمة؛ - لا تتضمن دفع الهوامش أو العلاوات لأغلب أنواعها. 	<p>عقود المبادلة</p>
<p>☒ ويشتمل التعامل بالمشنقات المالية العديد من المزايا، تتمثل في:</p> <ul style="list-style-type: none"> • تمنح المشنقات المالية للمستثمر الاستفادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش، فرصاً واسعة لتحقيق أرباح ضخمة، وذلك بفعل التقلبات السعرية للأدوات المالية الأصلية؛ • تعتبر المشنقات المالية أداة للتحوط تتيح للمستثمر حماية نفسه من آثار التقلبات السعرية، بمعنى أنه بالإمكان استخدام المشنقات المالية كأداة للمضاربة، أداة للتحوط أو التغطية من مخاطر الاستثمارات، والتي تنشأ عادة إما عن تغير أسعار الصرف أو تغير أسعار الفائدة أو تغير أسعار أصول المحافظ الاستثمارية، سواء كانت هذه الأصول سلعا أو أوراق مالية، فهي تتيح للمستثمر فيها إمكانية نقل وتوزيع المخاطر، وذلك إذا ما أحسن استخدامها في نطاق ما يعرف باستراتيجيات السعر والزمن. 	

المصدر: راجع: - سليمان مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر

والتوزيع، بيروت، لبنان، 2013، ص 126.

- محمد مطر، مرجع سابق، ص ص 297-298.

- سليمان حاكم الربيعي وآخرون، المشنقات المالية-عقود المستقبلية، الخيارات والمبادلات-، دار اليازوري

العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 18.

- محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 288.

- Nicole EL Karoui, **Couverture des risques dans les marchés financiers**, 2003-2004, p14. Dans le site : <http://www.cmap.polytechnique.fr/~elkaroui/masterfin034.pdf> (12/12/2020)

-François Delarue, **Cours produits dérivés**, p3. Dans le site : http://math.unice.fr/~delarue/CoursM1_Finance.pdf (12/12/2020)

ثالثاً: مخاطر التعامل بالمشتقات المالية:

رغم أن التعامل بأدوات المشتقات المالية يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات المرتبطة بالتوقعات يجعلها خاضعة لاحتمال الربح والخسارة، فهي تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة محتملة، مما يتسبب في حدوث الأزمات، وعلى الرغم من أن هذه المخاطر يتعرض لها المستثمر من جراء عملياته الاستثمارية في الأوراق المالية، إلا أنها تزداد تعقيداً عند تعامله بأدوات المشتقات، وتتمثل المخاطر التي يمكن أن يواجهها المتعاملون بأدوات المشتقات المالية أساساً في:¹

- **المخاطر السوقية:** تتعلق هذه المخاطر أساساً بالتقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات، والتي ترجع في معظم الأحيان إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد، كما قد تنجم تلك المخاطر من نقص السيولة الذي يؤدي بدوره إلى تدهور أسعار بعض الأصول، وعدم إمكانية إبرام عقود المشتقات للاحتياط ضد احتمال استمرار هذا التدهور، بالإضافة إلى مخاطر التسوية، فقد تصل الأصول المتعاقد عليها إلى حدها الأدنى يوم التسوية الذي قد يشهد تقلبات حادة، مما يؤثر على القيمة التي تتم على أساسها التسوية، ويزيد احتمال التعرض لمخاطر السوق كلما احتكر صانعي السوق، الذين يقومون بعمليات الشراء والبيع على نطاق واسع، ولذلك يمكنهم التأثير بدرجة أكبر من أسعار الأوراق المالية وعلى توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، الأمر الذي قد يفضي إلى تقلب أسعار بعض تلك الأوراق بشكل حاد؛

- **المخاطر الائتمانية:** وهي المخاطر الناجمة عن عدم وفاء أحد أطراف العقد بالتزاماته المالية المنصوص عليها بموجب العقد، وتقدر بتكلفة الإحلال بسعر السوق للتدفقات المتولدة عن العقد في حالة التقصير، ويعتبر هذا النوع من المخاطر الأكثر انتشاراً في الأسواق غير المنظمة مقارنة بالأسواق المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في الأسواق غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها، ويطلب عدد كبير من البنوك المركزية في المرحلة الحالية البنوك الخاضعة لها بتقديم تقارير تتعلق بأنشطتها المالية في أسواق المشتقات، باعتبار أن ذلك يمثل

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعه عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 37.

امتدادا لدورها الرقابي، كما تقوم بعض البنوك بتكوين مخصصات لمواجهة الخسائر الناتجة عن عدم سداد بعض العملاء للقروض الممنوحة لهم لتمويل التعامل في المشتقات؛

- **المخاطر التنظيمية:** يتمثل هذا النوع من المخاطر في الخسائر الناجمة عن عدم توثيق العقد وغياب الرقابة الداخلية لمنع المشاكل الناجمة عن قصور المنظم في إبرام وتنفيذ العقد، أو تلك المتعلقة بإعداد التقارير المالية؛

- **مخاطر التشغيل (المخاطر الرقابية):** يقصد بها المخاطر الناجمة عن ضعف نظم الإشراف والرقابة الداخلية على العاملين في البنوك وغيرها من المؤسسات المتعاملة في سوق المشتقات، وكذا المخاطر الناتجة عن السياسات غير الرشيدة للإدارة؛

- **المخاطر القانونية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر المترتبة عن تصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة، كما يمكن أن تنشأ هذه المخاطر نتيجة عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على شركات الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات؛

- **مخاطر الرفع المالي:** من بين مخاطر الأدوات المشتقة أيضا أثر الرفع المالي العالي المشترك بين جميع هذه الأدوات، فالمستثمر يودع من 2% إلى 10% من قيمة العقود التي يشتريها أو يبيعها، ويمكنه أو يربح أو يخسر 10 مرات أكبر من لو أنه اشترى أو باع الأصل محل التعاقد.¹

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعه عقل، مرجع سابق، ص ص 38-40.

المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الإسلامية

يعتبر السوق المالي الإسلامي القناة التمويلية التي تجمع بين أصحاب الفائض التمويلي وأصحاب العجز التمويلي الذين يرغبون في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية. ومن أجل الإلمام بأساسيات السوق المالي الإسلامي وأدواته، قسّم المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: أساسيات حول السوق المالي الإسلامي؛**
- **المطلب الثاني: مبادئ السوق المالي الإسلامي ومؤشرات كفاءته وضوابطه؛**
- **المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السهة، المال، الاسلام..**

المطلب الأول: أساسيات حول السوق المالي الإسلامي

يعد السوق المالي الإسلامي آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، من خلال تداول مختلف الأدوات المالية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وليتم التعرف على هذا السوق، وأهم خصائصه وأهميته وأقسامه، قسّم المطلب إلى الفروع التالية:

- **الفرع الأول: تعريف وخصائص وأهمية السوق المالي الإسلامي.**
- **الفرع الثاني: مراحل وعوامل تطور السوق المالي الإسلامي.**
- **الفرع الثالث: وظائف وأقسام السوق المالي الإسلامي.**
- **الفرع الأول: تعريف وخصائص وأهمية السوق المالي الإسلامي**

يعرف السوق المالي الإسلامي بأنه سوق تتم معاملاته وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، له خصائص مميزة وأهمية بالغة، وللتعرف على خصائص وأهمية السوق المالي الإسلامي، سيتم تناول الآتي:

أولاً: تعريف وخصائص السوق المالي الإسلامي:

يمكن تعريف السوق المالي الإسلامي على النحو التالي:

• هو سوق منظمة يتم فيها التعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، وهو يهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.¹

• سوق لتبادل الثروات المالية التي ترتبط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وتعتمد على المشاركة في الربح والخسارة.²

• هو السوق الذي يتم فيه تنفيذ الأنشطة بطرق لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، فمعاملات السوق المالي الإسلامي خالية من الأنشطة المحظورة كالربا والقمار والميسر والغرر.³ ومنه يمكن تعريف السوق المالي الإسلامي بأنه:

السوق الذي تتم فيه عمليتي البيع والشراء للأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، حيث تتفق أسس ومبادئ ومعاملات هذا السوق مع ضوابط الشرع الحنيف.

ويتميز السوق المالي الإسلامي بمجموعة من الخصائص، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:⁴

- تقل في السوق المالي الإسلامي المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة؛
- تتشكل أغلبية أدوات السوق المالي الإسلامي من أدوات الملكية والصكوك الاستثمارية؛
- لا يتأثر السوق المالي الإسلامي بالاحتكارات والرشاوى ولا المعلومات المضللة في تحديد أسعار الأوراق المالية؛
- يعتبر فرصة لأصحاب الفوائض المالي لزيادة أموالهم؛

¹ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة - دراسة فقهية -، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 19.
² محمد أمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي، دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2008، ص 120.

³ Bursa Malaysia, **The Islamic capital market**. in the site :

(12/06/2018) <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/10/The-Islamic-Capital-Market.pdf>

⁴ راجع: - محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص 142.

أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية -مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتيجية مواجهتها-، عالم الكتب الحديث

للنشر والتوزيع، أريد، الأردن، 2007، ص ص 273-274.

- يهتم السوق المالي الإسلامي بالسوقين الأولى والثانية بشكل متكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة السوق المالي هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة، ولا تركز على حجم تداول الأوراق المالية كمؤشر لتقدير كفاءة السوق.

ثانياً: أهمية السوق المالي الإسلامي:

يمكن تحديد أهمية إنشاء وقيام السوق المالي الإسلامي في مجموعة من النقاط هي:¹

- يعتبر السوق المالي الإسلامي وعاء استثمارياً للمؤسسات المالية الإسلامية؛
- يدر السوق المالي الإسلامي سيولة مهمة في الاقتصاد؛
- التخلص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللاربوي، حيث يساهم السوق المالي الإسلامي في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يمكن من خلاله التخلص والتحرر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وبالتالي المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول؛
- يعد آلية هامة لكل مستثمر مسلم، لتحقيق أهداف التحوط والتنوع، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنوع محفظته المالية واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية؛
- جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية، وإعادة توطين الأموال المهاجرة؛
- يمثل وعاء من بين الأوعية التي تستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، وتحقيق الأهداف التنموية والتوازن والتكامل بين الدول الإسلامية.

الفرع الثاني: مراحل وعوامل تطور السوق المالي الإسلامي:

مرّ السوق المالي الإسلامي بالعديد من المراحل حتى وصل إلى ما هو عليه الآن من تقدم وتنظيم، وما ساعد على ذلك توفر العديد من العوامل نوضحها من خلال ما يلي:

أولاً: مراحل تطور السوق المالي الإسلامي:

مر السوق مالي إسلامي في تطوره بمراحل عديدة يمكن تلخيصها على النحو التالي:²

← ترجع جذور إنشاء سوق مالي إسلامي إلى ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب وفق أسس الاقتصاد الإسلامي، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور

¹ راجع: - محمد أمين ولد عالي، مرجع سابق، ص 125.

- أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006، ص 152.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص 139-141.

سامي حسن حمود عند قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردنيالذي صدر في الأردن بموجب القانون رقم 13 سنة 1978، ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص بسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم(10) لسنة 1981، ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984؛

وفي سنة 1984 طرح الدكتور سامي حسن حمودفكرة السوق المالية الإسلامية، في ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس، حيث قدم اقتراحه المتمثل في تداول الحصص الاستثمارية في حالة السلم، والإيجار والمرابحة (وذلك لمعلومية الربح في هذه الصيغ)، كما اقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البحرين الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا على أساس محسوب تبعا للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، وقد استجاب وزير التجارة والصناعة البحريني للفكرة بإصدار القرار رقم 17 سنة 1986، والذيسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية لتكون البحرين السباقة في هذا المجال؛

فقد تواصلت النداءات بضرورة إنشاء سوق رأس مال إسلامية لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي ظهرت بواورها بإصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، فقد جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية الذي عقد بدبي سنة 1985 في المادة 8 ما يلي: "يوصي المؤتمر المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية مستمدة من الشريعة الإسلامية تشكل أساسا لسوق مالية إسلامية"، ثم طرحت الفكرة أيضا في المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية الذي عقد في إسطنبول سنة 1986، وذلك في إطار إنشاء صندوق استثمار مشترك بين البنوك الإسلامية، تساهم فيه هذه الأخيرة وتكون مهمتها إنشاء المشروعات و طرح صكوك أو شهادات لتمويل هذه المشروعات، وقد كان بنك دبي الإسلامي أول من طرح هذه الفكرة؛

وفي سنة 1987 طرح الدكتور سامي حسن حمود الفكرة في ندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية بعمان، كما طرح الفكرة نفسها الدكتور محمد سيد مناعي في بحث مقدم إلى ندوة عقدت في ألمانيا سنة 1988، ثم تكررت النداءات بعد أيام قليلة في ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر التي عقدت في القاهرة سنة 1988، حيث طالبت الندوة في توصياتها بتطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وإنشاء سوق مالي إسلامي لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية، وبعد ذلك جاءت الندوة الأولى للأسواق المالية المنعقدة في الرباط بتاريخ 1989، والتي أوصت بوجوب العناية بأمر هذه الأسواق وتعريف الناس بأحكامها، وبقيت فكرة هذه الأسواق

عبارة عن أدوات يتم التعامل بها في الأسواق التقليدية، في ذات الوقت سعت مجموعة من الدول إلى إنشاء أسواق مالية إسلامية، من بينها ماليزيا، حيث أنشئ سوق رأس المال الإسلامي فيها سنة 1994، كما أنشئ في مملكة البحرين سنة 2002.

ثانيا: عوامل تطور السوق المالي الإسلامي:

توجد مجموعة من العوامل التي دفعت إلى إنشاء وتطور السوق المالي الإسلامي، من بين هذه العوامل يتم ذكر ما يلي:¹

- رغبة المستثمرين المسلمين في الاستثمار في قنوات استثمارية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، ولعل من أهم عوامل نجاح السوق المالي الإسلامي في تحقيق أهدافه هو أن محتوى هذا السوق ومعاملاته يتوافق مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والاقتصادية؛

- يمثل السوق المالي الإسلامي الحل الأفضل والبديل الأمثل لتداول رؤوس الأموال وفق صيغ الاستثمار التي تقرها الشريعة الإسلامية؛

- تعد صيغ الاستثمار الإسلامي في السوق المالي الإسلامي أكثر كفاءة مقارنة بنظيرتها في السوق المالي التقليدي، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الاستثمارية في السوق المالي الإسلامي؛

- الرغبة في التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى؛

- تقليل مخاطر الاستثمار نظرا لتنوع صيغ الاستثمار الإسلامي ولاسيما صيغة المشاركة.

الفرع الثالث: وظائف وأقسام السوق المالي الإسلامي

يؤدي السوق المالي الإسلامي دورا هاما في أي اقتصاد، بشقيه السوق النقدي وسوق رأس

المال، ويمكن توضيح ذلك من خلال:

أولا: وظائف السوق المالي الإسلامي:

يؤدي السوق المالي الإسلامي مجموعة من الوظائف منها:²

¹ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية -، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص ص 130-131.

² راجع: - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان، 2008، ص 228.
- أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 260.
- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 33.

- تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد، حيث يعتبر السوق المالي الإسلامي حلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة والوحدات الاقتصادية المنتجة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي، حيث يقوم بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة؛¹
- يعد السوق المالي الإسلامي مؤشرا لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية، حيث يعتبر هذا السوق مكانا لإتمام الصفقات بكل شفافية، مما يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، أي أن تحديد الأسعار يقوم على أسس موضوعية وبصورة واقعية، بالإضافة إلى ذلك تقوم الشركات والجهات الاقتصادية بنشر كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، مما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية، ويكون هذا السعر هو الأفضل سواء بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) أو بالنسبة للمشتري (أدنى سعر عرض).²
- تدعيم الاستثمار طويل الأجل، عن طريق تطوير أساليب الاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية، ومن خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال؛
- يسعى السوق المالي الإسلامي من خلال سوق الإصدار إلى القيام بالاستثمار المادي، حيث يتم طرح العديد من الأدوات المالية للاكتتاب العام، والمتمثلة في شهادات الاستثمار القابلة للتداول ووثائق صناديق الاستثمار وأسهم شركات التأجير التمويلي وأسهم شركات رأس المال المخاطر، كما يسعى السوق المالي الإسلامي من خلال سوق التداول إلى تداول الأدوات المالية التي تم إصدارها في سوق الإصدار، أي القيام بالاستثمار المالي من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة وإدارة وتكوين محفظة أوراق مالية؛

ثانيا: أقسام السوق المالي الإسلامي:

ينقسم السوق المالي الإسلامي إلى قسمين أساسيين هما:

1- السوق النقدي الإسلامي:

وهو السوق الذي يتم التعامل فيه بأدوات التمويل الإسلامية قصيرة الأجل، وتتمثل أهميته في أنه يعتبر أحد القنوات الأساسية للحصول على التمويل قصير الأجل لسد احتياجات المؤسسات المالية من السيولة، فضلا على أن هذا السوق شأنه شأن السوق النقدي التقليدي، يتميز بالسيولة العالية

¹أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، مرجع سابق، ص 260.

²أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 33.

للأدوات المالية المتداولة فيه، إضافة إلى زيادة عدد المتعاملين فيه، وبالتالي انخفاض المخاطر السوقية لهذه الأدوات، هذه المزايا وغيرها تمكّن المؤسسات من الاحتفاظ بتوليفة مناسبة من الموجودات التي تساعدها على تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد والاستخدامات بالنسبة للمؤسسات، بالإضافة إلى أن وجود سوق نقدي إسلامي يساعد المؤسسات التي تسعى إلى التعامل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية في الموازنة بين اعتبارات الربحية والسيولة وبصورة تحقق أهدافها.¹

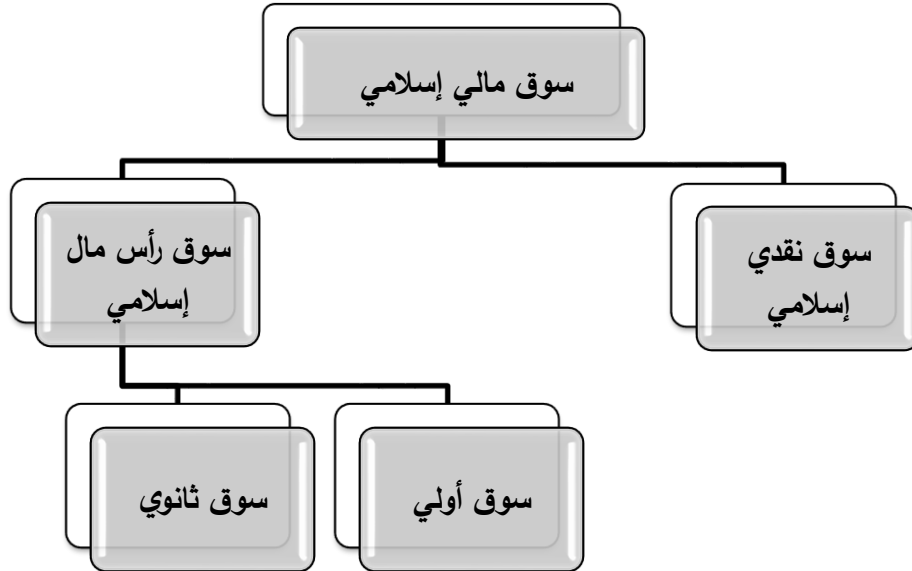
2- سوق رأس المال الإسلامي:

وهو السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، وذلك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية. وينقسم سوق رأس المال الإسلامي بدوره إلى قسمين هما:

- **السوق الأولي:** وهو سوق الإصدارات الجديدة، حيث يتم فيه الاكتتاب في الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ووفق ضوابط إسلامية؛
- **السوق الثانوي:** وهو السوق الذي يتم فيه شراء وبيع الأدوات المالية الإسلامية التي سبق إصدارها في السوق الأولي، وهو سوق تنعدم فيه المضاربات الوهمية على أسعار الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تحديد السعر العادل لهذه الأدوات.

يمكن تمثيل أقسام السوق المالي الإسلامي في الشكل الموالي.

الشكل رقم 4: أقسام السوق المالي الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

¹ عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص 203.

- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان، 2008، ص 203.
- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 33.

المطلب الثاني: مبادئ السوق المالي الإسلامي ومؤشرات كفاءته وضوابطه

يقوم السوق المالي الإسلامي على عدة مبادئ، وهناك مجموعة من المؤشرات التي تدل على مستوى كفاءته، كما يتم الالتزام في إطار التعامل فيه بعدة ضوابط شرعية وقانونية يتم توضيحها من خلال الفروع التالية:

- الفرع الأول: مبادئ ومؤشرات كفاءة السوق المالي الإسلامي.
- الفرع الثاني: الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالي الإسلامي.

الفرع الأول: مبادئ ومؤشرات كفاءة السوق المالي الإسلامي

يقوم السوق المالي الإسلامي على أساس مجموعة من المبادئ، كما وضع الاقتصاديون مجموعة من المؤشرات لقياس مدى كفاءته وقدرته على تخصيص الموارد الاقتصادية.

أولاً: مبادئ السوق المالي الإسلامي:

- تتمثل المبادئ التي يقوم عليها السوق المالي الإسلامي في النقاط التالية:¹
- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: والتي تعتبر ركيزة أساسية لقيام أي سوق مالية إسلامية؛
- المنافسة الحرة: يجب أن تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس بالضوابط الشرعية؛
- تحديد الأسعار: ويتم بناء على آلية العرض والطلب، فالمعلوم أن السوق التي تسودها المنافسة الكاملة تتحدد أسعارها آلياً وفق آلية العرض والطلب؛
- الإفصاح: وهو توفير المعلومات الكاملة للمشتريين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصدد القيام بها؛
- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: وذلك بعدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترويج من حيث الوقت والمكان ولتصبح غاية في حد ذاتها، إضافة إلى ذلك منع البيوع الصورية؛

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص ص 138-139.

- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما يتميز به الاقتصاد الإسلامي ومن ثم السوق المالي الإسلامي.

ثانيا: مؤشرات كفاءة السوق المالي الإسلامي:

ترتبط كفاءة السوق المالي الإسلامي* بمدى قدرة السوق على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية.¹ وهناك مجموعة من المؤشرات التي يتم على أساسها الحكم على مدى كفاءة السوق المالي الإسلامي، يتم تحديد هذه المؤشرات في الشكل الموالي.

الشكل رقم 5: مؤشرات كفاءة السوق المالي الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

* يعرف السوق المالي الكفاء (السوق المالي التقليدي) بأنه السوق الذي تتغير فيه أسعار الأدوات المالية تبعاً لتغير المعلومات الواردة إلى السوق عن الشركات المقيدة فيه، مما يؤدي إلى تحقيق السعر العادل، بمعنى التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأدوات المالية.

¹ نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، دون سنة نشر، ص 20، على الموقع:

conferences.ju.edu.jo(02/06/2020)

- نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، دون سنة نشر، ص 20، على الموقع: conferences.ju.edu.jo (02/06/2020)

ولكي يتمكن السوق المالي الإسلامي من تحقيق أهدافه الاقتصادية بكفاءة ينبغي أن يتميز هو نفسه بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأوراق، إذ تعتبر الأسعار مقياساً دقيقاً للقيمة، تتغير فيه بسرعة نتيجة بروز معلومات جديدة، وعليه تحقيق الأسعار العادلة وفقاً لنظرية الكفاءة وتحقيق التوزيع الكفء للموارد الاقتصادية.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالي الإسلامي

يمكن تقسيم الضوابط التي يجب أن تخضع لها أعمال السوق المالي الإسلامي إلى قسمين هما:

- الضوابط الشرعية؛

- الضوابط القانونية.

يمكن توضيح هذه الضوابط في الجدول الموالي.

الجدول رقم 5: الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالي الإسلامي

أولاً: الضوابط الشرعية:
<ul style="list-style-type: none"> - وجود هيئة شرعية للفتوى والرقابة الشرعية؛ - وجود جهاز تدقيق شرعي داخلي، مهمته متابعة ومقارنة الأعمال والتعاملات الجارية باللوائح المنصوص عليها في قانون التأسيس؛ - توافق المنتجات المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية، كالإجارة المنتهية بالتملك والصكوك الإسلامية والمرابحة للأمر بالشراء والتعامل بالاستصناع والاستصناع الموازي، وغير ذلك من الأدوات المالية والمنتجات المقبولة شرعاً.
ثانياً: الضوابط القانونية:
<ul style="list-style-type: none"> - الحصول على الترخيص القانوني من البنك المركزي أو الهيئات المسؤولة في نفس البلد؛ - وجود هيئة رقابة قانونية؛ - حصول السوق المالي الإسلامي على موافقة البنك المركزي والهيئات المنظمة على كل المنتجات المالية التي تستخدمها في مجال التمويل أو في مجال التداول والاستثمار؛ - الاتصال الدائم بالبنك المركزي والهيئات المنظمة، من أجل مراقبة كل التطورات الحاصلة

والصلاحيات الممنوحة له قانونا.

وتؤدي الضوابط الشرعية والقانونية التي تحكم السوق المالي الإسلامي دورا كبيرا في تحسين أداء السوق وتكسبه قدرة تنافسية عالية في مواجهة التحدي الذي تفرضه الأسواق المالية المعاصرة.

المصدر: محمد أمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي، دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2008، ص 388.

ولضمان قيام السوق المالي الإسلامي بوظائفه وحسن سيره والتزامه بالضوابط الشرعية والقانونية، لا بد من وجود رقابة شرعية وأخرى قانونية تتمثل مهامها في:¹

← الرقابة الشرعية: تعتبر الرقابة الشرعية من أهم الوظائف الرقابية التي لا يقوم السوق المالي الإسلامي من دونها، وتكون هذه الرقابة على مستويين:

- المستوى الأول: مراقبة إصدار الأدوات المالية؛
- المستوى الثاني: مراقبة تداول الأدوات المالية.

ففي الجانب الأول تكون الرقابة بالنظر في سلامة الأدوات المالية التي يتم إصدارها من المخالفات الشرعية كالربا وأكل أموال الناس بالباطل؛

أما الجانب الثاني فيراد به مراقبة المعاملات التي تتم في سوق رأس المال الإسلامي من حيث المشروعية وخلو تلك المعاملات من الربا والقمار والجهالة والغرر وبيع الدين بالدين، وغير ذلك من المخالفات الشرعية، وكذا مراقبة الأسعار واتخاذ الإجراءات التي تحول دون الارتفاع أو الانخفاض غير المبرر في الأسعار، كنشر المعلومات عن الشركات لعموم المتعاملين بعد التأكد من صحتها وتكذيب الشائعات عنها قبل انتشارها، ومنع المعاملات غير الحقيقية التي يراد بها التأثير على الأسعار، ومن ذلك تحديد ساعات التداول في اليوم تسهيلا للمراقبة، ووضع حدود سعرية لانخفاض وارتفاع أسعار التداول في اليوم الواحد.

¹ محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص 342.

← الرقابة القانونية: تتمثل الرقابة القانونية في الإشراف والمراجعة من جانب السلطة العليا التي لديها مجموعة من المهام التي تتمثل في:¹

- التعرف على سير العمل داخل السوق؛
- التأكد من حسن استخدام الأموال في الأغراض المخصصة لها، وأن الإجراءات تتم طبقا للنظم المعمول بها؛
- التأكد من مدى تحقق الأهداف المشروعة بكفاءة، بغرض المحافظة على الأموال؛
- التأكد من صحة حساب نتائج الأعمال والمراكز المالية وتحسين معدلات الأداء؛
- الكشف عن المخالفات والانحرافات، والبحث في الأسباب التي أدت إلى حدوثها، بالإضافة إلى اقتراح وسائل لعلاجها لتفادي تكرارها مستقبلا.

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي

تتداول في السوق المالي الإسلامي مختلف الأدوات التي لا تخالف أحكام الشرع الحنيف، سواء كانت هذه الأدوات متداولة ومتواجدة أصلا في السوق المالي الإسلامي، أو كبديل عن العقود والأدوات المالية المحظورة شرعا، وللتعرف على مختلف الأدوات التي يمكن تداولها في السوق المالي الإسلامي، قسّم المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: الأسهم والسندات من المنظور الشرعي؛

- الفرع الثاني: المشتقات المالية من المنظور الشرعي.

الفرع الأول: الأسهم والسندات من المنظور الشرعي

أولا: النظرة الشرعية للأسهم:

إن إصدار الأسهم لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية من حيث الأصل، ولكن عند اختلاف أنواع الأسهم يختلف حكمها، ويمكن بيان ذلك على النحو المبين في الجدول الموالي.

الجدول رقم 6: أنواع الأسهم وحكمها الشرعي

نوع السهم	حكمه الشرعي
الأسهم النقدية	← جائزة شرعا، والأصل أن تقدم الحصة نقدا.
الأسهم العينية	← جائزة شرعا، بشرط التنضيق* بالنقد حسما للنزاع.

¹مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص1126.

الأسهم المختلطة	↪ جائزة شرعا، بشرط تقييم الجزء العيني بالنقد وضمه إلى الجزء النقدي المماثل.
حصص** التأسيس	↪ الراجح عدم جواز إصدارها بوضعها التقليدي للأسباب التالية: - عدم معرفة الثمن والمثمن؛ - المفاصد المحتملة التي تتبعها. وقد تم اقتراح بدائل عن حصص التأسيس أو تعديلات حتى يجوز إصدارها والتمثلة فيما يلي: - أن تقدم الشركة لمن قدم لها خدمة مكافأة مقطوعة تحسب من نفقات التأسيس؛ - تقييم الشركة والخدمات والحقوق بنقد، ويتم تحديدها بأسهم تتساوى في الحقوق مع باقي الأسهم.
الأسهم الاسمية	↪ جائزة شرعا، وفيها الحفاظ على الحقوق.
الأسهم لحاملها	↪ الراجح عدم جواز إصدارها، لوجود احتمال ضياع الحقوق والنزاع والضرر.
الأسهم الإذنية	↪ جائزة شرعا، لأن المالك الأصلي معروف، ويمكن الرجوع إليه عند حدوث الخلل، وفيها تسهيل انتقال ملكية الأسهم.
الأسهم العادية	↪ جائزة شرعا، والأصل أن تكون الأسهم كلها عادية متساوية في الحقوق والواجبات بدون امتيازات.
الأسهم الممتازة بأنواعها	↪ غير جائزة شرعا، لأن هذه الامتيازات في حقيقتها تنتافي مع قواعد العدالة والتساوي في الحقوق بين الشركاء.
أسهم رأس المال	↪ جائزة شرعا، والأصل أن تكون الأسهم كلها دون استهلاك.
أسهم التمتع	↪ الراجح جوازها بالاستهلاك، بشرط أن تكون القيمة الاسمية المستردة أقل من قيمتها الحقيقية.
وعلى هذا الأساس هناك مجموعة من المعايير التي تجعل من الأسهم جائزة شرعا، تتمثل في:	

* يعرف التتضيض بأنه عملية تقييم الموجودات من عروض، وديون، بقيمتها النقدية، كما لو تم فعلا بيع العروض وتحصيل الديون، وهو بديل عن التتضيض الحقيقي، الذي يتطلب التصفية النهائية للمنشآت وأوعية الاستثمار المشتركة، كالصناديق الاستثمارية ونحوها، وبيع كل الموجودات، وتحصيل جميع الديون.

** تعرف حصص التأسيس بأنها: "صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، تصدرها شركات المساهمة، وتمنح أصحابها نصيبا من أرباح الشركة، مقابل ما قدموه من خدمات أثناء تأسيس الشركة، وليس لأصحاب حصص التأسيس الحق في الإدارة، كما أنه ليس لهم نصيب في فائض التصفية.

- أن يكون للأسهم حق من الربح وعليها نصيب من الخسارة؛
- أن لا يحمل السهم جهالة أو غرر، وذلك باسم مجهول أو قيمة مجهولة أو مصدر مجهول؛
- أن لا يكون للأسهم ربح ثابت؛
- أن لا يكون للأسهم امتياز خاص دون غيرها من الأسهم، حتى لا يتنافى ذلك مع العدل والمساواة المطلوبة شرعا في المعاملات؛
- أن تكون المساهمات مقيمة تقييما صحيحا؛
- عدم تقديم أي ضمانات، كضمانات بالتعويض في حالة خسارة الشركة.

المصدر: راجع: - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية-دراسة تطبيقية-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص 55-57.

- محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 198.

ثانيا: النظرة الشرعية للسندات:

من خلال تعريف السندات ومعرفة خصائصها وبيان أنواعها، يتبين أن حقيقة هذه المعاملة ما هي إلا قرض ربوي، فصاحب السند هو المقرض والمصدر له هو المقترض، وذلك لأن المصدر للسند يستخدم قيمته ويتصرف فيها خلال مدة السند، ويكون ضامنا لها بردها في المدة المتفق عليها وهي خصائص القرض، إلا أن اشتراط الفائدة على قيمة القرض تجعل القرض ربويا.¹ وقد جاء في قرار مجلس الفقه الإسلامي في دورته السادسة المنعقدة بجدة في مارس 1990 ما يلي:²

- السندات التي تمثل إلتراما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط، محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية، سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربيا أو ريعا أو عمولة أو عائدا؛

- تحرم السندات ذات الكوبون الصفري، باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسما لهذه السندات؛

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص 228.

² قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 60، (6/11)، 17 - 23 شعبان 1410 هـ الموافق لـ 14-20 مارس 1990. من الموقع:

<http://www.kantakji.com/fiqh/Markets.htm> (12/08/2018)

- تحرم السندات ذات الجوائز، باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار.
- ومن الممكن تطوير السندات لتتفق مع الضوابط الشرعية بعدة طرق منها:¹
 - إلغاء الفائدة الثابتة وتحويلها إلى صكوك استثمارية تخضع إلى قاعدة الغنم بالغرم؛
 - إلغاء شرط ضمان رد قيمة السند وفائدته، حتى يصبح مثل السهم العادي؛
 - تحويل السندات إلى أسهم عادية.
- ولقد اجتهد العديد من أهل الفقه والعلم والاختصاص في إيجاد البديل الإسلامي للسندات، وكذلك اقتراح أوراق مالية جديدة أخرى.

الفرع الثاني: المشتقات المالية من المنظور الشرعي

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية إلى ضرورة البحث في طبيعة المشتقات المالية، ومحاولة أسلمتها وتطهيرها من المخالفات الشرعية، الأمر الذي أدى إلى انعقاد العديد من المؤتمرات وإعداد الأبحاث التي اهتمت بالنظرة الشرعية لهذه الأدوات ومحاولة إيجاد بدائل شرعية لها.

أولاً: حكم التعامل بعقود الخيار:

نصّ قرار مجلس المجمع الفقهي الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة سنة 1992 على أن:²
 "عقود الخيارات -كما تجري اليوم في الأسواق المالية- هي عقود مستحدثة، لا تتطوي تحتأي عقد من العقود المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه، فإنه غير جائز شرعا، وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها."
 وتعتبر عقود الخيارات محظورة شرعا من قبل جمهور العلماء بسبب:¹

¹ حسين شحاته وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى ناشرون، القاهرة، مصر، 2001، ص 69.

² قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة السابعة، 1412 هـ الموافق لـ 1922. من الموقع: <http://www.kantakji.com/fiqh/Markets.htm> (12/08/2018)

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص ص 281-282.

- التعامل في هذه العقود قائم على الغرر: حيث أن أسعار العقد أثناء التنفيذ مجهولة بالنسبة لبائع الخيار، فقد يخسر خسارة كبيرة إذا كانت الأسعار في صالح المشتري، وكذا الأمر بالنسبة لمشتري الخيار فإذا كانت الأسعار في غير صالحه فإنه يخسر أموال الخيار؛

- التعامل في هذه العقود قائم على القمار: والقمار هو ما يكون فاعله مترددا بين أن يغنم وأن يغرّم، وهذا المعنى موجود في عقود الخيار في الحالة التي تنتهي فيها الصفقة بالتسوية النقدية، حيث يكفي فيها المتعاقدان بقبض فرق السعيرين أو دفعه، سواء كان غرض المتعاقدين المضاربة على فروق الأسعار أو التحوط ضد تقلباتها، وذلك لتردد كل واحد منهم بين الغنم والغرّم، فهذه العقود صورة من صور القمار واستنباط طرق جديدة تمكّن من الحصول على الكسب أو تحمل الخسارة تبعا للحظ، وأن ربح أحدهما يكون على حساب خسارة الآخر، وهو ما يكون في الميسر المحرم؛

- عقود الخيار من قبيل بيع الإنسان ما لا يملك: إذ أن بائع الخيار قد لا يملك الأسهم المباعة، بل أنه عندما يتحقق البيع يذهب ويشتريه من السوق، ويتحقق ربحه أو خسارته من الفارق سعري بين الشراء والبيع؛

- صورية أغلبية البيوع: عقود الخيار صورية ولا يجرى تنفيذها، وبالتالي لا يترتب عليها تمليك ولا تملكا فلا المشتري يمتلك المبيع ولا البائع يمتلك الثمن؛

- اعتبار الشروط المرافقة لعقود الخيار من الشروط الفاسدة: ذهب جمهور الفقهاء إلى أن كل شرط يخالف مقتضى العقد فهو باطل، إذ أن المال المدفوع الذي يحصل عليه أحد طرفي العقد مقابل بيعه حق الخيار، ودفع الطرف الآخر لهذا المال مقابل تحويله الحق في فسخ العقد خلال الفترة المحددة، يبين أن هذا الشرط ينافي مقتضى العقد؛

- تعارض عقود الخيار مع قاعدة العدل المطلوبة في المعاملات: يتيح عقد الخيار لأحد الطرفين الفرصة في تحقيق مكاسب كبيرة على حساب الطرف الثاني، من خلال إتاحة الفرصة في معرفة الأسعار مدة الخيار ثم اتخاذ القرار بالتنفيذ من عدمه.

ثانيا: حكم التعامل بالعقود المستقبلية والآجلة:

نص البيان الختامي لندوة الأسواق المالية المنعقدة في الرباط سنة 1410هـ الموافق لسنة 1990م، وقرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد بجدة سنة 1412هـ الموافق لسنة 1992، والمعيار

الشرعي رقم 20 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، على تحريم التعامل بعقود المستقبلية، لأنها مواعدة ملزمة تتحول إلى عقد بيع في المستقبل دون إيجاب أو قبول.¹

لا يترتب على العقود المستقبلية والأجلة تملك المبيع للمشتري ولا الثمن للبائع عند إنشاء العقد، ويتأجل فيه تسليم الثمن والمثلن إلى يوم التصفية المحدد لتنفيذ العقد، لذلك فهي غير جائزة شرعا، حيث تنطوي على المخالفات التالية:²

- تنطوي هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده، وذلك أن أغلب هذه العقود تتم على المكشوف، أي أن البائع يبيع أسهما لا يملكها على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل، ليقوم بشرائها في هذا الوقت وتسليمها للمشتري، وفي هذا ارتكاب للمحذور ومخالفة صريحة منهيعنها لبيع الإنسان ما ليس عنده؛

- يتم في هذه العقود تأجيل تسليم المبيع وأيضا تأجيل تسليم الثمن، أي تأجيل الثمن والمثلن، وهذا من قبيل النسبة بالنسبة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه؛

- يقوم المضارب عادة بتأجيل مركزه إلى تاريخ لاحق إذا توقع تعرضه لخسارة في تاريخ التصفية، وذلك مقابل دفعه لمبلغ من المال يسمى بدل التأجيل لمن ينقل إليه مركزه، سواء كان مضاربا يرغب في تأجيل التسليم أو ممولا يرغب في تنمية أمواله، وحيث أن بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محددة زما ومقدارا، يدفعها المقترض أي المضارب للمقرض وهو الممول، وهو ما يعني أن بدل التأجيل بهذا المعنى يعد من ربا النسبة المجمع على تحريمه.

وحتى تكون العقود المستقبلية والأجلة صحيحة ومقبولة من الناحية الشرعية، لا بد من توافر شروط تتمثل في:¹

- تسليم الثمن حالا في مجلس العقد؛
- يقوم البائع بتوفير السلعة المباعة والمتفق عليها عند حلول أجل التسليم؛
- أن يكون هدف المشتري هو الحصول الفعلي على السلعة المتفق عليها، وأن يتجنب ويتقاضي بيع سلع لم يقبضها ولم يملكها بعد.

¹ رفع عبد الرحمن النجدي، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص 287.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص ص 288-289.

¹ ضياء مجيد الموسوي، البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات -، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 109.

- لا تمنع الشريعة الإسلامية من تغطية المخاطر، ولكن يشترط أن يكون أحد طرفي المعايضة مدفوعاً، ومن أراد أن يسلف، فعليه أن يسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم، وبالتالي لا يجوز تأخير وتأجيل قبض الثمن، فالاستلاف هو التقديم، وإنما سمي سلماً لما فيه من تسليم الثمن، فإذا تمّ تأجيله لم يكن سلماً ولا يصح²

ثالثاً: حكم التعامل بعقود المبادلات:

تتفرع عقود المبادلات إلى ثلاثة أنواع رئيسية، لذلك يتم تبيين مدى تطابق هذه العقود مع مبادئ الشريعة الإسلامية لكل نوع على حدى على النحو التالي:

1- حكم التعامل بعقود مبادلات معدلات الفائدة:

تعرف عقود مبادلة أسعار الفائدة بأنها العمليات التي يتمّ بموجبها الاتفاق بين طرفين على مقايضة معدلات عائد متغيرة بمعدلات عائد ثابتة، على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقترن ذلك بالضرورة- بتبادل هذا المبلغ.²

تعتبر عقود مبادلة أسعار الفائدة غير جائزة شرعاً بسبب:³

- أن العقد تمّ على شيء محرم شرعاً وهو سعر الفائدة؛
- اشتغال المعاملة على الربا، ففي الحقيقة لا تتضمن المبادلة فوائد القروض كما قد يظهر، وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في السوق المحددة لإجراء المبادلة؛
- اشتغال هذه العقود على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل على النحو الذي سبق توضيحه، فيكون كل واحد من المتعاقدين غانماً أو غارماً وهذه هي حقيقة القمار.

2- حكم التعامل بعقود مبادلات العملة:

تعرف عقود مبادلة العملات بأنها: اتفاق بين طرفين يتضمن عمليتين: عملية شراء أو بيع عملة معينة مقابل عملة أخرى، على أساس التسليم الآني بين العملتين، وعملية بيع أو شراء في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين.¹

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 1094.

³ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص 125.

يوجد في عقود مبادلات العملة عقدين أساسيين هما:²

- **العقد الأول:** وهو عقد قرض بزيادة مشروطة ومحددة سلفاً وزماناً ومقداراً، وهو غير جائز شرعاً من باب الربا؛

- **العقد الثاني:** وهو عقد بيع عملة بعملة أخرى بيعاً جائزاً، وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد، لأنه صرف توفرت فيه شروط الحلول والتقابض، أما إذا كان غير ذلك فإنه يخرج من نطاق الجواز لعدم تحقق أحد هذين الشرطين، هذا من جهة العقود، ومن جهة أخرى نجد أن الآلية قد تمت بتبادل مشروط للقروض، حيث أن الطرف الأول يقرض الطرف الثاني على شرط أن يقرض الثاني الأول، ونتيجة لهذه المفاصد، جاء عدم جواز مبادلة العملة وذلك لاحتوائها على الربا وقرض متبادل على أساس مشروط.

3- حكم التعامل بمبادلة السلع:

تعرف عقود مبادلة السلع بأنها: مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر، لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم سداد الثمن فوراً، وبيعها في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها.³

يعتبر التعامل بعقود مبادلة السلع غير جائز شرعاً، بسبب:⁴

- عقد يظهر فيه قصد التحايل على الربا، وأن المراد منها أخذ النقود بنقود؛

- أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض فعلي؛

- عقد مبادلة السلع فيه قمار، لانعدام تبادل المبيع ولكن بدفع الفارق بين السلعتين.

4- حكم التعامل بمبادلة عوائد الأسهم:

تعرف مبادلة عوائد الأسهم بأنها اتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد

على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم، أو أصل مالي آخر.¹

¹ عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية - من منظور إداري ومحاسبي-، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة، مصر، 2004، ص 119.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص 127.

³ عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص 119.

⁴ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص 128.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 1126.

- تعتبر مبادلة عوائد الأسهم غير جائزة شرعا، لأنها عقد لمبادلة نقود بنقود مع التأجيل، مع جهالة مقدار النقود عند التعاقد، حيث لا يعلم قدرها، إلا في الوقت المحدد لإجراء المبادلة، بناء على ما يكون عليه معدل العائد على الأسهم في ذلك الوقت، فهو ينطوي على:²
- الربا بنوعيه: ربا الفضل و ربا النسيئة، إذا كانت النقود من عملة واحدة، أو ربا نسيئة إذا كانت من عملتين؛
 - بيع الدين بالدين، لأنه عقد مؤجل فيه العوضان؛
 - الغرر: لجهالة مقدار النقود عند التعاقد؛
 - القمار: لأن الغرض من هذه العقود هو المحاسبة على الفرق بين معدلي العائد على الأسهم، وليس التقابض الذي هو مقصود العقود، فكان أحد العاقدين غانما، والآخر غارما، وهذه حقيقة القمار.
- كما يتم تداول الصكوك الاستثمارية بمختلف أنواعها في السوق المالي الإسلامي، وسيتم بيان هذا العنصر في الفصل الثاني.

خلاصة الفصل:

يعتبر السوق المالي الإطار التنظيمي الذي يتم فيه تعبئة المدخرات من أصحاب الفائض التمويلي وتوجيهها نحو أصحاب العجز التمويلي، ليؤدي بذلك دورا حيويا في استمرار وتوسع النشاط الاقتصادي من خلال شبكة الخدمات الواسعة والمتنوعة التي يوفرها، وينقسم السوق المالي إلى نوعين حسب آجال العمليات، السوق النقدي الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل

² منيرة بباس، المجازفة و المشتقات المالية بين الواقع العملي والتكليف الشرعي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 7، العدد 2، جامعة الجليلي بونعامة، عين الدفلى، الجزائر. 2016، ص ص 137-138.

وسوق رأس المال الذي تتداول فيه الأدوات المالية طويلة الأجل، المتمثلة في أدوات الملكية وأدوات الدين والمشتقات المالية.

كما يعتبر السوق المالي الإسلامي الذي يتم فيه إصدار وتداول الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية قناة تمويلية هامة بين أصحاب العجز التمويلي وأصحاب الفائض التمويلي، حيث يعمل هذا السوق على جذب المدخرات واستثمارها في المجالات التي تؤدي إلى خلق طاقات إنتاجية، وتتداول في هذا السوق العديد من المنتجات التقليدية المقبولة شرعا كـ بعض أنواع الأسهم، في حين تعتبر السندات والمشتقات المالية غير قابلة للتداول فيه بسبب المخالفات الشرعية التي تكتنفها.

الفصل الثاني:

الشركات ذات الغرض الخاص

ودورها في الأسواق المالية

تمهيد:

تعد الشركات ذات الغرض الخاص (SPV) من أهم ابتكارات الهندسة المالية التي تساهم في تنمية الأسواق المالية وتطورها، باعتبارها طرفاً رئيسياً في عمليات التوريق، كونها تقوم بعملية تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة قابلة للتداول في الأسواق المالية، لتساهم بذلك في زيادة حجم التعاملات وتوسيع تشكيلة الأوراق المالية المتداولة، هذه الأخيرة التي تتميز بدرجة عالية من السيولة وتصنيف ائتماني جيد، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها المستثمرون في السوق، مما يسمح لهم بتنويع محافظهم المالية وزيادة إيراداتهم.

من جهة أخرى تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص كذلك طرفاً هاماً في عمليات التصكيك، باعتبارها الجهة المصدرة للصكوك بمختلف أنواعها في مقابل شرائها للأصول غير سائلة من الشركات المنشئة، مع التزامها بضوابط الشريعة الإسلامية حتى تكون معاملاتها صحيحة ومقبولة شرعاً.

ولتوضيح الجانب النظري للشركات ذات الغرض الخاص من المنظورين التقليدي والإسلامي ومساهمتها في تنشيط الأسواق المالية، عن طريق تدخلها في عمليتي التوريق والتصكيك تمّ تقسيم هذا الفصل إلى المبحثين التاليين:

- المبحث الأول: الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في صناعة التوريق؛
- المبحث الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في صناعة التصكيك.

المبحث الأول: الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في صناعة التوريد

تعد الشركات ذات الغرض الخاص من بين أبرز ما توصل إليه الابتكار المالي والهندسة المالية، والتي تؤدي دوراً هاماً في زيادة حجم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، لتساهم بذلك في جذب العديد من المستثمرين الراغبين في زيادة إيراداتهم وتقليل المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها. ولتوضيح الأسس النظرية المتعلقة بالشركات ذات الغرض الخاص ودورها في صناعة التوريد، تم تقسيم المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: تعريف الشركات ذات الغرض الخاص ونشأتها وأهميتها؛**
- **المطلب الثاني: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص وأشكالها القانونية؛**
- **المطلب الثالث: الأغراض الاقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص وشروط**

١ . ٢ ١٠ ١ . ١ ٠

المطلب الأول: تعريف الشركات ذات الغرض الخاص ونشأتها وأهميتها

ظهرت الشركات ذات الغرض الخاص في أواخر سبعينات القرن العشرين، بعد التوجه لإنشائها لزيادة السيولة لدى البنوك والشركات، من خلال القيام بعملية التوريد، لتعرف هذه الشركات فيما بعد تطورات عدة زادت من أهميتها في الأسواق المالية. ولتوضيح مختلف التعاريف المقدمة للشركات ذات الغرض الخاص ومختلف مراحل تطورها، وكذا أهميتها في الأسواق المالية، تم تقسيم هذا المطلب إلى الفرعين التاليين:

- الفرع الأول: تعريف ونشأة الشركات ذات الغرض الخاص؛

- الفرع الثاني: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص.

الفرع الأول: تعريف ونشأة الشركات ذات الغرض الخاص

الشركة ذات الغرض الخاص هي مصطلح غربي الأصل، تعرف بالإنجليزية بالشركة ذات الغرض الخاص SPV (Special Purpose Vehicle)، وتعرف في النظام الأمريكي بالمتشأة ذات الغرض الخاص SPE (Special Purpose Entity)، وهي شركة تنشأ لغرض خاص أو غرض محدد

مسبقاً،¹ وقد تطورت هذه الشركات تبعا لعدة مراحل إلى أن أصبحت تحظى بأهمية كبيرة في الأسواق المالية، وللتعرف على الشركات ذات الغرض الخاص ونشأتها، يتم تناول ما يلي:
أولا: تعريف الشركات ذات الغرض الخاص:

تعرف الشركات ذات الغرض الخاص على أنها:

- شركات التوريق التي يتم تحويل الأصول محل التوريق إليها لتتولى إصدار الأوراق المالية بقيمتها، وسداد قيمة الأصل للشركة المنشئة بمبلغ أقل من القيمة الأصلية له لكسب الفرق، وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية.²
- كيانات قانونية يتم إنشائها من قبل شركات تعرف باسم الشركات المنشئة، يتم تحويل الأصول إليها لتحقيق غرض معين أو القيام بنشاط محدد، بحيث لا يكون لهذه الشركات أي غرض آخر غير النشاط الذي أنشأت من أجله، ويتم تحديد القواعد التي تحكمها مسبقاً، ولا يعمل فيها موظفون ولا تملك مقرا لممارسة نشاطها.³
- كيانات قانونية مستقلة تنشئها الشركات المنشئة للقيام بأنشطة محددة مسبقاً أو لإجراء سلسلة من المعاملات.⁴
- شركات يتمثل دورها في توريق القروض المحولة إليها والمضمونة بأصول؛ بمعنى أنها تقوم بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بقيمة هذه الحقوق المالية والأصول الضامنة لها، ويمكن للشركات ذات الغرض الخاص أن تكون تابعة للشركات المنشئة لهذه القروض؛ أي بمعنى آخر إذا لم يتم إنشاء مثل هذه الشركات المتخصصة فإن الشركات المنشئة تنشئها خصيصاً لتوريق قروضها، وتعتبر تابعة لها ولكن لها ميزانية مستقلة وذمة مالية مستقلة.⁵

¹ علي هلال مشرف البقوم، دور الشركات ذات الغرض الخاص في الصكوك الإسلامية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الإسلامية - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الفلسفة، كلية العلوم الإسلامية العالمية، جامعة العلوم الإسلامية، عمان، الأردن، 2015، ص 111.

² يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها - الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية والتجارية -، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 31.

³ Ahmed M. Alkhan, A critical analysis of special purpose vehicle in the Islamic banking industry: the kingdom of Bahrain as a case study, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of doctor of philosophy in Islamic Finance, Centre for Islamic Finance University of Bolton, Great Britain, 2016, pp 20-21.

⁴ Paul Deméré and all, The economic effects of special purpose entities on corporate tax avoidance, 2017, p 1. In the site: <https://ssrn.com/abstract=2557752> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2557752> (25/12/2020).

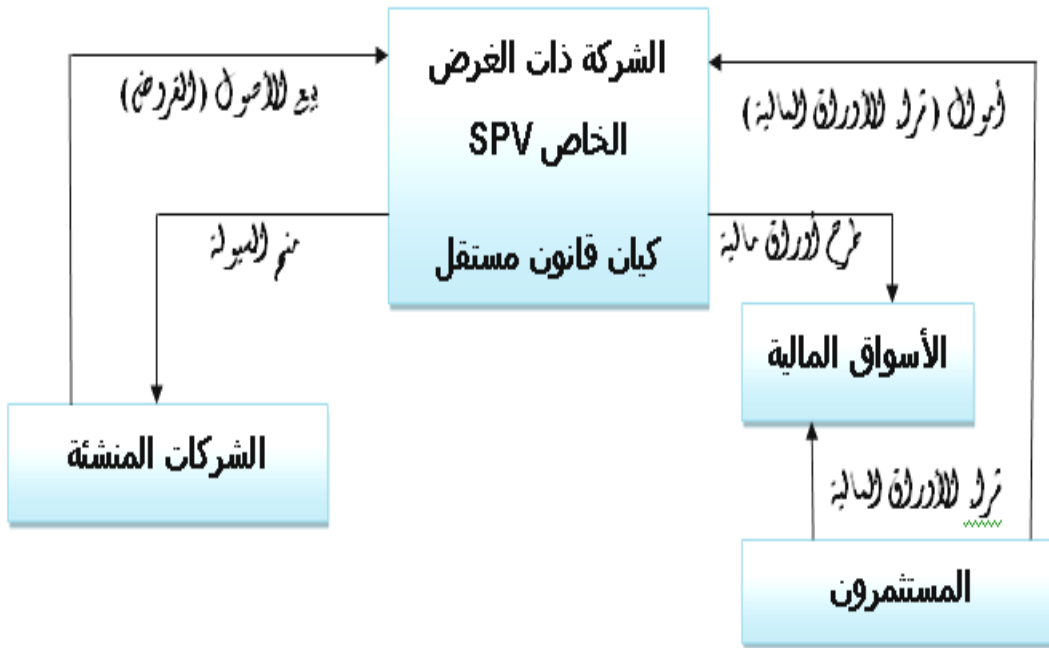
⁵ مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار الغريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001، ص 243.

يلاحظ من التعاريف السابقة أنها ركزت على تعريف الشركات ذات الغرض الخاص من خلال وظيفتها وخصائصها، وانطلاقاً من ذلك يمكن استخلاص تعريف الشركات ذات الغرض الخاص على النحو التالي:

هي كيانات قانونية مستقلة يتم تحويل الأصول غير سائلة إليها من قبل الشركات المنشئة لها لتقوم بإصدار الأوراق المالية المضمونة بتلك الأصول في الأسواق المالية.

يمكن تمثيل مفهوم الشركة ذات الغرض الخاص من خلال وظيفتها في الشكل الموالي.

الشكل رقم 6 : مفهوم الشركة ذات الغرض الخاص



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- علي هلال مشرف البقوم، دور الشركات ذات الغرض الخاص في الصكوك الإسلامية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الإسلامية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الفلسفة، كلية العلوم الإسلامية العالمية، جامعة العلوم الإسلامية، عمان، الأردن، 2015، ص 111.

ثانياً: نشأة الشركات ذات الغرض الخاص:

مرّت الشركات ذات الغرض الخاص بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى شكلها المعروف

حالياً، يمكن تلخيص هذه المراحل في النقاط الموالية:¹

¹Ahmed M.Alkhan, op cit, p p 35 – 37.

← ظهرت الشركات ذات الغرض الخاص في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات، فقد بدأت في الظهور في المؤسسات المالية لمساعدة البنوك والشركات الأخرى على تحقيق الدخل، من خلال القيام بعملية التوريق خارج الميزانية العمومية؛

← وتزايد الاعتماد على الشركات ذات الغرض الخاص في سنوات الثمانينات، نتيجة ظهور مجموعة من المعايير المحاسبية* سنة 1983، والتي وضحت طريقة إعداد التقارير المالية للمعاملات التي تقوم بها الشركات ذات الغرض الخاص، وطريقة إطفاء الديون، والسماح بتسجيل التحويل كبيع في التقارير المالية للشركة، على الرغم من التزام البائعين بشكل مستمر بتسليم الأصول المبيعة شريطة تقدير هذا الالتزام لأغراض محاسبية، وقد كان لهذا التغيير في القاعدة المحاسبية دورا كبيرا في تطور الأسواق المالية؛ كونه سمح للشركات بإزالة الأصول المالية خاصة الخطرة منها من ميزانياتها العمومية وتحويلها إلى الشركات ذات الغرض الخاص؛

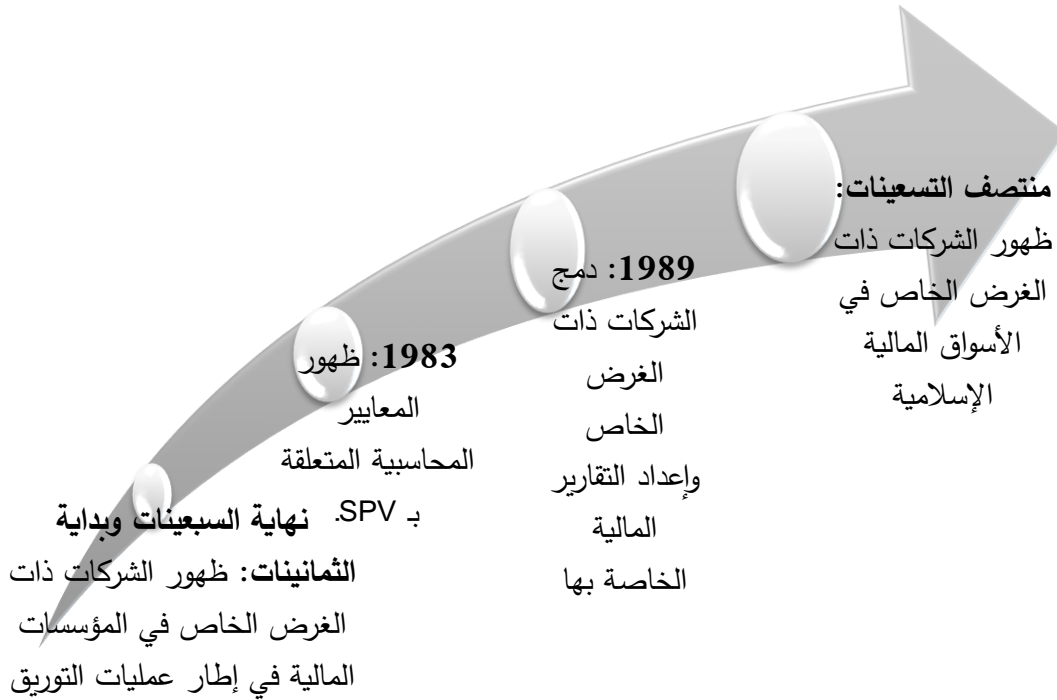
← وفي سنة 1989 عالجت فرقة العمل المعنية بالقضايا المستجدة (Emerging Issues Task Force) في الولايات المتحدة الأمريكية مسألة الوقت المناسب لدمج الشركات ذات الغرض الخاص مع الشركة المنشئة أو مع طرف آخر، كما قدمت عدة إرشادات مهمة حددت فيها الوقت المناسب لمعاملة الشركة ذات الغرض الخاص ككيان مستقل لإعداد التقارير المالية، مع الإبلاغ عن أصولها وخصومها بشكل منفصل عن الشركة المنشئة، إلا أنه رغم الاهتمام الذي حظيت به الشركات ذات الغرض الخاص، وكذا توسع سوقها بشكل مستمر بقيت غير معروفة حتى نهاية القرن العشرين في الأسواق المالية العالمية، في المقابل عرفت الأسواق المالية الإسلامية استخدام الشركات ذات الغرض الخاص في منتصف التسعينات.

يمكن توضيح مراحل تطور الشركات ذات الغرض الخاص في الشكل الموالي.

*المعايير المحاسبية (Accounting Standards) هي عبارة عن مجموعة من المبادئ والمعايير والإجراءات المحاسبية التي تحدد سياسات وممارسات المحاسبة المالية، والتي تحكم إعداد التقارير المالية للشركات، وتم الاعتراف بها من قبل لجنة الأوراق المالية التي تنظم البورصات الأمريكية.

**فرقة العمل المعنية بالقضايا المستجدة هي منظمة شكلها مجلس معايير المحاسبة المالية في سنة 1984 لتحديد ومناقشة وحل مشكلات المحاسبة المالية بهدف تحسين التقارير المالية، وتتألف هذه الفرقة من محاسبين من الشركات العامة الكبيرة، بالإضافة إلى كبير المحاسبين في هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية، وتقوم هذه الفرقة بتحديد وحل القضايا المحاسبية من خلال ممارسات وأساليب موحدة.

الشكل رقم 7: مراحل تطور الشركات ذات الغرض الخاص



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على :

- Ahmed M.Alkhan, A critical analysis of special purpose vehicle in the Islamic banking industry: the kingdom of Bahrain as a case study, Adissertationsubmittedinpartialfulfillmentof therequirementsforthedegreeofdoctorofphilosophyinIslamicFinance, CentreforIslamicFinanceUniversityofBolton, Great Britan , pp 35-37.

الفرع الثاني: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص

تكتسي الشركات ذات الغرض الخاص أهمية بالغة، وقد حددت لجنة بازل أهمية الشركات ذات الغرض الخاص بالنسبة للشركات المنشئة من جهة، وبالنسبة للمستثمرين من جهة أخرى على النحو التالي:

أولاً: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص بالنسبة للشركات المنشئة:

تتجلى أهمية الشركات ذات الغرض الخاص بالنسبة للشركات المنشئة من خلال:¹

1- إدارة المخاطر:

تقوم الشركات المنشئة بتحويل المخاطر خاصة مخاطر الائتمان إلى أطراف أخرى، لأنه عند عزل أصول الشركات المنشئة عن الشركات ذات الغرض الخاص، يمكنها تحديد التزامها القانوني، فإذا كانت الأصول الأساسية التي تملكها الشركات ذات الغرض الخاص غير كافية لسداد حقوق دائنيها بشكل كامل، فالشركات المنشئة ليست ملزمة بتقديم أموال إضافية، ويمكن بالتالي

¹Report on special purpose vehicle entities,2009, p 11. In the site:<https://www.bis.org/publ/joint23.pdf> (05/05/2019).

استخدام الشركات ذات الغرض الخاص لنقل مخاطر الائتمان من المنشئ إلى الطرف الثالث (المستثمرون في الأسواق المالية)، ويعتمد مدى تحويل مخاطر الائتمان إلى الطرف الثالث على أنواع ديون الشركات ذات الغرض الخاص التي يتم بيعها إلى هذا الطرف في مقابل تلك التي تحتفظ بها الشركات المنشئة؛

ومن الدوافع الأخرى التي تدفع الشركات لإنشاء الشركات ذات الغرض الخاص إدارة مخاطر أسعار الفائدة، حيث تتوافق التدفقات النقدية للديون التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص مع التدفقات النقدية للأصول الأساسية بشكل أفضل مما لو كانت الشركات المنشئة قد أصدرت ديونها الخاصة لتمويل الأصول؛

2- توفير السيولة:

تتمثل إحدى الوظائف الرئيسية للشركات ذات الغرض الخاص في السماح للشركات المنشئة بتحويل الأصول الأقل سيولة إلى أوراق مالية أكثر سيولة قابلة للتداول في الأسواق المالية، حيث تقوم الشركات ذات الغرض الخاص بشراء الأصول من الشركات المنشئة من جهة، وإصدار الأوراق المالية المضمونة بتلك الأصول من جهة أخرى.

3- تخفيض تكلفة التمويل:

تمكّن الشركات ذات الغرض الخاص الشركات المنشئة من الحصول على التمويل بتكلفة أقل مقارنة بطرق التمويل التقليدية التي تعد مكلفة، خاصة في حالات زيادة الطلب على السيولة، إذ تقوم الشركات ذات الغرض الخاص بشراء الأصول الخطرة مسبقاً خاصة القروض ومنحها التمويل اللازم، من خلال تحويل أصولها غير المصنفة إلى أوراق مالية ذات جودة ائتمانية عالية؛

4- إمكانية الوصول إلى مصادر تمويل إضافية:

تتيح الشركات ذات الغرض الخاص إمكانية الوصول إلى مصادر تمويل إضافية أكبر مقارنة بالمصادر المتاحة من خلال الاقتراض المباشر، لأن الاستقلالية القانونية والمالية للشركات ذات الغرض الخاص عن الشركات المنشئة يساعد هذه الأخيرة على الاقتراض غير المباشر من مستثمرين جدد أو اقتراض قيمة أكبر من المستثمرين الموجودين.

ثانياً: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص بالنسبة للمستثمرين:

تتمثل أهمية الشركات ذات الغرض الخاص بالنسبة للمستثمرين فيما يلي:¹

- اعتبار المستثمرين عملية شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص بمثابة إقراض مضمون، وهو ما يسمح لهم بالتركيز على المخاطر المرتبطة بمجموعة معينة من الأوراق

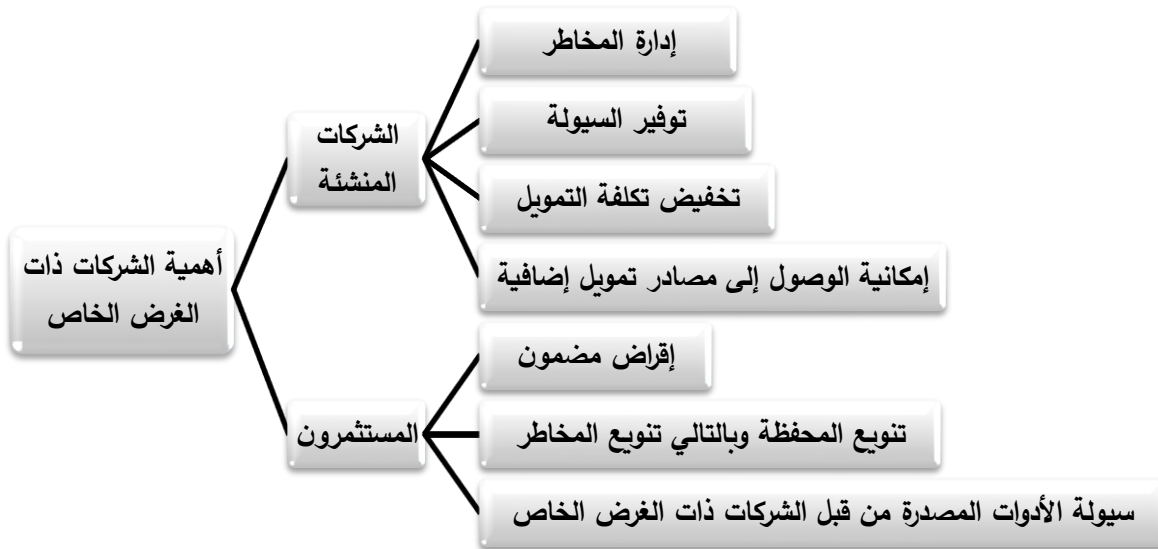
¹Report on special purpose vehicle entities, op cit, p 11.

المالية، بدلا من الاضطرار إلى تقييم الوضعية المالية للشركات المنشئة والجدارة الائتمانية المرتبطة بها؛

- تتيح الشركات ذات الغرض الخاص للمستثمرين إمكانية الاستثمار في منتجات جديدة من أجل تنويع محافظهم الاستثمارية، وبالتالي تنويع المخاطر؛
- تتميز الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص بسهولة تداولها في الأسواق المالية الثانوية.

يمكن تمثيل أهمية الشركات ذات الغرض الخاص بالنسبة للشركات المنشئة والمستثمرين في الشكل الموالي.

الشكل رقم 8 : أهمية الشركات ذات الغرض الخاص



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

Report on special purpose vehicle entities, 2009, p 11. In the site: <https://www.bis.org/publ/joint23.pdf> (05/05/2019).

المطلب الثاني: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص وأشكالها القانونية

تتميز الشركات ذات الغرض الخاص بعدة خصائص تميزها عن باقي الشركات المتدخلة في السوق المالي، ولهذه الشركات عدة أشكال قانونية تختلف من نظام قانوني إلى آخر، وهذا ما سيتم توضيحه من خلال الفرعين التاليين:

- الفرع الأول: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص؛

- الفرع الثاني: الأشكال القانونية للشركات ذات الغرض الخاص.

الفرع الأول: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص

تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص شركات ذات طبيعة خاصة، تتميز بمجموعة من الخصائص، يمكن تلخيصها في الجدول الموالي.

الجدول رقم 7: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص

المعنى	الخصائص
الشركات ذات الغرض الخاص كيان مستقل، حيث توجد آليات قانونية تعزل أصول وخصوم الشركات ذات الغرض الخاص عن أصول الشركات المنشئة.	كيان مستقل
تتعدد أغراض الشركات ذات الغرض الخاص ويتم تحديدها مسبقاً، وبمجرد القيام بها تتوقف عن النشاط.	تعدد الأغراض
الشركات ذات الغرض الخاص هي كيانات معترف به قانونياً تأخذ أحد الأشكال القانونية التالية: شركة مساهمة أو شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة أشخاص وغيرها.	الشخصية القانونية
لا يعمل موظفون في الشركات ذات الغرض الخاص، لأنه في كثير من الأحيان لا يكون لها تواجد مادي.	الموظفون
انخفاض حجم رأس المال اللازم لتأسيس الشركات ذات الغرض الخاص.	رأس المال
يتم تنفيذ الوظائف الإدارية للشركات ذات الغرض الخاص من قبل الأمين، باعتباره الجهة المسؤولة عن حفظ المستندات واستلام المبالغ المحصلة.	الوظائف الإدارية
الشركات ذات الغرض الخاص هي شركات لا يمكن إفلاسها للأسباب	الإفلاس

التالية:

- مطالبة جميع دائني الشركات ذات الغرض الخاص بالتوقيع على تعهد مكتوب يتضمن موافقتهم على منحهم صلاحية محدودة في المطالبة بسداد مستحقاتهم النقدية، وذلك وفقا لترتيب المدفوعات حسب الأولويات المنصوص عليها في الوثائق التعاقدية المتعلقة بالتدفقات النقدية السندية؛
- ضمان عدم وجود خطر الدمج للشركات ذات الغرض الخاص مع الشركات المنشئة أو أي طرف آخر، عن طريق تعيين أعضاء مجلس إدارة ومساهمين مستقلين للشركات ذات الغرض الخاص؛
- يجب أن يكون تحويل الأصول من الشركات المنشئة إلى الشركات ذات الغرض الخاص بيعا حقيقيا؛ أي نقل جميع الحقوق والالتزامات المتعلقة بالأصول إلى الشركات ذات الغرض الخاص، وحذفها من الميزانية العمومية للشركات المنشئة التي لم يعد لديها أي حق في هذه الأصول، فعندئذ لن يكون بإمكان دائني الشركات المنشئة حق الرجوع إلى أصول الشركات ذات الغرض الخاص إذا تعرضت إلى الإفلاس؛
- منع الشركات ذات الغرض الخاص من تحمل ديون أخرى بخلاف المعاملة المعنية، حيث ينص في نظامها الأساسي أنه لا يسمح لها بالاقتراض، وهذا ما يجنبها الوقوع في الإفلاس الجبري، إذ أن الإفلاس أمر يقع فيه المدينون فقط، وفي الحالات التي يسمح نظامها الأساسي بالاستدانة تحرص الشركات المنشئة على أخذ تعهدات منهم بعدم المطالبة بإفلاس الشركات ذات الغرض الخاص؛
- لا يجوز للشركات ذات الغرض الخاص ممارسة أعمال تجارية والاندماج مع شركات أخرى؛
- لا يسمح بجل وتصفية الشركات ذات الغرض الخاص إلا بعد انقضاء الالتزامات الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها.

وعليه تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص كيانات قانونية مستقلة، لها أصولها وخصومها

(ميزانيتها الخاصة) فضلا عن وضعها القانوني الخاص، فإذا أفلست الشركات المنشئة يمكن أن تستمر الشركات ذات الغرض الخاص كونها بعيدة عن الإفلاس.

ولذلك، تنشأ الشركات ذات الغرض الخاص لأداء وظائف محدودة النطاق والزمن، مع عدد من الدائنين، وفي الغالب لا يكون لها وجود مادي، سوى تسجيلها لدى السلطات النقدية والمالية للدولة (مثلا هيئات الأسواق المالية)

وغالبا ما توصف بأنها شركات تابعة للشركات المنشئة لها، ومن هنا تبرز خصائصها الأساسية، وهي:

- شركات مستقلة بميزانيتها العمومية الخاصة؛
- استخدامها للقيام بمشروع ذي مخاطرة، مع تقليل أي تأثير مالي سلبي على الشركات المنشئة ومستثمريها؛
- عادة ما تؤسس الشركات ذات الغرض الخاص كشركات لتوريق الديون.

المصدر: راجع:

- Tristano Salnati and all, **Special purpose entities in megaprojects: empty boxes or real companies**, project management journal, Vol 48, N2, Project management institute, Pennsylvania, USA, 2017, p 58.
- Gary B. Gorton and Nicholas S. Souleles, **Special purpose vehicles and securitization**, A selection from a published volume from the national bureau of Economic Research, USA, 2007, p 550.
- John Deacon and all, **Global securitization and CDOs**, John wiley and sons LTD, Chichester, Great Britain, 2004, p 43.
- Matthew B. Farber, **Securitized lending, special purpose vehicles, and substantive consolidation**, lincoln law review, Vol 34, lincoln law school of San Jose, San Jose, USA, 2012, p p 44 – 45.
- محمد علي القرني، الشخصية الاعتبارية ذات الغرض الخاص (SPV)، دراسة مقدمة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ص ص 41-42.

من خصائص الشركات ذات الغرض الخاص كذلك أن آلية تحويل الأصول إليها من الشركات المنشئة يتيح لهذه الأخيرة إمكانية الحصول على الأموال اللازمة عن طريق التمويل خارج الميزانية العمومية، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب، ففي ظل هيكل خارج الميزانية العمومية يمكن للشركات المنشئة بيع أصولها التي تؤثر سلبا على بياناتها المالية إلى الشركات ذات الغرض الخاص، والتي تم إنشائها خصيصا بشكل قانوني مستقل،¹

¹Ahmed M .Alkhan,op cit, p33.

يمكن أن تكون عملية تحويل أصول الشركات المنشئة إلى الشركات ذات الغرض الخاص في إطار بيع حقيقي أو قرض مضمون، ولكي تعد العملية بيعا حقيقيا، يجب توفر مجموعة من الشروط هي:¹

- أن تكون أغلبية أسهم الشركات ذات الغرض الخاص مملوكة لشخص مستقل عن الشركات المنشئة؛
- سيطرة شخص مستقل على إدارة الشركات ذات الغرض الخاص.

ويمكن الفرق بين البيع الحقيقي والقرض المضمون في النقاط التالية:

- مستوى رجوع الشركة ذات الغرض الخاص إلى الشركة المنشئة لاستيفاء حقوقها: فكلما زاد هذا الرجوع ابتعدت الصفة عن جوهر البيع الحقيقي؛

- حق الشركة المنشئة في الاسترداد: فإذا نص في الاتفاق بين الشركة المنشئة والشركة ذات الغرض الخاص على أن تقدم رهنا رسميا على بعض ممتلكاتها العقارية لضمان الأصول، ونص في اتفاق التوريق على حق الشركة المنشئة في استرداد جزء من السندات المضمونة أو إعادة شرائه للسندات المتأخر سدادها فإن ذلك يجعل الاتفاق أقرب لكونه قرضا مضمونا والعكس صحيح؛

- الحق في الفوائد: فإذا كانت الشركة المنشئة الحق في المتحصلات الفائضة غير المتفق عليها من عوائد السندات فإن ذلك لا يعد بيعا حقيقيا، وإنما يعد قرضا مضمونا؛

- إظهار الهدف من عملية التوريق: فإذا كان الأطراف يقصدون البيع الحقيقي فلا بد من إظهار ذلك في الاتفاق؛

- اختلاط العوائد بأموال الشركة المنشئة: فإذا كانت الشركة المنشئة هي المسؤولة عن إدارة محفظة الأصول، ففي هذه الحالة يدفع المدينون للشركة المنشئة التيتحصل هذه العوائد، وحتى تتضمن الصفقة بيعا حقيقيا للأصول، يجب عزل هذه الأموال إلى حين إعادتها للشركة ذات الغرض الخاص، كي لا تختلط بأموال الشركة المنشئة.

يمكن توضيح الفرق بين القرض المضمون والبيع الحقيقي في الجدول الموالي.

¹ عبد الباري مشعل، الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك: المعالجة المحاسبية، 2015، على الموقع:

[https://assabeel.net/article/2015/10/28/\(25/05/2020\)](https://assabeel.net/article/2015/10/28/(25/05/2020))

الجدول رقم 8: الفرق بين البيع الحقيقي والقرض المضمون

المعيار	البيع الحقيقي	القرض المضمون
استيفاء الحقوق	لا يمكن للشركة ذات الغرض الخاص الرجوع إلى الشركة المنشئة لاستيفاء الحقوق	يمكن للشركة ذات الغرض الخاص الرجوع إلى الشركة المنشئة لاستيفاء الحقوق
حق الاسترداد	لا يحق للمنشئ استرداد جزء من السندات أو إعادة شراء السندات المتأخر سدادها	يحق للمنشئ استرداد جزء من السندات أو إعادة شراء السندات المتأخر سدادها
الحق في الفوائض	ليس للشركة المنشئة الحق في الفوائض المالية المتحققة لدى الشركة ذات الغرض الخاص	للشركة المنشئة الحق في الفوائض المالية المتحققة لدى الشركة ذات الغرض الخاص
العقد والاتفاق	ينص على البيع الحقيقي أثناء الاتفاق	ينص على القرض المضمون أثناء الاتفاق
اختلاط العوائد	عزل أموال وعوائد الشركة ذات الغرض الخاص عن أموال الشركة المنشئة	اختلاط أموال وعوائد الشركة ذات الغرض الخاص مع أموال الشركة المنشئة

المصدر: من إعداد الطالبة.

وتعتمد القواعد المتعلقة بدمج ميزانية الشركات ذات الغرض الخاص وظهورها في الميزانية العمومية للشركات المنشئة أو خارجها على المعايير المحاسبية المستخدمة. والجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم 9 : الاختلافات بين المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية ومبادئ المحاسبة الأمريكية

المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS)	مبادئ المحاسبة الأمريكية (GAAP)
<p>يتطلب تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) دمج أصول SPV، إذا كانت هذه الأخيرة خاضعة لسيطرة الشركة المنشئة، وهناك مجموعة من المؤشرات لتحديد ما إذا كان المنشئ يسيطر على الشركة ذات الغرض الخاص أو لا، تتمثل في:</p> <ul style="list-style-type: none"> - تقوم الشركة المنشئة بأنشطة نيابة عن SPV وتستفيد من ذلك؛ - تتحكم بشكل فعال في SPV؛ - تنطوي على غالبية مخاطر SPV؛ - تحصل على غالبية فوائد SPV. 	<p>منذ جانفي 2010، تم اعتماد قواعد جديدة تجعل معايير GAAP المتعلقة بـ SPV أقرب لتتماشى مع المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، حيث أن الافتراض الأساسي الذي مضمونه أن أصول SPV يجب أن تظهر خارج الميزانية لم يعد ساريا ويعتمد بشكل أكبر على المبادئ المتعلقة بالتحكم في الأصول الأساسية لـ SPV.</p>

Source: Price Waterhouse Coopers, **Creating an understanding of Special Purpose Vehicles**, 2011, p 11. In the site: <https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spvs.pdf> (25/05/2020).

الفرع الثاني: الأشكال القانونية للشركات ذات الغرض الخاص

يقصد بالشكل القانوني للشركات ذات الغرض الخاص الطابع الذي تأخذه هذه الشركات، والذي يختلف من نظام قانوني إلى آخر، يمكن تعداد الأشكال القانونية للشركة ذات الغرض الخاص كما يلي:

أولاً: شركة مساهمة (Corporation):

وهي كيان قانوني مستقل يضمن ديمومة الشركة، وبالتالي فإن وفاة أحد المساهمين لا يغير هيكل الشركة، ويفضل إنشاء هذا النوع من الشركات بسبب مسؤوليتها المحدودة التي تقتصر على

أصولها، الأمر الذي يحمي حملة الأسهم والمسؤولين في الشركة من أي مطالبات شخصية ما لم يرتكبوا الاحتيال، فالاستقلالية القانونية للشركة تجعل مساهمها غير مسؤولين شخصياً عن ديون الشركة.¹

ثانياً: شركة ترست (Trust):

الترست عبارة عن ترتيب قانوني يتم بموجبه نقل الأموال أو الممتلكات من المالك إلى شخص آخر (الأمين)؛ لإدارتها لصالح واحد أو أكثر من المستفيدين.²

تعتبر شركة الترتست شكلاً قانونياً يبيّن العلاقة بين الشركة المنشئة والأمين، وهذا الأخير هو الشخص الذي يحمل سند الملكية، في حين أن المستفيد هو الشخص الذي يستفيد من الفوائد، كون الشركات المنشئة ترغب في الاستفادة من أصول معينة دون أن تكون مالكا للأصول (لأسباب قانونية أو تنظيمية أو ضريبية أو لأسباب أخرى)، فقد يكون التكوين القانوني للشركة ذات الغرض الخاص على شكل شركة الترتست باعتبارها شركة هيكلية قانونية مفضلة للشركات المنشئة، والتي تستفيد من الأصول المملوكة للشركات ذات الغرض الخاص دون امتلاكها قانوناً، ويتمثل الاختلاف الرئيسي في شركة الترتست مقارنة مع الهياكل القانونية الأخرى في أن الأمين يمتلك بالكامل الشركة ذات الغرض الخاص مع إمكانية الاستفادة طرف آخر منها (على سبيل المثال الشركة المنشئة).

ثالثاً: الشركة ذات المسؤولية المحدودة (Limited Liability Company):

وهي الشركة التي يتحمل مالكوها المسؤولية القانونية عن ديونها بقدر حصصهم في رأس المال، ويفضل المستثمرون سواء كانوا بنوكاً أو مستثمرين آخرين هذا الشكل القانوني لتأسيس الشركة ذات الغرض الخاص، لأنهم قد يكونون قادرين على حساب خسائرهم المالية بشكل دقيق، لأن أي مطالبة بالحقوق ضد مستثمراً تقتصر على المبالغ المستثمرة.³

رابعاً: الشركة اليتيمة (Orphan Special Purpose Vehicle):

إذا تم تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص وفق قانون الشركات فإنها تكون عندئذ شركة مماثلة لباقي الشركات، ولكن الشركة المنشئة تواجه خطر إدعاء البعض أنّ الشركة ذات الغرض شركة تابعة

¹Ahmed M.Alkhan,op cit,pp 24-25.

² محمد عبد الحليم، نظام الوقف الإسلامي والنظم المشابهة في العالم الغربي - دراسة مقارنة-، مداخلة في المؤتمر الثاني للوقف حول الصيغ التنموية والرؤى المستقبلية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، يوم 27 نوفمبر 2008، ص ص 4-5.

³Ahmed M.Alkhan,op cit, p 26.

لها، فيصّر الدائنون على ضرورة دمج ميزانية الشركة الأولى مع ميزانية الشركة الثانية، فإذا حدث مثل ذلك فإن أموال المستثمرين تصبح في خطر لإمكانية حصول الدائنين عليها، وعليها يتحقق الهدف الذي أسست من أجله الشركة ذات الغرض الخاص، لذلك كانمن الضروري تبني مجموعة من الإجراءات والضوابط منها ما يلي:¹

- أن يكون للشركة ذات الغرض الخاص اسمها المستقل ودفاترها، وحساباتها الخاصة بها ورقم سجل مستقل في الجهات الرقابية ومصلحة الضرائب وغيرها؛
- أن ينص على أن الشركة ذات الغرض الخاص ممنوعة من الاستحواذ على أي شركة، وكذلك الاندماج مع أي شركة أو جهة أخرى؛
- تحديد غرض إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص تحديدا دقيقا؛
- النص على أن الشركة المنشئة لا تمتلك حق اتخاذ أي قرار فيما يتعلق بأمر الشركة ذات الغرض الخاص ولا تسيطر على مجلس إدارتها.

خامسا: شركة الأشخاص (Partnership):

وهي شركة ربحية تضم شخصين أو أكثر يرغبان في إدارة الأعمال معا، حيث يساهم كل شريك بدفع الحصة المتفق عليها من الأسهم، ويجذب هذا الشكل الأجانب، فعندما تقوم البنوك الإسلامية بتجميع الأموال من المستثمرين الخارجيين فإنه لا يتم استعادته في حساب البنك الإسلامي وإلا فإن هؤلاء المستثمرين سيكونون من الناحية القانونية شركاء مع البنك الإسلامي ككل، ويمكن إيداع الأموال التي تم الحصول عليها من المستثمرين في حساب الشركة ذات الغرض الخاص بعد إنشائها نتيجة تدخل البنوك الإسلامية كمستثمر ليصبحوا بذلك شركاء في الشركة ذات الغرض الخاص، كما يمكنهم القيام بإدارتها.²

خلاصة القول: يمكن لشركة ما أن تنشئ شركة ذات غرض خاص كشركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة مساهمة أو خيارات أخرى كثيرة، وفي كل الأحوال تساعد الشركات ذات الغرض الخاص الشركات على توريق الأصول أو إنشاء مشاريع مشتركة أو عزل أصول الشركة أو إجراء معاملات مالية أخرى.

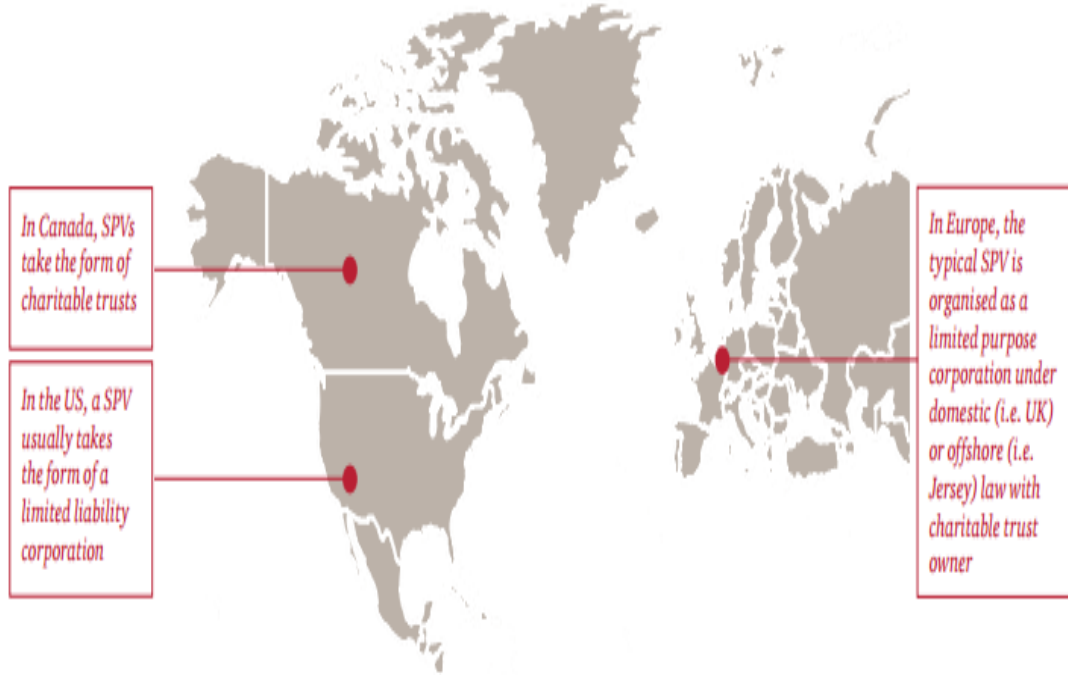
وتختلف أشكال الشركات ذات الغرض الخاص باختلاف أهميتها للشركات المنشئة، بالإضافة إلى اختلاف المكان الجغرافي الذي أنشأت فيه، حيث نجد أن الشركات ذات الغرض الخاص تأخذ شكل الترس في كندا، وشكل الشركة ذات المسؤولية المحدودة في الولايات المتحدة الأمريكية.

¹ محمد علي القرني، مرجع سابق، ص 40.

² Ahmed M. Alkhan, op cit, p 25.

والرسم البياني الموالي يوضح أمثلة على كيفية اختلاف شكل الشركات ذات الغرض الخاص باختلاف الدول.

الشكل رقم 9 : اختلاف شكل الشركات ذات الغرض الخاص باختلاف الدول



Source:Price Waterhouse Coopers, **Creating an understanding of Special Purpose Vehicles**, 2011, p 6. In the site:<https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spvs.pdf> (25/05/2020).

المطلب الثالث: الأغراض الاقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص وشروط نجاحها

ومخاطرها

تتشأ الشركات ذات الغرض الخاص لتحقيق عدة أغراض اقتصادية إذا ما توفرت البنية التحتية المالية المناسبة لعملها من جهة، وزاد طلب المستثمرين على الأوراق المالية التي تصدرها من جهة أخرى، وهذا ما يساهم في نجاح هذه الشركات في تأدية الغرض الذي أنشأت لتحقيقه، ويجعل الشركات المنشئة في منأى عن مخاطر إنشائها. وللتعرف على الأغراض الاقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص وشروط نجاحها ومخاطرها، سيتم تناول العناصر التالية:

- الفرع الأول: الأغراض الاقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص؛

- الفرع الثاني: شروط نجاح الشركات ذات الغرض الخاص ومخاطرها.

الفرع الأول: الأغراض الاقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص

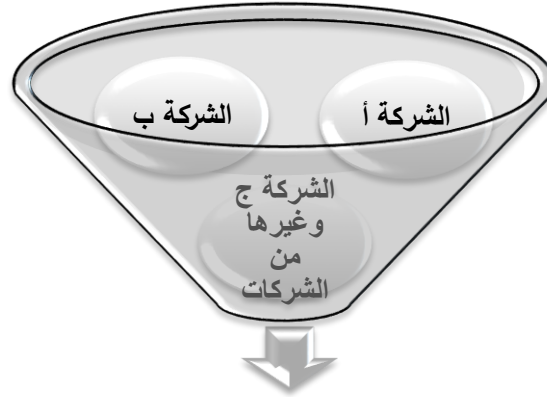
تنقسم الشركات ذات الغرض الخاص إلى ثلاثة أنواع رئيسية حسب الغرض الاقتصادي الذي أنشأت لتحقيقه، والمتمثلة في المشروع المشترك والتأجير التركيبي والتوريق، يمكن تلخيص هذه الأغراض في النقاط التالية:¹

أولاً: المشروع المشترك (Joint Venture):

يتم إنشاء هذا النوع من الشركات ذات الغرض الخاص عندما يشترك طرفان أو أكثر في مشروع منفصل قانونياً عنهما، على سبيل المثال لنفترض أن هناك شركتين تعملان في مجال النفط، وترغبان في مد خط أنابيب لتوصيل النفط، وللقيام بذلك تقوم الشركتان بتأسيس شركة ذات غرض خاص لتنفيذ ذلك المشروع، ومن ثم تصبح الشركة ذات الغرض الخاص المالكة لأصول والتزامات المشروع، وهو ما يساهم في اجتذاب المستثمرين، لأنه بعد اتخاذ شكل الشركة ذات الغرض الخاص كآلية لتنفيذ المشروع أصبحت مخاطر هذا المشروع مستقلة تماماً عن المخاطر المرتبطة بالشركات المنشئة له. والشكل البياني الموالي يوضح ذلك.

¹ Ahmed M. Alkhan, op cit, p p 31– 32.

الشكل رقم 10: الشركات ذات الغرض الخاص في إطار المشروع المشترك



تأسيس مشروع مشترك تسيّره SPV يتميز بـ:
 - SPV هي المالك الوحيد لأصول وخصوم المشروع؛
 - استقلاليته عن الشركات المنشئة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

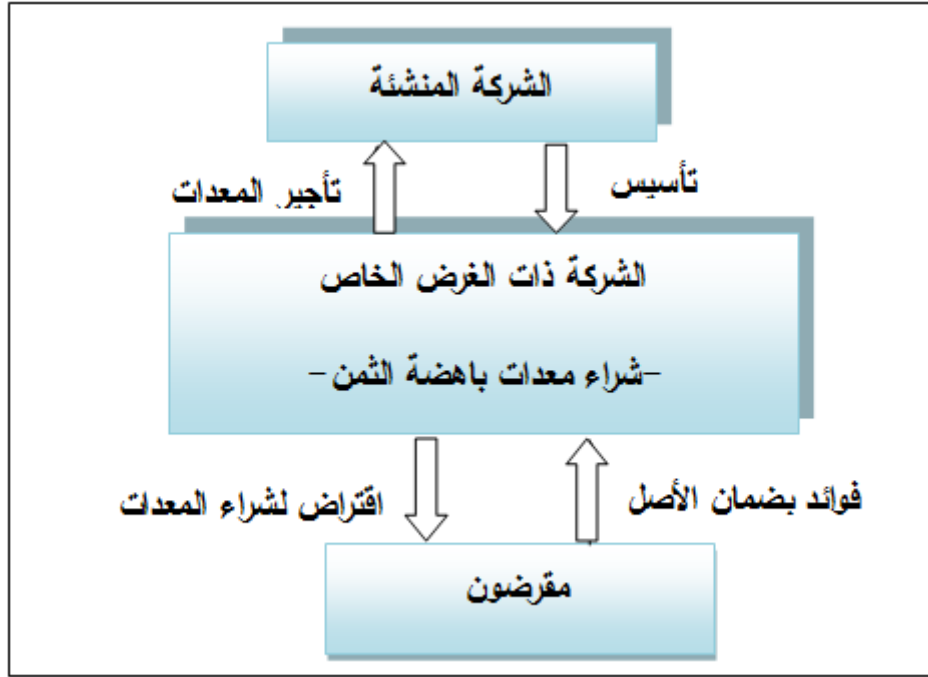
- .Alkhan, **A critical analysis of special purpose vehicle in the Islamic banking industry: the kingdom of Bahrain as a case study**, Adissertationsubmittedinpartialfulfillmentof therequirementsfor thedegreeofdoctorofphilosophyinIslamicFinance, CentreforIslamicFinanceUniversityofBolton, Great Britan, p 31-32.

ثانيا: التأجير التركيبي (Synthetic Leases):

هذا النوع من الشركات ذات الغرض الخاص ليس بالبسيط كالمشروع المشترك، إذ تقوم بموجبه الشركة المنشئة بتأسيس شركة ذات غرض خاص من أجل شراء أصل (مرتفع الثمن) ثم تعيد تأجيره إلى الشركة المنشئة، فالأصل المملوك يصبح مملوكا للشركة ذات الغرض الخاص التي تقوم بتأجيره تأجيرا تشغيليا للشركة المنشئة، حيث يمكن إزالة الأصل من الميزانية العمومية للشركة المنشئة، ويتم تسجيله كأصل لدى الشركة ذات الغرض الخاص، وبشكل عام يتم اقتراض الأموال لتمويل الأصل بضمان الأصل نفسه، ويحصل المقرض على فائدة، لكن ليس له حق الرجوع ضد الشركة المنشئة.¹ يمكن تمثيل هذا النوع في الشكل الموالي.

الشكل رقم 11 : الشركات ذات الغرض الخاص في إطار التأجير التركيبي

¹Donald J. Weidner, **Synthetic Leases: Structured Finance, Financial Accounting and Tax Ownership** 2000, In the site: <https://ssrn.com/abstract=219588> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.219588> (22/05/2020).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- Donald J. Weidner, **Synthetic Leases: Structured Finance, Financial Accounting and Tax Ownership** 2000, In the site: <https://ssrn.com/abstract=219588> or [http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.219588\(22/05/2020](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.219588(22/05/2020)

ثالثاً: التوريق *

تقوم المؤسسات المالية ببيع ديونها إلى الشركة ذات الغرض الخاص بسعر منخفض، بالتالي يتم نقل هذه الديون من الذمة المالية للشركة البائعة إلى ذمة الشركة ذات الغرض الخاص حتى تكون هذه الأصول في منأى عن المطالبات الأخرى، وعن إفلاس الشركة البائعة، إذ تدخل الأصول (القروض) في الذمة المالية للشركة ذات الغرض الخاص، وتبتعد عن مخاطر إفلاس الشركة البائعة الراغبة في التوريق، وتكون هذه الأصول في معظم الأحيان سندات دين مضمونة، فتنقل الأصول (سندات الدين) بضماناتها إلى الشركة ذات الغرض الخاص، ثم تقوم هذه الأخيرة بدورها بإصدار أوراق مالية تكون غالباً سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الديون محل التوريق، من أجل الحصول على سيولة نقدية تمكّنها من شراء سندات المدينة، وغالباً ما تلجأ الشركة ذات الغرض

* سيتم تناول تقنية التوريق بالتفصيل في المطلب الرابع.

الخاص إلى القروض المصرفية لتمويل شراء السندات، مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفي.¹

الفرع الثاني: شروط نجاح الشركات ذات الغرض الخاص ومخاطرها.

يتوقف نجاح الشركات ذات الغرض الخاص في تأدية النشاط الذي أنشأت من أجله على توفر شرطين أساسيين نوضحهما من خلال العناصر الموائية، بالإضافة إلى تبيان المخاطر التي قد تتعرض لها الشركات المنشئة لها.

أولاً: شروط نجاح الشركات ذات الغرض الخاص

يتوقف نجاح الشركات ذات الغرض الخاص على شرطين أساسيين هما:²

☒ وجود بنية تحتية مالية قوية:

يتيح وجود بنية تحتية مالية قوية تحويل الأصول بكفاءة من الشركات المنشئة إلى الشركات ذات الغرض الخاص، مع توفير الحماية الكافية لمصالح المستثمرين، حيث تضمن البنية التحتية المالية بيئة قانونية ومحاسبية وتنظيمية لا تفرض التزاماً كبيراً أو تكاليف إدارية على الشركات المنشئة وتعترف بحقوقها وحقوق المستثمرين؛

☒ وجود طلب كبير من المستثمرين على الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض

الخاص:

لضمان وجود طلب كبير من المستثمرين على الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص، لابد من توفير الحماية الكافية لمخدراتهم المالية، وذلك عن طريق تعزيز الائتمان من جهة، والدور الذي تؤديه وكالات التصنيف الائتماني* في تقييم المخاطر من جهة أخرى، فمن خلال التتقيط الممنوح من طرف وكالات التصنيف للشركات، والذي يوضح قدرتها المالية والائتمانية، يمكن إعطاء رؤية وتصور لمختلف المتعاملين في الأسواق المالية، ومن ثم مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم المالية المتعلقة بالديون، فالتتقيط الجيد يثبت أن الشركة في وضعية مالية جيدة، ومن ثم فإنه يمكنها من الاستدانة وفق شروط ميسرة، وفي صالحها دون أية ضغوط، حيث يزيد إقبال

¹ علي هلال مشرف البقوم، مرجع سابق، ص ص 115-116.

² Ahmed M.Alkhan,op cit, p 35.

*وكالات التصنيف الائتماني هي هيئات مسؤولة عن تقييم مخاطر عدم سداد الديون أو قروض الدولة أو الشركة أو السلطة المحلية، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المعايير المالية، وتعتبر ستاندرند أند بورز ووكالة موديز من أشهر وكالات التصنيف الائتماني على المستوى العالمي.

المتعاملين على تمويلها عن طريق شراء سنداتها، في حين إذا كان تنقيطها سيئا فإن ذلك يعني أنها في وضعية مالية سيئة، ومن ثم فإنها ستجد لا محالة صعوبة في الحصول على التمويل وتداول أدواتها المالية.¹

ثانيا: مخاطر الشركات ذات الغرض الخاص:

بالرغم من أن الشركات ذات الغرض الخاص تؤدي دورا مهما في أداء النظام المالي، إلا أنها تنطوي أيضا على مخاطر عديدة، يتم تعدادها في الشكل الموالي.

الشكل رقم 12: مخاطر الشركات ذات الغرض الخاص

¹كريم بودخدخ ورحمة كرباش، دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها، مداخلة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، الجزائر، يومي 19 و20 جوان 2013، ص 9.



Source: Price Waterhouse Coopers, **Creating an understanding of Special Purpose Vehicles**, 2011, p 9. In the site: <https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spbs.pdf> (25/05/2020).

لقد تزايد حجم وتعقيد هياكل الشركات ذات الغرض الخاص بشكل كبير إلى غاية سنة 2007 مع نمو أسواق التوريق ومنتجات التمويل المهيكل، فقد ارتفعت إصدارات المنتجات الائتمانية المهيكل الأمريكية والأوروبية 60 ضعفا، حيث بلغت 50 مليار دولار سنة 2000 و3000 مليار دولار سنة 2008، كما شهدت هذه الفترة نموا سريعا في الصناعة المالية غير الخاضعة للتنظيم بسبب استخدام

الشركات ذات الغرض الخاص من أجل جمع الأموال للإقراض والاستثمار، حيث ارتفعت الأوراق التجارية المدعومة بالأصول في الولايات المتحدة وأوروبا من 200 مليار دولار إلى 800 مليار دولار سنة 2008، لتساهم الشركات ذات الغرض الخاص في تفعيل الأسواق المالية العالمية من خلال توفير فرص التمويل عن طريق مجموعة واسعة من الأوراق المالية لتلبية طلب المستثمرين، إلا أن أزمة السوق المالي شددت على عدد من هياكل الشركات ذات الغرض الخاص، وحددت أوجه القصور في إدارة مخاطر هذه الشركات.¹

يمكن توضيح كيف ساهمت الشركات ذات الغرض الخاص في أزمة الرهن العقاري في الجدول الموالي.

الجدول رقم 10: مساهمة الشركات ذات الغرض الخاص في أزمة الرهن العقاري سنة 2007

الحدث	الفترة
-------	--------

¹Price Waterhouse Coopers, op cit, p 3.

<p>خلال السنوات الثلاثين الماضية، قامت المؤسسات المالية خاصة البنوك الاستثمارية في الولايات المتحدة بتوريق مليارات الدولارات من الرهون العقارية عالية المخاطر، وبيعها للمستثمرين على شكل شرائح باستخدام أدوات خارج الميزانية العمومية كالشركات ذات الغرض الخاص، حيث ساعدت ظروف الائتمان السهلة وتحرير القيود المالية في زيادة الاستهلاك الممول بالديون.</p>	<p>30 سنة الماضية</p>
<p>بين سنة 1997 وسنة 2006، استمرت أسعار العقارات في الارتفاع بنسبة 124% وتراكمت فقاعات الإسكان، حيث بلغت قيمة قروض الرهن العقاري الثانوي في الولايات المتحدة 1.3 تريليون دولار سنة 2007، وكان هناك أكثر من 7.5 مليون من الرهون العقارية عالية المخاطر.</p>	<p>الفترة التي سبقت الأزمة</p>
<p>في منتصف عام 2007، بدأت أسعار العقارات في الانخفاض، حيث لم يتمكن العديد من مقترض الرهن العقاري من سداد أقساط الرهن العقاري، ولم تكن الشركات ذات الغرض الخاص قادرة على دفع العائد المحدد للمستثمرين، لذا كان على البنوك المنشئة الإعلان عن خسائرها وشطب قيمة 670 مليار دولار، وفي كثير من الحالات تم إجبارهم على إنقاذ الديون المعدومة المتراكمة في الشركات ذات الغرض الخاص التابعة لها، الأمر الذي أدى ذلك إلى تراجع ثقة المستثمرين وتراجع توافر الائتمان وتأثر الملاءة المالية للعديد من المؤسسات الكبيرة.</p>	<p>فترة الأزمة</p>

Source: Price Waterhouse Coopers, **Creating an understanding of Special Purpose Vehicles**, 2011, p 4. In the site: <https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spvs.pdf> (25/05/2020)

المطلب الرابع: مدخل إلى صناعة التوريق

تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص أحد الأطراف الأساسية في عملية التوريق، حيث تساهم في تنشيط الأسواق المالية، وذلك من خلال توفير الأوراق المالية المتميزة بدرجة عالية من السيولة، وللتعرف على عملية التوريق وأهمية الشركات ذات الغرض الخاص في هذه العملية، قسم المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: تعريف وشروط عملية التوريق وأنواعها؛

- الفرع الثاني: أساليب وأطراف التوريق؛

- الفرع الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التوريق.

الفرع الأول: تعريف وشروط عملية التوريق وأنواعها

تعتبر عملية التوريق تقنية من بين تقنيات الهندسة المالية، يعود ظهورها إلى سنوات الثمانينات من القرن العشرين، وتطورت بشكل كبير مع تطور نشاط الأسواق المالية، وللتعرف على هذه العملية، سيتم تناول ما يلي:

أولاً: تعريف وشروط عملية التوريق:

يمكن تعريف عملية التوريق على النحو التالي:

• هي أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها لإحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية القيام بتحويل الحقوق المالية غير القابلة للتداول والمضمونة بأصول إلى شركة متخصصة ذات غرض خاص تسمى شركة التوريق، بهدف إصدار أوراق مالية جديدة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية.¹

• هي عملية تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول نقدية سائلة تستخدم عادة لتمويل عمليات مصرفية واستثمارية جديدة.²

• عملية التوريق تعني قيام مؤسسة مالية بجمع الديون المضمونة، ووضعها في صورة دين واحد معزز بالضمانات، ثم عرضه على الجمهور على شكل أوراق مالية قابلة للتداول، من أجل الحصول على السيولة النقدية للبنك.³

من خلال ما سبق نستنتج أن عملية التوريق هي:

آلية تقوم من خلالها المؤسسة المالية بتحويل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية.

وقد اشترطت القوانين الوضعية مجموعة من الشروط لإتمام عملية التوريق*، من أهمها ما

يلي:¹

¹ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 46.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 67.

³ فؤاد حميد الدليمي، أحكام التصرف في الديون لدى المؤسسات المالية الإسلامية- دراسة فقهية مقارنة-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 105.

⁴ تتعلق معظم عمليات التوريق بتوريق القروض المصرفية، لذا تركز القوانين الوضعية على هذه العملية مقارنة بتوريق الأصول الأخرى.

- أن تكون الديون محل التوريق ديونا مضمونة بأصول عقارية أو نحوها؛
- أن تكون الأوراق المالية المصدرة مضمونة بتلك الأصول؛
- أن تكون الديون ذات تدفقات نقدية مستمرة، بمعنى أن تكون لها فوائد ثابتة؛
- أن تكون السندات المصدرة متجانسة ومتوافقة مع الديون محل التوريق، من حيث المقدار والأجال والفوائد والضمانات.

ثانياً: أنواع عملية التوريق:

يمكن تقسيم عملية التوريق إلى عدة أنواع وفقاً لعدة معايير، يمكن بيان ذلك على النحو التالي:

1- حسب تدخل الشركة ذات الغرض الخاص:

وتشمل عملية التوريق وفقاً لهذا المعيار الأنواع التالية:²

- **التوريق بوساطة:** تقوم هذه العملية على بيع الديون الآجلة الدفع بئمن نقدي حالي إذا توافرت الأطراف التالية:

☒ **الشركة المنشئة:** وهي الشركة التي لديها ديون على عدة أشخاص آجلة الدفع، وتبيعها بئمن عاجل؛

☒ **الشركة ذات الغرض الخاص:** وهي الشركة التي تشتري الديون من هذه الشركة بئمن نقدي عاجل أقل من قيمة الديون، ثم تتولى توريق هذه الديون وطرحها في السوق المالية ليشتريها الراغبون فيها بئمن نقدي؛

☒ **مشترى الأوراق المالية:** وهم المستثمرون الذين أصبحوا مالكيين لهذه الديون.

وتتعاون الشركة التي باعت الديون مع الشركة ذات الغرض الخاص على استيفاء الديون من أصحابها وتحصيل فوائدها حتى يستهلك الدين.

- **التوريق المباشر:** ويعرف بالتوريق الداخلي وتتمثل أطرافه في:

☒ **الشركة المنشئة:** وهي الشركة التي تقوم بتوريق الديون وبيعها للمستثمرين بئمن نقدي دون اللجوء إلى وسيط بينها وبينهم؛

¹ علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية - التوريق - وتطبيقاتها المعاصرة، دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص ص 7-8.

² محمد ندا ندا البدة، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة -، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص ص 202-204.

☒ **المستثمرون:** وهم الأفراد الذين يشترون سندات التوريق من الشركة المنشئة حين طرحها للبيع في سوق الأوراق المالية.

2- حسب نوع الأصول محل التوريق:

وتنقسم عملية التوريق حسب هذا المعيار إلى الأنواع التالية:¹

- **توريق القروض أو الديون:** وتتمثل في توريق القروض التي تمنحها المؤسسات التمويلية للعملاء لتمويل شراء وحياسة العقارات بالدرجة الأولى فيما يعرف بالرهن العقاري، وكذا ديون بطاقات الائتمان، وتمويل شراء السيارات والأصول الرأسمالية من بواخر وطائرات ومعدات؛
- **توريق تدفقات الفوائد المستقبلية:** والتي تستحق للمورق فقط دون أصل القرض أو الدين، ويكون باستعمال الفوائد المقررة على القروض، ويكون حق حملة الأوراق المالية هو قبض هذه الفوائد عند استحقاقها حتى نهاية أجل استحقاق القرض، فالعملية بهذا الشكل تدخل فقهياً في بيع المعدوم؛
- **توريق مستحقات متوقعة:** مثل تاجر مرتبط بعقود تصدير بمبالغ كبيرة وسوف يستمر تنفيذ العقد سنوات على أن يتسلم مستحقاته تباعاً خلال هذه السنوات، فيتفق مع الشركة ذات الغرض الخاص على نقل (بيع) هذه المستحقات المتوقعة وإصدار أوراق مالية من خلالها؛
- **توريق الموجودات العينية:** كالأصول المؤجرة بالاتفاق مع الشركة ذات الغرض الخاص على إصدار أوراق مالية (صكوك إجارة) بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام ليشترتها المستثمرون، فيكونون ملاكاً على الشيوغي الأصل ويحصلون على أقساط الإيجار إضافة إلى استهلاك (إطفاء) قيمة الأصل المورق تباعاً، ويمكنهم تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية؛
- **توريق أدوات التمويل:** من مشاركات ومضاربات ممثلة في حصة الشركة المنشئة للتوريق في رأس مال هذه الأدوات، عن طريق الاتفاق مع الشركة ذات الغرض الخاص التي تقوم بطرح قيمة التمويل في صورة أوراق مالية (صكوك مشاركة أو مضاربة) ليشترتها المستثمرون الذين يكون من حقهم الحصول على حصة من العائد المحقق، إضافة إلى أصل رأس المال، ويمكنهم تداولها بالبيع في السوق الثانوية.

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، ورقة عمل مقدمة في ورشة العمل حول الصكوك الإسلامية، تحديات تنمية، ممارسات دولية، عمان، الأردن، يومي 18 و19 جويلية 2010، ص 21-22.

2- حسب الضمانات:

وتنقسم عملية التوريق وفقاً لهذا المعيار إلى:¹

- التوريق بضمان أصول ثابتة: كالتمويل العقاري الذي يكون فيه العقار مرهوناً للمقرض؛
- التوريق بضمانات متحصلات آجلة: ويكون في حالة الديون التي لا يقدم فيها المدين ضمانات عينية كديون بطاقات الائتمان والسلع الاستهلاكية؛
- التوريق بضمان حكومي: وهي الحالة التي يكون فيها المدين جهة حكومية وتضمن الحكومة السداد من الموازنة العامة للدولة.

الفرع الثاني: أساليب وأطراف عملية التوريق

هناك أساليب عديدة لعملية التوريق، تتنوع بين حوالة الحق ونقل الأصول عن طريق التجديد والمشاركة الجزئية، وإتمام هذه العملية يتدخل فيها عدد من الأطراف لضمان تحويل الأصول من الشركة المنشئة إلى الشركات ذات الغرض الخاص، وإصدار الأدوات المالية في السوق المالية. وللتعرف على أساليب وأطراف التوريق يتم تناول ما يلي:

أولاً: أساليب التوريق:

لعملية التوريق ثلاثة أساليب تتمثل في:²

1- حوالة الحق:

تمثل حوالة الحق إحدى صور انتقال الالتزام، وفيها يتغير الدائن إلى دائن آخر يحل محله في هذا الحق، ويكون بذلك دائناً جديداً، وهي تختلف عن حوالة الدين التي تعني نقل الدين من ذمة المحيل إلى ذمة المحال عليه، وفيها يتغير المدين إلى مدين آخر؛

وصورة استخدام حوالة الحق في التوريق هي أن تقوم الشركة المنشئة للتوريق (الدائن الأصلي) بتحويل حقوقها المالية بصفاتها (القيمة، نوع العملة، الأقساط، الفوائد والضمانات) إلى الشركة ذات الغرض الخاص بمقابل أقل من قيمة الدين، لتتولى توريقه بطرح أوراق مالية للاكتتاب العام، وتتقضي علاقة الدائن الأصلي بالمدينين بمجرد انعقاد الحوالة، فلا يضمن سداد الدين، إلا إذا تم الاتفاق على قيامه بذلك بصفته نائباً عن الشركة ذات الغرض الخاص بمقابل، ومن الأهمية بمكان قيام الشركة ذات الغرض الخاص بإعلام المدين بالحوالة، لأنه إذا لم يعلم بأمرها فسوف يستمر في الوفاء بالدين

¹ علاء الدين زعتري، مرجع السابق، ص 22.

² حكيم براضية وجعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص 141-142.

للشركة المنشئة للتوريق، ولن يكون من الممكن إجباره مرة أخرى في حالة عدم وفاء الشركة بالمبلغ الموفى به للشركة ذات الغرض الخاص نتيجة غش أو خطأ غير مقصود؛

2- نقل الأصول عن طريق التجديد:

وفقا لهذا الأسلوب يتم تغيير الدائن الذي يصبح الشركة ذات الغرض الخاص بدلا من الشركة المنشئة للتوريق، وتكون هذه الصورة باتفاق ثلاثي بين المدين من جانب والشركة المنشئة للتوريق والشركة ذات الغرض الخاص من جانب آخر على انقضاء الالتزام الأصلي بين المدين والدائن الأصلي، ونشوء التزام جديد بين المدين والشركة ذات الغرض الخاص، ولا تنتقل التأمينات التي تكفل تنفيذ الالتزام الأصلي إلا بالاتفاق على ذلك بين الأطراف الثلاثة؛

وبناء على ما سبق يختلف أسلوب نقل الأصول عن طريق التجديد عن أسلوب حوالة الحق في

العناصر التالية:¹

- المدين ليس طرفا في أسلوب حوالة الحق، حيث يتم إعلامه حتى لا يستمر في الوفاء للشركة المنشئة للتوريق، بينما هو طرف أصلي في أسلوب نقل الأصول عن طريق التجديد؛
- التأمينات المقدمة من المدين للدائن الأصلي تنتقل إلى الشركة ذات الغرض الخاص في أسلوب الحوالة، بينما في أسلوب نقل الأصول عن طريق التجديد لا تنتقل إلا باتفاق على ذلك؛

3- المشاركة الجزئية:

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية فيما لوعجزالمدين عن التسديد، لذلك على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، وتوجد طريقتين لحماية المشتري، تتمثل في حصوله على ضمان عقاري وحقوق إدارة الدين كوصي عليه.

ثانيا: أطراف التوريق:

يتدخل العديد من الأطراف لإتمام عملية التوريق، يتمثل هؤلاء الأطراف في:

1- المنشئ:

¹ محمدأحمدغانم، التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته على بعض الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2009، ص15.

ويطلق عليه البادئ أو المقرض الأصلي، وهو الذي يكون مالكا للأصول محل التوريق، ويتمثل دوره في عملية التوريق في تملكه للأصل، ثم بيعه أو نقله إلى الشركة ذات الغرض الخاص، وأحيانا يقوم بتحصيل المستحقات نيابة عن الشركة ذات الغرض الخاص؛

2- الشركة ذات الغرض الخاص:

وهي الشركة القائمة بعملية توريق الديون، كما يطلق عليها أيضا المصدر، والذي يتمثل دوره في الالتزام بسداد قيمة الأصل المنشئ بمبلغ أقل من القيمة الأصلية له، وإصدار الأوراق بالقيمة الكاملة للأصل وكسب الفرق ثم خدمة وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية؛¹

3- المستثمرون:

وهم الذين يقومون وشراء الأوراق المالية التي قام المصدر بإصدارها، والمستثمر قد يكون من الأفراد أو الشركات أو المؤسسات المالية، وتشكل السندات أغلب الأوراق المالية التي يتم إصدارها من خلال عمليات التوريق، ويحصل المستثمر على قيمة السند في تاريخ استحقاقه بالإضافة إلى الفوائد الدورية، بغض النظر عن تواريخ استحقاق فوائد أو أقساط القرض الأصلي لدى الشركة المنشئة، فعلاقة المستثمر تكون مع الشركة ذات الغرض الخاص المصدرة للأوراق المالية من خلال ما يحمله من سندات مضمونة بأصول القرض الأصلي للشركة المنشئة؛²

4- شركة التسيير أو الشركة القائمة على خدمة الدين:

وهي الجهة المسؤولة عن التحصيل الدوري للدين من قبل المقترضين في تواريخ الاستحقاق التي تم الاتفاق عليها، وتسليمها إلى الشركة ذات الغرض الخاص، لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها، وقد تكون هذه الشركة هي نفسها الشركة المنشئة للتوريق؛³

5- وكالات التصنيف الائتماني:

تؤدي وكالات التصنيف الائتماني دورا هاما بالنسبة للمستثمرين، فهي تحدد نوعية الحصص المتداولة، وبالتالي تقيم المخاطر المرتبطة بمحفظة القروض الخاصة بالشركة ذات الغرض الخاص؛

6- المنظم:

¹ محمد خميسين رجم، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 4، العدد 2، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010، ص ص 58 - 59.

² عبد العزيز قاسم محارب، الاقتصاد الإسلامي علما وعملا - منهجيته، خصائصه، تطبيقاته، تاريخه، مستقبله-، المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2016، ص 672.

³ محمد صالح الحناوي وجلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدارالجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 317.

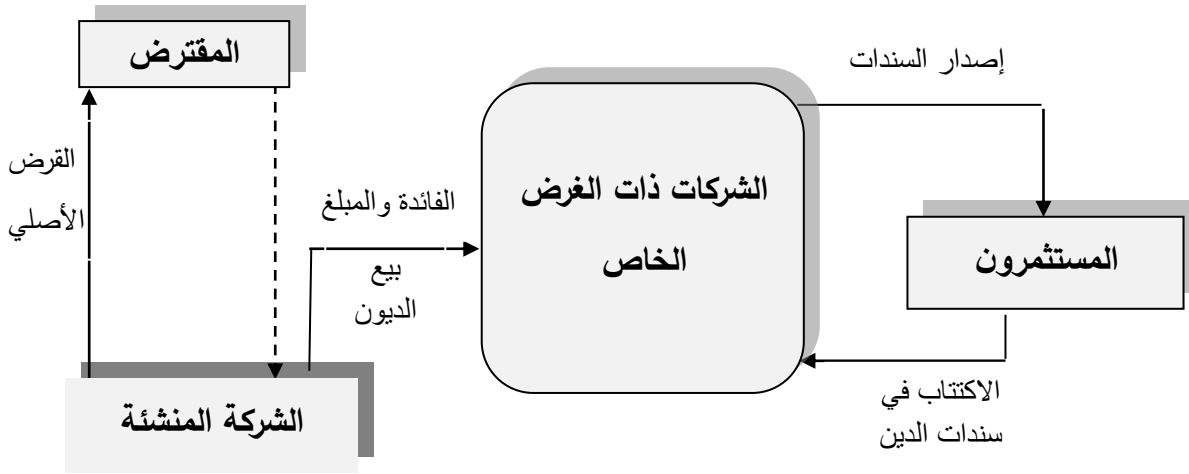
- عادة ما يكون المنظم عبارة عن بنك استثماري أو مؤسسة متخصصة في مجال الأوراق المالية، وهو يتكفل بالبحث عن متنازلين محتملين، ويضع تصور عام لهيكل عملية التوريق حتى يتم تحقيق أهداف الشركة المنشئة ومشترو الحصص المالية، كما يتولى المنظم في أغلب الأحيان إبرام عقد مشاركة مع بنوك أخرى لضمان إصدار الحصص وبيعها.¹
- وتتم عملية التوريق بمشاركة مختلف الأطراف السابقة الذكر وفق الخطوات التالية:²
- قيام الشركة المنشئة بفرز وتجميع مكونات الأصول التي ترغب في توريقها في حزمة واحدة تتشابه فيها معدلات العائد وآجال الاستحقاق؛
 - اتفاق الشركة المنشئة مع الشركة ذات الغرض الخاص على كيفية تحويل الأصل لها حسب أساليب التوريق، وتحديد المبلغ التي ستدفعه مقابل هذه الأصول؛
 - قيام الشركة المنشئة ببيع ديونها إلى الشركة ذات الغرض الخاص والتي يتم نقلها من الذمة المالية للشركة المنشئة إلى الذمة المالية للشركة ذات الغرض الخاص؛
 - إتمام الإجراءات القانونية لنقل الديون إلى الشركة ذات الغرض الخاص؛
 - قيام الشركة ذات الغرض الخاص بتسديد ديونها اعتماداً على حصيلة بيع هذه السندات إلى الشركة المنشئة؛
 - قيام الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الأوراق المالية بعلاوة الإصدار، وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين الذين يمكنهم بيع هذه الأوراق في السوق الثانوي إما بسعر شرائها أو بقيمة تفوقه أو تقل عنه حسب أسعارها في الأسواق المالية؛
 - دفع المبلغ الأصلي والفوائد التي يتعين على المدين دفعها إلى الشركة ذات الغرض الخاص، والتي تقوم بدورها بسداد المبلغ والفوائد إلى المستثمرين.
- والشكل الموالي يوضح خطوات إتمام عملية التوريق.

¹ François Leroux, **la titrisation**, Note pédagogique MIC no 16, p p 5 – 6. Dans le site: <http://neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf5> (/12/2020).

² راجع: - محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 70.

- Nwadem Osinachi, **Securitisation and spv: a critical assessment of the asset management corporation of nigeria (amcon)**, 2015, p 12, In the site: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2592924\(1/5/2021\)](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2592924(1/5/2021)).

الشكل رقم 13: خطوات إتمام عملية التوريق



Source: Nwandem Osinachi, **Securitisation and spv: a critical assessment of the asset management corporation of nigeria (amcon)**, 2015, p 13, In The site: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2592924 (1/5/2021).

الفرع الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التوريق

تؤدي الشركة ذات الغرض الخاص دورا هاما في عملية التوريق، باعتبارها مصدر السندات، حيث تقوم الشركة المنشئة ببيع سندات الدين الأصلية إلى الشركة ذات الغرض الخاص، بعدها تقوم هذه الأخيرة بإصدار سندات التي تسمى السندات المدعومة بأصول وطرحها للبيع للمستثمرين، وتحصل الشركة ذات الغرض الخاص على أرباحها المساوية للفرق بين ما دفعته إلى الشركة المنشئة والقيمة الاسمية لمحفظه السندات الجديدة، مضافا إليها الفوائد المتفق عليها في عقد التوريق؛ وتصدر الشركات ذات الغرض الخاص سندات ذات سعر فائدة ثابت أو متغير، وينبغي أن تكون تواريخ استحقاق الفائدة على السندات المصدرة موافقة لتواريخ استحقاق الديون الأصلية، وقد يكون ذلك ميسورا إذا كانت الديون الأصلية ذات تاريخ استحقاق واحد، ولكن متى اختلفت تواريخ استحقاقها فإنه ينبغي أن يكون أقصر تاريخ لاستحقاق السندات أطول من تاريخ استحقاق الديون الأصلية التي تم توريقها.¹

وتتمثل الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص في:

¹ سعيد سيف السبوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث - دراسة وصفية تحليلية-، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، مركز الحكمة للبحوث والدراسات، الجزائر، 2019، ص ص 58-60.

أولاً: أوراق الرهن العقاري (Mortgage Backed Securities MBS):

تعرف أوراق الرهن العقاري بأنها أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية التي جمعتها المؤسسات المالية لتمويل عملية شراء المقرض لمنزل أو أي أصول عقارية، وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتجميع هذه القروض في وعاء واحد وبيعها للمستثمرين عن طريق طرح أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية بقيمة الديون، وعندما يقوم المقرض بدفع أقساط الدين يتم تسليم المستثمرين الفوائد المستحقة لهم.¹

وتمثل هذه الأوراق أولى منتجات عمليات التوريق، حيث كانت قروض الرهن العقاري لهيئات الادخار أولى الأنواع التي تم توريقها، وذلك من أجل إيجاد حل لأزمة نظام تمويل السكن في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعتبر السندات المضمونة بقروض الرهن العقاري (Mortgage Backed Bonds) أول شكل من أشكال أوراق الرهن العقاري، وهي سندات ذات معدلات فائدة ثابتة وتاريخ استحقاق محدد، ولم تكن السندات المضمونة بقروض الرهن العقاري تمثل بيعاً حقيقياً لأصول الرهن العقاري، بل كانت الرهونات في ميزانيات الشركات المنشئة.³

تنقسم أوراق الرهن العقاري MBS المصدرة من طرف الشركات ذات الغرض الخاص إلى:⁴

- أوراق مالية مضمونة بقروض عقارية سكنية (Residential Mortgage Backed Securities RMBS)؛

- أوراق مالية مصدرة تمثل ديوناً عقارية تجارية (Commercial Mortgage Backed Securities CMBS).

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

وتشمل أنواعاً جديدة من الأصول ليست مضمونة بقروض الرهن العقاري، وإنما تستند إلى قروض أخرى كقروض الاستهلاك وقروض السيارات وبطاقات الائتمان، وقد توسعت هذه المنتجات إلى منتجات أخرى كسندات الدين المضمونة أو التزامات الدين المضمونة (Collateralized Debt Obligation CDO).

¹ عبد القادر السيد متولي، دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية - دراسة تطبيقية على عينته من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016، ص ص 153-154.

³ مليكة بن علقمة، تطوير وترشيد عمليات التوريق - دراسة مقارنة بين النظام المصرفي التقليدي والنظام المصرفي الإسلامي -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، سطيف، الجزائر، ص ص 118 - 119.

⁴ المرجع السابق، ص 119.

والتي تنقسم بدورها إلى:¹

- السندات المضمونة بسندات (Collateralized Bond Obligation CBO): وتكون السندات المصدرة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص مضمونة بمحفظه سندات أخرى ذات عوائد مرتفعة؛
 - السندات المضمونة بقروض (Collateralized Loan Obligation CLO): تكون السندات المصدرة مضمونة بمجموعة قروض أو أوراق مالية أو أصول ثابتة أو سائلة؛
 - سندات مضمونة بمنتجات مهيكلة (Collateralized Synthetic Obligation CSO): وهي سندات مضمونة بمشتقات ائتمانية*.
- ولحاملي الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات ذات الغرض الخاص مجموعة من الحقوق تتمثل في:²
- الحق في جزء من الموارد المالية: لحاملي الأوراق المالية حقوقا في المبالغ المالية التي يتم تحصيلها من قيمة الأصول التي اشترتها الشركة ذات الغرض الخاص؛ أي قيمة محفظة الحقوق التي انتقلت إليها بطريق الحوالة، وما تدره من عائد؛
 - حق الإعلام والاطلاع: يتمتع حاملو الأوراق المالية بحق الإعلام المقرر لغيرهم من المتعاملين في السوق المالي، ويتحقق هذا عن طريق الاطلاع على المذكرة الإعلامية التي تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بنشرها لغرض الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات السوق المالي، وذلك في حالة اللجوء إلىالادخار العلني.
 - الحق في تداول الأوراق المالية: يمكن تداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركة ذات الغرض الخاص في السوق المالي كما يمكن التنازل عنها للغير؛

¹ مليكة بن علقمة، مرجع سابق، ص 119.

*المشتقات الائتمانية هي عقود مالية تسمح للأطراف بتقليل تعرضهم لمخاطر الائتمان. تتكون مشتقات الائتمان من عقد ثنائي قابل للتفاوض يتم تداوله خارج البورصة (OTC) بين طرفين في علاقة دائن / مدين، مما يسمح للدائن بتحويل بعض أو كل مخاطر تقصير المدين إلى طرف ثالث، ويقبل هذا الأخير المخاطرة مقابل دفع قسط أو مقابل.

² هشام فضلي، مرجع سابق، ص 128.

المبحث الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في صناعة التصكيك

ظهرت الشركات ذات الغرض الخاص في الأسواق المالية الإسلامية في منتصف تسعينات القرن الماضي، حيث عملت هذه الشركات على تحويل مختلف الموجودات العينية والمنافع إلى الصكوك الإسلامية، لتوفير التمويل اللازم للشركات المنشئة لها، الأمر الذي ساهم في تنشيط التعامل في الأسواق المالية، وللتعرف على الشركات ذات الغرض الخاص من المنظور الإسلامي ودورها في صناعة التصكيك، قسّم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: الشركات ذات الغرض الخاص من المنظور الإسلامي؛**

- **المطلب الثاني: مدخل إلى صناعة التصكيك؛**

- **المطلب الثالث: الصكوك الاستثمارية المصدرة من طرف الشركات ذات الغرض الخاص.**

المطلب الأول: الشركات ذات الغرض الخاص من المنظور الإسلامي

تعتبر الشركات ذات الغرض أحد الأطراف الرئيسية في عملية التصكيك كما هو الحال بالنسبة لعملية التوريق، حيث تتشابه الشركات ذات الغرض الخاص الإسلامية مع الشركات ذات الغرض الخاص التقليدية في كونهما كيانا قانونيا مستقلا يقوم بإصدار الأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية، ولا يختلفان إلا في طريقة تحقيق الغرض من إنشائهما، وكذا التزام الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التصكيك بأحكام الشريعة الإسلامية، ويمكن توضيح مدى توافق معاملات الشركات ذات الغرض الخاص وفق مقاصد الشريعة الإسلامية، والضوابط الشرعية لها من خلال الفرعين التاليين:

- **الفرع الأول: الشركات ذات الغرض الخاص وتحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية؛**

- **الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لقيام الشركات ذات الغرض الخاص.**

الفرع الأول: الشركات ذات الغرض الخاص وتحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية

إن السؤال الذي يطرح نفسه في هذا المقام هو ما إذا كانت الشركات ذات الغرض الخاص حسب المدخل النظري - الذي تم تناوله في المبحث السابق - تحقق أو تتعارض مع أهداف أو مقاصد الشريعة الإسلامية؟

إن الحكم على ما إذا كانت الشركات ذات الغرض الخاص تتوافق أو تتعارض مع مقاصد الشريعة الإسلامية يعتمد على طبيعة الأنشطة التي تقوم بها في مجال التمويل الإسلامي، هل هي أنشطة مشروعة أو محظورة؟ وفي هذا الصدد ظهر فريقان، فريق يقول بأن معاملات الشركات ذات الغرض الخاص تخدم أو تتوافق مع مقاصد الشريعة الإسلامية، وفريق يقول بعكس ذلك، أي أن الشركات ذات الغرض الخاص لا تخدم مقاصد الشريعة الإسلامية، ولكل فريق أدلته وحججه.¹

أولاً: الفريق الأول: فكرة الشركات ذات الغرض الخاص تتوافق ومقاصد الشريعة الإسلامية:

ارتكز هذا الفريق على مجموعة من الحجج التي تدعم فكرة أن الشركات ذات الغرض الخاص تخدم مقاصد الشريعة الإسلامية، تتمثل هذه الحجج في:²

1- إزالة المشقة:

اعتبر هذا الفريق أن الشركات ذات الغرض الخاص تخدم المقصد العام للشريعة الإسلامية، ألا وهو إزالة المشقة وتسهيل الأمور على الناس، وذلك لأن الشركات ذات الغرض الخاص، في جوهرها قد تم إنشاؤها لتسهيل الأمور، فإذا تمت ممارسة الصرامة من قبل أولئك الذين لديهم سلطة الموافقة، مثل الهيئة الشرعية أو المنظم، الذين لا يسمحون باستخدام الشركات ذات الغرض الخاص كأداة في هيكل الاستثمار، قد يؤدي ذلك إلى إلزام البنوك بدفع ضرائب أعلى، وتقليل التمويل، وزيادة رسوم التأسيس والتكاليف الأخرى، وتعقيد المعاملات بسبب البيروقراطية، بالتالي، فمن المنطقي أن يؤدي ذلك إلى حدوث مشاق لإدارات الشركات المنشئة والبنوك الإسلامية عند التعامل.

2- حماية المال (الثروة):

تعتبر حماية الناس والحفاظ على أموالهم مقصدا مهما من مقاصد الشريعة الإسلامية، ونظرا لأن إحدى مزايا الشركات ذات الغرض الخاص هي حماية أموال المساهمين حتى في حالة إفلاس

¹ Ahmed M. Alkhan, op cit, p 47.

² ibid, p p 48-49

الشركة المنشئة، ولن تتأثر بالأداء المالي الضعيف للشركة المنشئة كذلك، فإن هذا يعني أن الشركات ذات الغرض الخاص تعمل على حماية أموال المساهمين.

3- تعزيز التنمية الاقتصادية:

تساهم الشركات ذات الغرض الخاص في تحقيق الرفاهية الاقتصادية، نظراً لأن هياكلها - الشركات ذات الغرض الخاص - تقلل من الالتزامات الضريبية والمتطلبات التنظيمية والمصاعب الأخرى، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مختلف المعاملات التجارية، مما يساعد على تحقيق النمو الاقتصادي، فزيادة المعاملات التجارية سيساعد البنوك الإسلامية على الحصول على فرص عمل من شأنها زيادة ثروة المساهمين.

ثانياً: الفريق الثاني: فكرة الشركات ذات الغرض الخاص لا تتوافق ومقاصد الشريعة الإسلامية:

يرفض هذا الفريق تطبيق فكرة الشركات ذات الغرض الخاص كونها لا تحقق مقاصد الشريعة الإسلامية، للأسباب التالية:¹

1- انعدام الشفافية:

تحرم الشريعة الإسلامية الممارسات الوهمية، وهو قول يجمع عليه علماء الشريعة، فإ إنشاء الشركات ذات الغرض الخاص يتطور بسهولة شديدة إلى سياسة مستدامة للخداع وممارسات مضللة غير مقبولة شرعاً، كالتهرب الضريبي وإعطاء صورة غير صحيحة عن وضعية الشركات المنشئة.

2- انتشار المفسدين:

يمكن الافتراض أنه إذا انخرطت البنوك الإسلامية في ممارسات مضللة من خلال الشركات ذات الغرض الخاص، سوف يؤدي ذلك إلى زيادة الفساد والمفسدين، فقد يكون المسؤولون عن هذه الممارسات هم الأفراد المسؤولون عن التخطيط مثل مديري الخدمات المصرفية الإسلامية، فإذا قام مديرو البنوك بتضليل أولئك الذين لديهم الحق في معرفة حقيقة معاملات الشركة، مثل مجلس الإدارة أو المساهمين أو المنظمين أو مجالس الرقابة الشرعية أو المدققين أو أصحاب المصلحة الآخرين، فقد تؤدي هذه الممارسات المخادعة إلى ما يلي:

¹ Ahmed M. Alkhan, op cit, p p 49 - 51.

- يمكن لمجلس الإدارة الموافقة على معاملات الشركات ذات الغرض الخاص الضارة بهم وبالمساهمين، إذا كانت إدارات البنك تفتقر إلى الشفافية عند عرض الهياكل الاستثمارية للموافقة عليها. فنقص الشفافية قد يؤدي إلى تفاصيل خفية غير معروفة لمجلس الإدارة، والتي ربما تؤثر على قرارهم، والذي بدوره يؤثر سلباً على ثروة المساهمين؛
- قد يتأثر مجلس الإدارة في قراره أيضاً بسبب الافتقار المحتمل للشفافية من قبل الإدارة، فعلى سبيل المثال، إذا كانت البيانات المالية المقدمة إلى مجلس الإدارة تفتقر إلى الشفافية (أي الديون المستترة أو الصفقات المالية المنفذة من خلال الشركة ذات الغرض الخاص لم يتم عرضها بوضوح في البيانات المالية) حيث تصور أداء مالياً إيجابياً بدلاً من الأداء الواقعي، قد يدفع ذلك المجلس للموافقة على تعويضات ومكافآت للإدارة، في حين قد يكون الوضع الحقيقي للشركة وأدائها المالي سيئاً؛
- يمكن لهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية إصدار أحكام بشأن هياكل الشركات ذات الغرض الخاص التي لا تعكس بالضرورة الواقع الاقتصادي الأساسي للصفقة، فعلى سبيل المثال، إذا وافقت هيئة الرقابة الشرعية عن غير قصد على شركة ذات غرض خاص تتضمن عنصراً من الربا (أي تم إخفاؤه من خلال معاملات الشركة ذات الغرض الخاص)، في الواقع فإن جميع الأضرار المرتبطة بالربا قد تنتشر في جميع أنحاء الصناعة المصرفية الإسلامية؛
- لا يمكن للمدققين (سواء كانوا داخليين أو شرعيين) اكتشاف أو الإبلاغ عن النتائج الضرورية في تقاريرهم بسبب نقص الشفافية، وبالتالي فإن البنك لن يصحح الأخطاء ويسبب أضراراً للاقتصاد، حتى عندما تكون حوكمة الشركات والبنية التحتية للتدقيق مناسبة.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لقيام الشركات ذات الغرض الخاص

يستوجب قيام الشركة ذات الغرض الخاص بالالتزام بضابطين شرعيين لضمان مصالح المستثمرين أو حملة الصكوك، وكذا حقوق عملاء الشركة المنشئة لها، ويمكن توضيح هذين الشرطين من خلال العناصر التالية:¹

¹ فؤاد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 1، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2013، ص 29.

أولاً: الاستقلالية المالية والقانونية:

حتى يكون قيام الشركة ذات الغرض الخاص متوافقاً والضوابط الشرعية، يجب أن تكون مستقلة مالياً وقانونياً عن الشركة المنشئة لها، وليست تابعة لها أو فرعاً من فروعها، وذلك لضمان الشفافية ومراعاة مصالح المستثمرين، وضمان حقوق عملاء الشركة المنشئة وامتيازاتهم، وينبغي عند تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص انقطاع العلاقة بينها وبين الشركة المنشئة، فلا يكون لهذه الأخيرة أي سلطة عليها تتعلق بالبيع أو الشراء أو التصفية أو التصرف؛

ثانياً: حماية حقوق المستثمرين:

يجب على الشركة ذات الغرض الخاص أن تحرص على حماية حقوق المستثمرين أو حملة الصكوك عن طريق:

- عند إنشاء الشركة ذات الغرض تحدد مهامها وصلاحياتها بما يتفق مع مصالح الشركة المنشئة التي قد تتعارض مع مصالح حملة الصكوك الذين ليس بإمكانهم التدخل بشكل مباشر في عمل هذه الشركة، حيث غالباً ما تبنى العلاقة بينهم وبين الشركة ذات الغرض الخاص على أساس عقد المضاربة، وهو العقد الذي لا يجيز لصاحب المال التدخل بشكل مباشر في عمل المضارب؛
 - إذا كانت الشركة ذات الغرض الخاص مباشرة للاستثمار فأقصى ضمان يمكنها تقديمه للمستثمرين هو وعدهم بشراء موجودات الاستثمار في نهاية أجلها بسعر السوق وقت الشراء أو بالسعر العادل الذي يحدد بالتقييم وقت الشراء، ولا يمكنها أن تقدم وعداً بشراء الموجودات بسعر يحدد سلفاً، لأن ذلك يؤدي إلى ضمان رأس المال أو الربح الممنوع شرعاً في عقود الاستثمار.
 - كما يجب على الشركة ذات الغرض الخاص أن تقوم بإصدار وتوظيف فوائضها المالية في أدوات مالية متوافقة وضوابط الشريعة الإسلامية.
- وبذلك يمكن تلخيص الضوابط الشرعية للشركات ذات الغرض الخاص في الشكل الموالي.

الشكل رقم 14 : الضوابط الشرعية لقيام الشركات ذات الغرض الخاص



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- فؤاد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 1، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2013، ص 29.

المطلب الثاني: مدخل إلى صناعة التصكيك

للشركة ذات الغرض الخاص أهمية كبيرة في عملية التصكيك، باعتبارها الجهة التي تقوم بإصدار الصكوك بمختلف أنواعها، والتي تشكل أدوات جيدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مجالات استثمارية حقيقية، وهذا ما يساهم في توسيع نشاط الأسواق المالية الإسلامية، وللتعرف على عملية التصكيك، قسّم المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: تعريف وشروط التصكيك.
- الفرع الثاني: أنواع و أطراف التصكيك؛
- الفرع الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التصكيك.

الفرع الأول: تعريف وشروط التصكيك

عرف التصكيك انتشارا كبيرا في الأسواق المالية الإسلامية، باعتباره عملية تمويلية يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية إذا ما توافرت مجموعة من الشروط لإتمامها.

أولاً: تعريف التصكيك:

اتفق الفقهاء على تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بعمليات التصكيك لسببين:¹

- كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات، التي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على الدين والفائدة المحرمة؛
- كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل تفاضلاً.

انطلاقاً من ذلك يمكن تعريف عملية التصكيك على النحو التالي:

- أنها عملية تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول، مع الالتزام ببعض الضوابط الشرعية.²
- هي عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الشركة المنشئة لها، والقابلة للتداول في السوق المالية وفق شروط وأجال محددة بعائد غير محدد، ولكن ليس خالياً من المخاطر.³
- هي عملية تجميع وتصنيف الأصول المجاز تصكيكها، وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها للمستثمرين.⁴

من خلال ما سبق نستنتج أن عملية التصكيك هي:

القيام بعملية تحويل الأصول الجائزة شرعاً إلى وثائق مالية متساوية قابلة للتداول في الأسواق المالية.

ثانياً: شروط عملية التصكيك:

تتطلب عملية التصكيك توافر مجموعة من الشروط، تتمثل في:¹

¹ فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، جويلية 2008، ص ص 4-5.

² سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010، ص 357.

³ زكية بوسنة وفطيمة الزهرة نوي، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية بين التنظير والتطبيق، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018، ص 89.

⁴ سميرة مشراوي، أثر التصكيك في تحسين أداء المصارف الإسلامية، مجلة الباحث، المجلد 15، العدد 15، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015، ص 247.

- ← امتلاك الشركة المنشئة مجموعة من الأصول تكون قادرة على توليد دخلا بشكل منتظم ومستمر؛
- ← تمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر، وهذا يتطلب تصنيف ائتماني قوي للأصول، كانتظام السداد ووجود ضمانات عينية؛
- ← يجب أن تكون قيمة الأصول المراد تصكيكها كبيرة، لأنه إذا كانت المبالغ صغيرة لا يمكن تقسيمها، كما يجب أن تكون ذات أجال استحقاق طويلة حتى يمكن تسويقها؛
- ← استيفاء معايير السلامة المالية والمصرفية وفق لتوجيهات الجهة المشرفة على عملية التصكيك والتي عادة تكون البنك المركزي أو هيئة سوق المال؛
- ← يجب أن تكون عملية بيع الأصول من الشركة المنشئة إلى الشركة ذات الغرض الخاص بيعا فعليا وفق إطار قانوني محدد الذي يستلزم نقل كامل الحقوق والالتزامات إلى الشركة ذات الغرض الخاص، وذلك لطمأنة المستثمرين بأن الورقة المصدرة بموجبها هي أوراق مالية معززة بأصول فعلية تملكها ملكية تامة، وفي ذلك تحقيق للاعتبارات الشرعية التي تخضع لها الأوراق المصدرة، وأن الشركة ذات الغرض الخاص أبعد ما يكون عن الإفلاس؛
- ← ضرورة الإفصاح عن البيع إفصاحا بيّنا يؤكد سلامته الشرعية، كأن تدرج وثيقة البيع ضمن نشرة إصدار الصك، وغيرها من الضوابط التي تملئها الاعتبارات الشرعية والفنية للإصدار؛
- ← يجب أن لا يكون للشركة ذات الغرض الخاص أي التزامات تؤثر بصورة سلبية على نوعية الورقة المالية المصدرة بمقتضى الأصول التي تملكها؛
- ← تناسب حجم الإصدار مع حجم الموجودات محل عملية التصكيك بعد تقييمها بصورة عادلة.

الفرع الثاني: أنواع وأطراف عملية التصكيك

يتم إجراء نوعين من التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية، والمتمثلين أساسا في تصكيك الأصول أو الموجودات وتصكيك ثمن السلعة المطلوبة، والذين يتطلبان تدخل عدة أطراف لإجرائهما، وهو ما يتم توضيحه من خلال العناصر التالية:

أولا: أنواع التصكيك

للتصكيك نوعان، وهذا ما يتم التطرق إليه من خلال ما يلي:²

¹ راجع: - زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص ص 86-87.

- حكيم براضية وجعفر هني، مرجع سابق، ص 105.

² حكيم براضية وجعفر هني محمد، مرجع سابق، ص ص 107-109.

1- تصكيك الأصول:

وصورته أن يكون لدى شركة أصل مدر للدخل كأصول مؤجرة أو مشاركة أو مضاربة مع عميل، فتقوم الشركة مباشرة أو بالاتفاق مع الشركة ذات الغرض الخاص بتحويل قيمة هذه الأصول إلى صكوك وطرحها على عملائها، أو للاكتتاب العام لتجميع ثمن هذه الأصول مرة واحدة، ويصبح بذلك حملة الصكوك مالكين للأصول المورقة بدلا من الشركة، ويحصلون على العائد المحقق منها، ويكون دور الشركة هو إدارة هذه الصكوك مقابل عمولة يتفق عليها، ويمكن لحملة الصكوك تداولها في السوق المالية؛

2- تصكيك ثمن السلعة المطلوبة:

ويقصد به طلب بعض العملاء من البنك الإسلامي شراء سلعة مرتفعة الثمن بطريقة المرابحة، وكون البنك لا يستطيع دفع الثمن فإنه يلبي رغبتهم في تمويل هذه العملية عن طريق عملية التصكيك، فليجأ البنك الإسلامي إلى تقسيم المبلغ المطلوب لهذه العملية إلى فئات صغيرة ويصدر مقابلها صكوك مرابحة، ويجمع بموجبها المبلغ المطلوب ويشتري السلعة نقدا نيابة عن أصحاب الصكوك الراغبين في الاشتراك في هذه العملية، ليبيعه بعد ذلك للعميل مرابحة بثمان مؤجل أعلى من ثمن الشراء، ليصبح العميل مدينا بثمان معين مؤجل، يكون مساويا لثمان السلعة الأصلي، مضافا إليه الربح في بيع المرابحة، ويحصل حملة الصكوك على جزء من الثمن الذي بيعت به مرابحة شيئا فشيئا حسب ما اتفقوا عليه في تقسيط الثمن، حتى يتم استهلاكها دوريا من كل قسط يسدده العميل، ويحصل البنك على عمولة محددة مقابل إدارته لهذه العملية، كما يمكنه شراء عدد من الصكوك.

ثانيا: أطراف التصكيك:

تتمثل الأطراف المتدخلة في عملية التصكيك في العناصر التالية:¹

1- المنشئ:

وهو الجهة التي تمتلك الأصل المراد تصكيكه، وقد يكون المنشئ فردا أو شركة أو مؤسسة مالية أو حكومة، وقد ينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويتولى المنشئ استخدام حصيلة الاكتتاب وفق الصيغ والأساليب الشرعية مثلما ورد في نشرة الإصدار؛

¹ زكية بوسنة وفطيمة الزهرة نوي، مرجع سابق، ص 89.

2- وكيل الإصدار:

وهو الشركة ذات الغرض الخاص التي تتولى عملية الإصدار، والقيام بجميع إجراءاته نيابة عن المنشئ، وذلك مقابل أجر متفق عليه أو تتضمنه نشرة الإصدار؛ ويعتبر وجود الشركة ذات الغرض الخاص أمراً ضرورياً وركناً أساسياً في عملية التصكيك، لكونها تحقق شرط انفصام الذمة المالية للمنشئ الأصلي عن الجهة المصدرة للصكوك بغرض تحسين الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة؛

3- وكالات التصنيف الائتماني:

تقوم هذه الوكالات بدور أساسي ومهم في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في الأسواق المالية، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وقد ظهرت وكالات تصنيف إسلامية تقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، كالوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف بالبحرين والوكالة الماليزية للتصنيف؛

4- مدير الاستثمار:

وهو الجهة التي تتولى إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة إعداد الدراسات الاقتصادية اللازمة، واختيار الصيغة والطريقة التي سوف تدار بهما أموال المستثمرين؛ وتحدد العلاقة بين مدير الاستثمار والمستثمرين على أساس المضاربة أو الوكالة، فإذا كانت على أساس عقد المضاربة يكون مدير الاستثمار هو المضارب الذي يستحق نسبة من الربح الذي سيتحقق لاحقاً نظير جهده، أما إذا كانت على أساس عقد الوكالة فيستحق مدير الاستثمار أجراً معلوماً، أو نسبة معلومة من رأس المال سواء تحقق الربح أو لم يتحقق؛

5- أمين الإصدار:

وهو الطرف الذي يقوم بحماية مصالح حملة الصكوك، والرقابة على أعمال شركة الإدارة ومدى التزامها بالشروط المنظمة لهذه العملية الاستثمارية المبينة في نشرة الإصدار، وقد يترافق وجود الأمين مع الترتيبات الأولى لعملية التصكيك، وقد يعين لاحقاً، وذلك وفقاً للقوانين السارية، والأمين بوصفه وكيلًا عن حملة الصكوك فإن إنهاء خدماته تتم بإرادتهم بصفتهم الموكلين له؛

6- متعهد الدفع:

وهو الشركة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها؛

7- مدير الإصدار:

هو الشركة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة صكوك الاستثمار في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر؛

8- جهة الرقابة الشرعية:

وهي الجهة التي تقوم بدراسة هيكل الإصدار من الناحية الشرعية، بالإضافة إلى وضع المعايير الشرعية التي تضبط عملية التصكيك¹؛

9- المستشار القانوني:

ومهمته تقديم الاستشارات المتعلقة بالهيكل والعقود الأساسية من ناحية نتائجها القانونية والضريبية.²

وتتم عملية التصكيك من خلال إتباع مجموعة من الخطوات هي:³

- قيام الشركة المنشئة بتعيين الأصول التي يراد تصكيكها، بحصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد، يعرف بمحفظة التصكيك؛
- الاتفاق مع الشركة ذات الغرض الخاص على كيفية تحويل الأصل لها حسب أساليب التصكيك وتحديد المبلغ الذي ستدفعه مقابل هذه الأصول؛
- قيام الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين؛
- قيام الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الأوراق المالية الممثلة للأصل بالقيمة الاسمية وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين؛
- بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار، وذلك بتجميع العائدات والمداخيل الدورية الناتجة

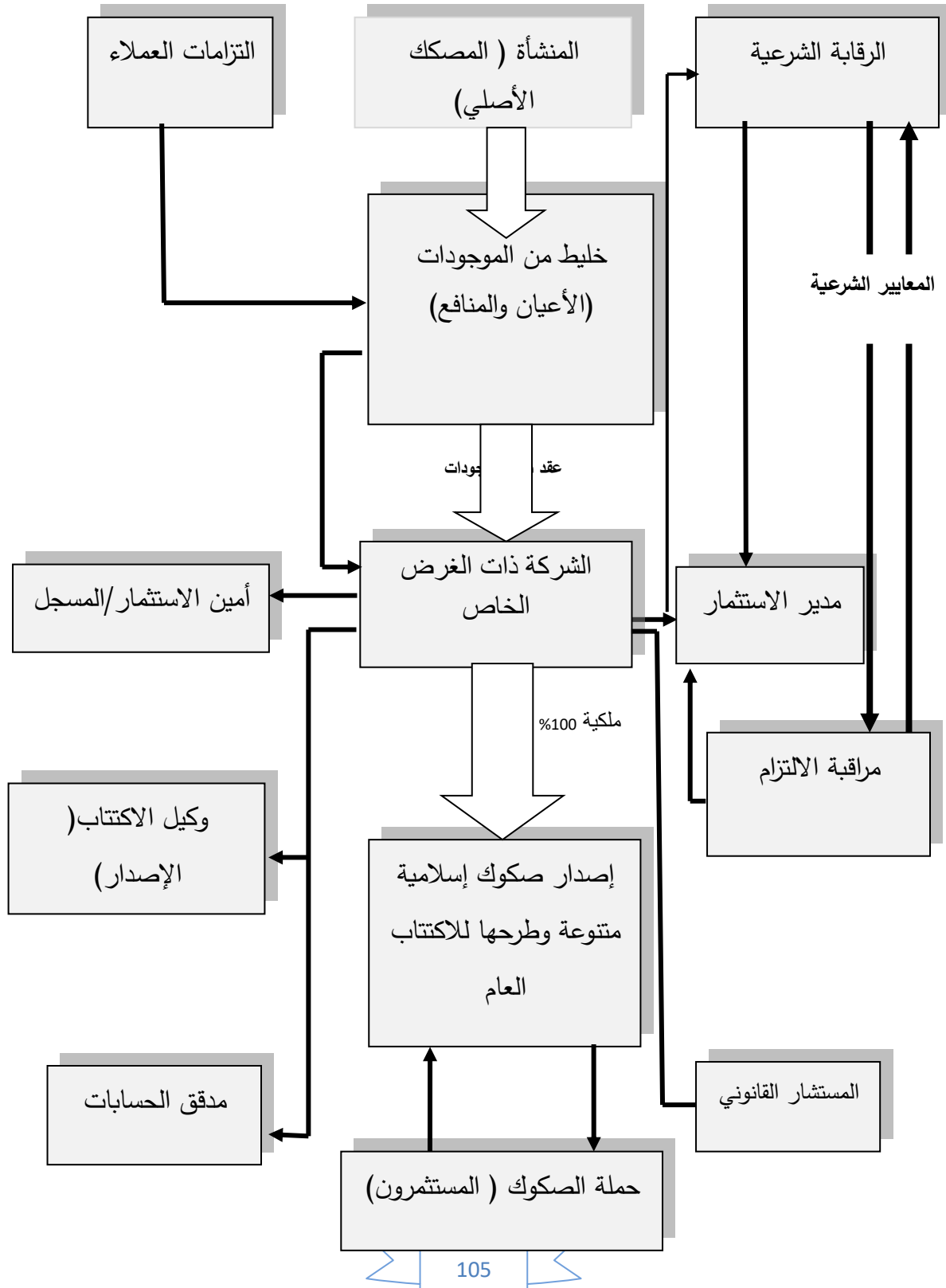
¹ عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص ص 136-137.

² سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015 - 2016، ص 77.

³ عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة مقارنة-، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 60.

- من الأصول، وتوزيعها على المستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة؛
- استلام الشركة ذات الغرض الخاص لحصيلة الاكتتاب في الأوراق المالية ودفع مستحقات الشركة المنشئة؛
 - قيام الجهة التي تم اختيارها بتحصيل العوائد والأقساط المستحقة لمدين الأصل، وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأوراق المالية ثم إطفاء قيمة الأوراق المالية؛
 - يمكن لمن يرغب من المستثمرين ببيع هذه الأوراق في السوق الثانوية، إما بالسعر نفسه الذي تم الشراء به أو أكثر أو أقل حسب أسعارها في الأسواق المالية؛
 - في أجل استحقاق الأوراق المالية تكون العملية قد انتهت؛
- في حالة تأخر أو توقف الملتزمين بالأصل المصكك عن دفع المستحق عليهم من أو عوائد، تقوم الجهة الضامنة بالسداد لتسليمها للمستثمرين
- والشكل الموالي يوضح الأطراف المتدخلة في عملية التصكيك.

الشكل رقم 15: الأطراف المتدخلة في عملية التصكيك



المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص94.

الفرع الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التصكيك

تكتسي الشركة ذات الغرض الخاص أهمية بالغة بالنسبة للشركات المنشئة والمستثمرين في إطار عملية التصكيك لأسباب متعددة أهمها:¹

- إن إخراج الأصول محل التصكيك من ميزانية الشركة المنشئة وتمليتها بالبيع لحملة الأوراق المالية في عملية التصكيك يقتضي توقيع عقد بيع حقيقي تقبض بموجبه الشركة الثمن في مقابل تنازلها عن ملكية تلك الأصول إلى حملة الصكوك، الأمر الذي يتطلب وجود شركة ذات غرض خاص تمتلك ذمة مالية مستقلة تمكنها من تحمل الديون واحتواء الحقوق لتمثل الملاك الجدد لهذه الأصول الذين يحملون الصكوك أو الشهادات الصادرة عنها؛

- ضمان وجود التصنيف الائتماني كمتطلب أساسي لنجاح عملية التصكيك، الأمر الذي يتطلب وجود الأصول التي هي محل التصنيف في وعاء مستقل عن الشركة المنشئة، حيث يتم عزل الأصول المملوكة لحملة الصكوك عن الأصول المملوكة للشركة المنشئة عزلاً تاماً، الأمر الذي يتطلب وجود شركة ذات غرض خاص يمكن من خلالها تصنيف إصداراتها بحسب جودة أصولها.

ويتمثل مهام الشركات ذات الغرض الخاص في عمليات التصكيك فيما يلي:²

- حماية حقوق حملة الصكوك؛
- إدارة الموجودات ورعايتها واستثمار ما ليس مستثمراً منها؛
- الحصول على المداخل من أرباح وإيجارات وغيرها؛
- إصدار نشرة دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم، أي موجودات الصكوك؛

- توزيع صافي دخلها على حملة الصكوك؛

¹ محمد علي القرني، مرجع سابق، ص 31.

² فؤاد محيسن، مرجع سابق، ص ص 27 - 28.

- تصفية الموجودات في نهاية عملية التصكيك، وتوزيع ناتج التصفية على حملة الصكوك.

المطلب الثالث: الصكوك الاستثمارية المصدرة من طرف الشركات ذات الغرض الخاص

تتعدد الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات ذات الغرض الخاص، مما يجعلها تساهم بشكل فعال في زيادة وتنوع الأدوات الاستثمارية في السوق المالي، وللتعرف على هذه الأوراق يتم تناول الفروع التالية:

- الفرع الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الاستثمارية؛

- الفرع الثاني: أنواع الصكوك الاستثمارية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص.

الفرع الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الاستثمارية

تعتبر صناعة الصكوك من بين أهم الصناعات المالية على المستوى العالمي، لما لهذه الأدوات من مزايا ومنافع لأطراف المعاملة، كما لها مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

أولاً: تعريف الصكوك الاستثمارية:

تعرف الصكوك الاستثمارية على أنها:

- عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (IFSB) في إطار المعيار الشرعي رقم 17 الصكوك الاستثمارية بأنها: "وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".¹
- عرف مجمع الفقه الإسلامي الصكوك الاستثمارية بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة مال (المضاربة) بإصدار ملكية برأس مال المضاربة، على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".
- هي وثائق بقيمة مالية معينة تصدرها شركة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله، ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار.²

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007، ص 288.

² أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية - أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 26.

انطلاقاً من التعاريف السابقة، يمكن تعريف الصكوك الاستثمارية بأنها: شهادات متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات حقيقية ذات عائد متوقع، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامي وتطرح للاكتتاب العام لئتم تداولها بين المستثمرين.

ثانياً: خصائص الصكوك الاستثمارية:

- تتميز الصكوك الاستثمارية بالعديد من الخصائص، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹
- لها قيمة اسمية محددة وموضحة في نشرة الإصدار؛
- غير قابلة للتجزئة؛
- تصدر على أساس عقد شرعي والذي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثلها؛
- استحقاق الربح وتحمل الخسارة، بمعنى أن مالك الصك يشارك في الغنم والغرم وذلك نسبة ما يملكه من الصكوك؛
- تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها؛
- تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها؛
- الصك يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.

الفرع الثاني: أنواع الصكوك الاستثمارية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص

تصدر الشركات ذات الغرض الخاص الصكوك الاستثمارية في إطار عملية التصكيك بالاستناد لعقد شرعي على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، وتتمثل هذه الصكوك فيما يلي:

أولاً: صكوك المشاركة:

¹ راجع: - زياد جلال الدماغ، مرجع سابق، ص 71.

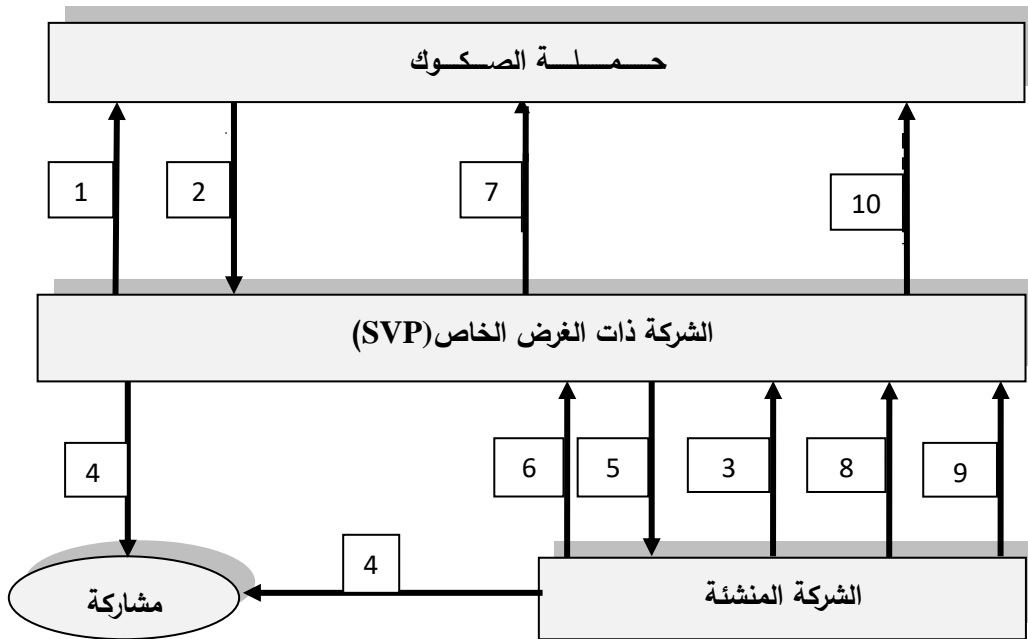
- شيرين محمد سالم قعنونة، الهندسة المالية الإسلامية - ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية - دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 440.

- أحمد سفر قاض، التوسع المصرفي الإسلامي في الأسواق العربية والدولية، شركة المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، لبنان، 2017، ص ص 319 - 320.

صكوك المشاركة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشراكة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار.¹

وتتم آلية إصدار صكوك المشاركة وفق الشكل التالي:

الشكل رقم 16: آلية إصدار صكوك المشاركة



المصدر: أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)،مداخلة ضمن الملتقى الثاني حول الصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر، 2013، ص 16.

من خلال الشكل تتضح الخطوات التي تمر بها آلية إصدار صكوك المشاركة على النحو

التالي:²

- المرحلة 1:** تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار؛
- المرحلة 2:** يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل، ويفوضون الشركة ذات الغرض الخاص لإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم؛
- المرحلة 3:** تبرم الشركة ذات الغرض الخاص عقد مشاركة مع الشركة المنشئة التي تحتاج السيولة؛

¹ هشام أحمد عبد الحي، مرجع سابق، ص 304.

² أسيد الكيلاني، مرجع سابق، ص 16.

- المرحلة 4:** تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بدفع حصة الصكوك النقدية للشركة المنشئة التي تدفع حصتها العينية أيضا بعد تقويمها؛
- المرحلة 5:** تبرم الشركة ذات الغرض الخاص عقد إدارة مع الجهة المنشئة لإدارة صكوك المشاركة واستثمار رأس مالها؛
- المرحلة 6:** تدفع الشركة المنشئة حصة الصكوك من ربح المشاركة، وتستبقي ما يزيد عن نسبة معينة في الاحتياطي؛
- المرحلة 7:** تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسلم الربح ودفع التوزيعات الدورية؛
- المرحلة 8:** تصدر الشركة ذات الغرض الخاص تعهدا بشراء حصة الصكوك في حال الإخلال أو عند الإطفاء النهائي؛
- المرحلة 9:** يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الشركة المنشئة الحصة من الشركة ذات الغرض الخاص في الحالات المحددة؛
- المرحلة 10:** تدفع الشركة ذات الغرض الخاص ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك، وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

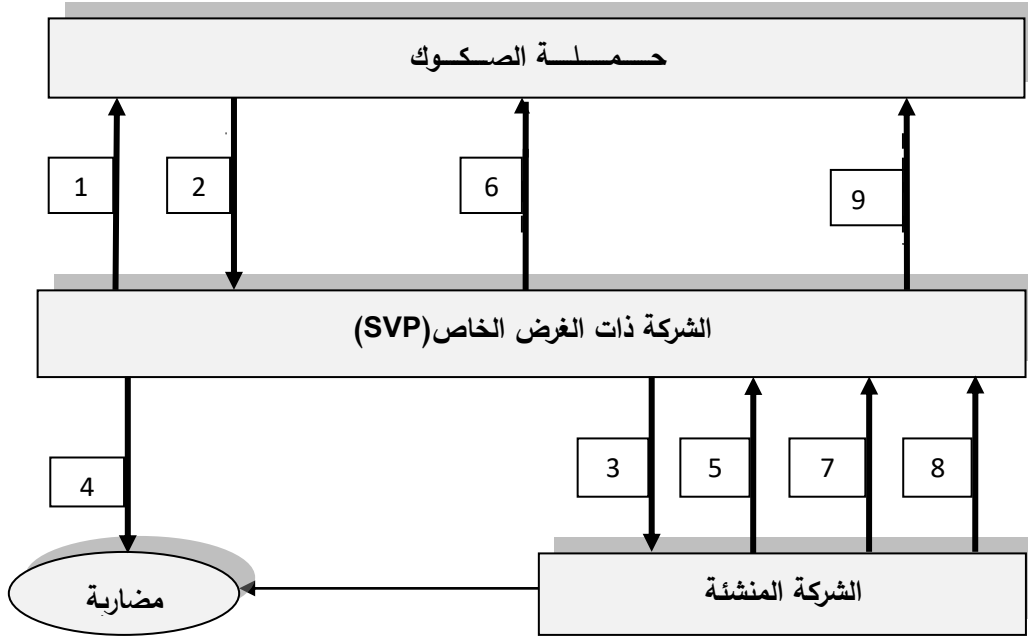
ثانيا: صكوك المضاربة

هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة بإصدار صكوك ملكية رأس مال المضاربة، على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل من هم فيه، ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد بدء النشاط، وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور كصكوك المضاربة المطلقة وصكوك المضاربة المقيدة، المصدر لتلك الصكوك هو المضارب والمكاتبون فيها هم أرباب المال وحصيلة الاكتتاب في رأس المال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال ويتحملون الخسارة في حالة وقوعها،¹

والشكل الموالي يوضح آلية إصدار صكوك المضاربة والأطراف المتدخلة فيها

¹ حمزة غربي ووفاء جبلاحي، الصكوك الإسلامية، أنواعها وإدارة مخاطرها، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، المجلد 2، العدد 1، جامعة المسيلة، الجزائر، 2018، ص 140.

الشكل رقم 17: آلية إصدار صكوك المضاربة



المصدر: أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، مداخلة في الملتقى الثاني حول الصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر، 2013، ص 19.

من خلال الشكل تتضح خطوات إصدار صكوك المضاربة فيما يلي:¹

- المرحلة 1:** تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار؛
- المرحلة 2:** يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل ويفوضون الشركة ذات الغرض الخاص بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم؛
- المرحلة 3:** تبرم الشركة ذات الغرض الخاص (رب المال) عقد مضاربة مع الشركة المنشئة (المضارب) التي تحتاج السيولة لتستثمره وفق خطة الاستثمار ومجاله المتفق عليه؛
- المرحلة 4:** تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بدفع رأس المال المضاربة من حصيلة الصكوك للشركة المنشئة؛

¹ عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص ص 87-88.

المرحلة 5: تدفع الشركة المنشئة حصة الصكوك من ربح المضاربة، وتستبقى ما يزيد عن نسبة محددة في الاحتياطي، وذلك حتى توفر التمويل اللازم لتلبية التوزيعات الدورية إذا لم يكن ما تم تحقيقه من ربح وما هو متوافر في الاحتياطي كافياً، وما يبقى من الاحتياطي في النهاية يكون حافزاً للشركة المنشئة؛

المرحلة 6: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بالحصول على الربح ودفع التوزيعات الدورية؛

المرحلة 7: تصدر الشركة المنشئة تعهداً بشراء أصول الصكوك؛

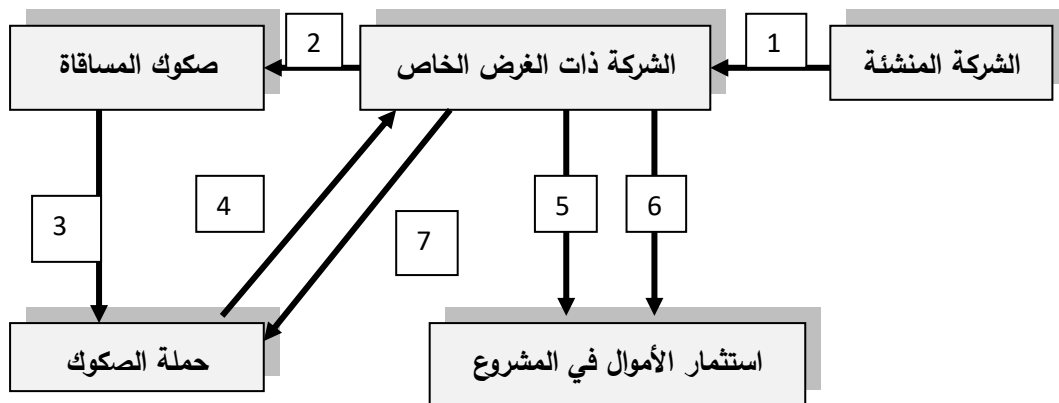
المرحلة 8: يتم تنفيذ التعهد بالشراء، وتشتري الشركة المنشئة الحصة من الشركة ذات الغرض الخاص في الحالات المحددة؛

المرحلة 9: تدفع الشركة ذات الغرض الخاص ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك، وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

ثالثاً: صكوك المساقاة:

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي الأشجار المثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمار وفق ما حدده العقد، والمصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الأشجار، والمكنتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالأشجار، وقد يكون المصدر هو المساق (صاحب العمل)، والمكنتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار،¹ والشكل الموالي يوضح الخطوات التي تمر بها عملية إصدار صكوك المساقاة.

الشكل رقم 18: آلية إصدار صكوك المساقاة



¹ أحمد عزوز وعبد الكريم عبيدات، الصكوك المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية وتحديات التطبيق، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 3، العدد 1، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، 2020، ص 153.

المصدر: سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015 - 2016، ص 93.

من خلال الشكل أعلاه تمر عملية إصدار صكوك المساقاة بعدة مراحل هي: ¹

المرحلة 1: تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص من قبل الجهة المنشئة المتمثلة في ملاك الأشجار بغرض الحصول على الأموال على أساس عقد المساقاة؛

المرحلة 2: تقييم الشركة ذات الغرض الخاص تكاليف العناية بالأشجار، وتصدر صكوك بقيمة التكلفة الكلية، حيث يمثل كل صك حصة من الثمار؛

المرحلة 3: الاكتتاب في الصكوك، ويمثل المكتتبون المساقون؛

المرحلة 4: توجه حصيلة الاكتتاب للشركة ذات الغرض الخاص، وتمثل الحصيلة تكاليف العناية بالأشجار؛

المرحلة 5: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص أو أي جهة مخولة بسقي الأشجار ورعايتها والإنفاق عليها على أساس عقد المساقاة؛

المرحلة 6: تقسيم الغلة حسب الاتفاق، بحث توجه حصة للشركة المنشئة والحصة الأخرى تعود إلى حملة الصكوك، من خلال تصرف الشركة ذات الغرض الخاص فيها أو الجهة المخولة بالمساقاة، وذلك بالبيع مثلا وإعطاء كل ذي حق من حقه؛

المرحلة 7: تقديم الربح لحملة الصكوك إن تم تحقيقه.

رابعا: صكوك المرابحة:

تعرف صكوك المرابحة بأنها: وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المرابحة وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء بضاعة المرابحة لبيعها للواعد بشرائها، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك بعد تملكها وقبضها، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها. ²

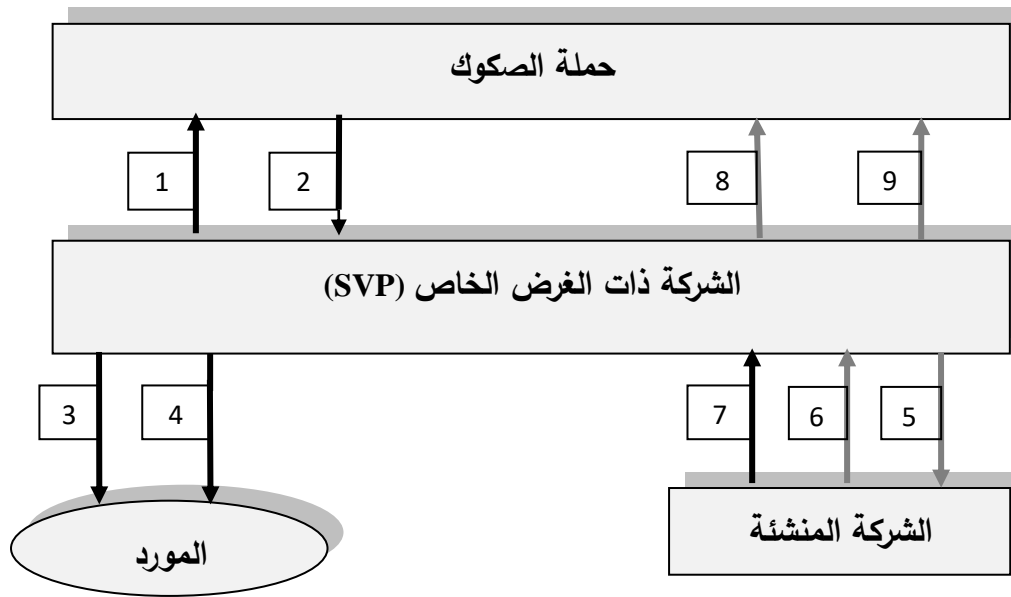
وتتميز صكوك المرابحة بمجموعة من الخصائص جعلت منها أداة مناسبة في مجال التمويل والاستثمار، تتمثل هذه الخصائص في: ³

¹ سناء نزار، مرجع سابق، ص 93.

² عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 9 العدد 2، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017، ص 53.

³ سعود بن ملوح العنزي ومحمود علي السرطاوي، صكوك المرابحة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد 8، العدد 1، جامعة آل البيت، المرفق، الأردن، 2012، ص 221.

- تستند صكوك المرابحة على عقد شرعي هو عقد المرابحة للأمر بالشراء؛
 - تمثل صكوك المرابحة حصص ملكية شائعة في بضاعة المرابحة، ولذلك فإنها لا تقبل التجزئة في مواجهة مصدرها؛
 - تعتبر من الأدوات المناسبة لتمويل شراء الأصول، مع توفر المرونة في تحديد فترة السداد؛
 - إمكانية تحديد الربح عند التعاقد، مما يتيح للمستثمر مقارنة العائد المتوقع مع عوائد الأدوات الاستثمارية الأخرى؛
 - يتميز التمويل عن طريق صكوك المرابحة بسعة نطاقه، نظرا لتنوع السلع والخدمات والأغراض التي يمكن أن يغطيها التعامل بهذا النوع من الصكوك.
- يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك المرابحة وفق الشكل الموالي.
- الشكل رقم 19: آلية إصدار صكوك المرابحة



المصدر: أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، مداخلة في الملتقى الثاني حول الصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر، 2013، ص 23.

من خلال الشكل أعلاه يمكن تلخيص أهم الخطوات التي تتضمنها آلية إصدار صكوك

المرابحة فيما يلي:¹

المرحلة 1: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار؛

¹ عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص 168.

المرحلة 2: يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل، ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم؛

المرحلة 3: تبرم الشركة ذات الغرض الخاص (المشتري) عقد شراء مع المورد (البائع) لشراء السلع التي تريدها الشركة المنشئة؛

المرحلة 4: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بدفع الثمن للمورد وتسلم السلع المشتراة تسليمًا حقيقيًا؛

المرحلة 5: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص ببيع السلع للشركة المنشئة على أساس المربحة بأقساط متقاعلى مبالغها وتواريخ استحقاقها ويسلمها لها؛

المرحلة 6: تقدم الشركة المنشئة ضمانًا لأقساط المربحة؛

المرحلة 7: تدفع الشركة المنشئة أقساط المربحة في تواريخ استحقاقها؛

المرحلة 8: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسلم الأقساط ودفع التوزيعات الدورية؛

المرحلة 9: إطفاء الصكوك بأخر قسط يتم دفعه من الشركة المنشئة.

خامسا: صكوك السلم:

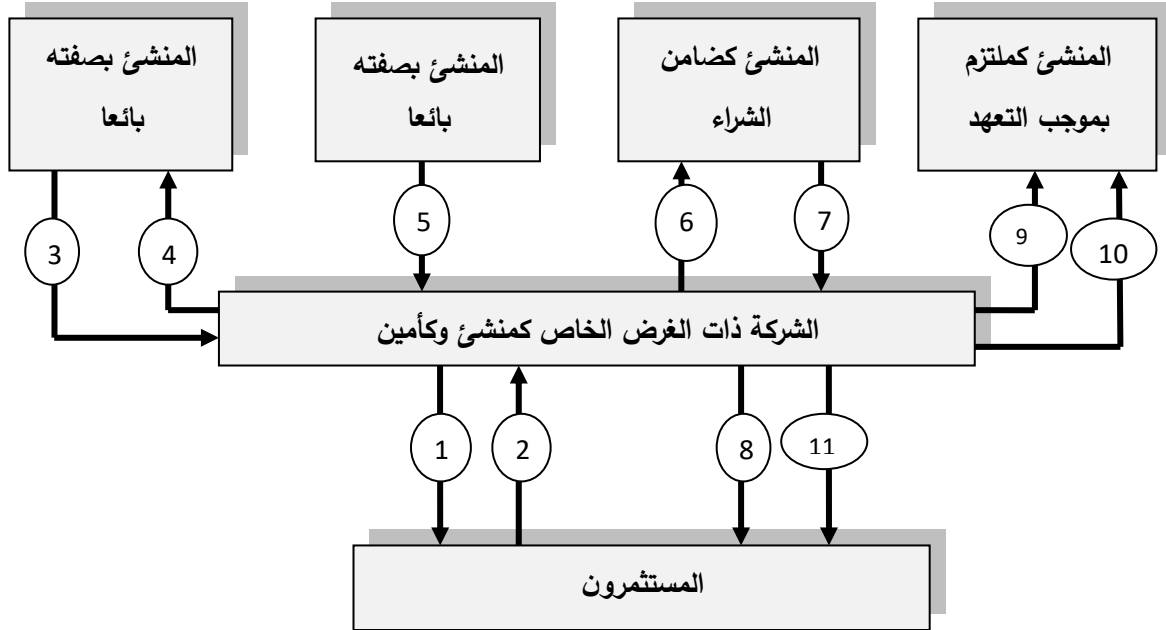
يمكن تعريف صكوك السلم بأنها:

عبارة عن شهادات متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض جمع رؤوس الأموال وتمويل سلعة أو مشروع محدد كان السبب في إصدار الصكوك، إذ يقضي عقد السلم بتسديد ثمن المشروع أو السلعة مسبقًا حتى وإن تم ذلك على دفعات من أموال الاكتتاب في الصكوك، على أن يكون التسليم في فترة لاحقة متفق عليها، وعلى الرغم من أن السلعة أو المشروع هو ملك للمكتبتين في الصكوك إلا أن هذه الأخيرة لا يتم تداولها في الأسواق المالية.¹

والشكل الموالي يوضح آلية إصدار صكوك السلم

¹إحسان بوبريمة، تطور إصدار الصكوك في تدعيم سيولة واستقرار السوق المالية العربية- دراسة مقارنة بين السندات، الأسهم والصكوك- المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد4، العدد1، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2018، ص 90.

الشكل رقم 20: آلية إصدار صكوك السلم



المصدر: عبد القادر زيتوني، دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية -دراسة تطبيقية على عينات من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016-2017، ص 174.

من خلال الشكل يمكن تلخيص أهم الخطوات التي تمر بها آلية إصدار صكوك السلم

فيما يلي:¹

المرحلة 1: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك والتي تمثل حصة غير مجزأة في ملكية الأصول التي يتم تسليمها من قبل المنشئ، وتمثل حقا اتجاهها لسداد الدفعات الدورية ومبلغ التصفية؛

المرحلة 2: يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل إلى الشركة ذات الغرض الخاص (المبلغ الأصلي المطلوب)؛ ويتم إعلام الشركة ذات الغرض الخاص بأنها الأمين على المبالغ وأي أصول تنشأ لاستخدامها نيابة عن المستثمرين؛

¹ عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص ص 175 - 176.

المرحلة 3: يقوم المنشئ ببيع أصول السلم للشركة ذات الغرض الخاص على أساس الدفع الفوري وشروط التسليم المؤجل؛

المرحلة 4: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بسداد سعر البيع بمبلغ يعادل المبلغ الأصلي؛

المرحلة 5: قبل كل تاريخ تستحق فيه مبالغ التوزيع الدورية للمستثمرين، يقوم المنشئ بتسليم أصول السلم إلى الشركة ذات الغرض الخاص؛

المرحلة 6: المنشئ بصفته ضامناً يشتري نسبة من أصول السلم من الشركة ذات الغرض الخاص بسعر شراء يتفق عليه؛

المرحلة 7: يدفع المنشئ سعر الشراء نظير شرائه نسبة من أصول السلم، حيث يساوي سعر شراء مبلغ التوزيع الدوري الواجب السداد بالنسبة للصكوك في ذلك الوقت؛

المرحلة 8: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بسداد مبلغ التوزيع الدوري للمستثمرين بسعر الشراء الذي استلمته من المنشئ؛

المرحلة 9: في تاريخ الاستحقاق يلتزم المنشئ بتسليم أصول السلم التي يستلمها إلى الشركة ذات الغرض الخاص، ويقوم هذا الأخير ببيع الأصول السلم التي يشتريها لمنشئ بسعر التنفيذ المنفق عليه، والتي تعادل المبلغ الأصلي مضافاً إليه مبالغ توزيع دورية مستحقة ولكنها لم تدفع ومستحقة للمستثمرين؛

المرحلة 10: يتم سداد سعر التنفيذ من قبل المنشئ بصفته ضامناً؛

المرحلة 11: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص وهي المصدر بسداد مبلغ التوزيع للمستثمرين بسعر التنفيذ الذي سبق لها استلامه من المنشئ.

سادساً: صكوك الاستصناع:

تعرف صكوك الاستصناع بأنها:

وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح

المصنوع مملوكاً لحاملي الصكوك،¹

وتتميز صكوك الاستصناع بمجموعة من خصائص منها:²

- صكوك الاستصناع وثائق صادرة بقيم موحدة ويمكن أن تكون بأسماء مالكيها أو لحاملها؛

¹ أحمد عطا الله عبد الباسط، آليات التمويل المصرفية المعاصرة التي أنتجتها الهندسة المالية المعاصرة - دراسة فقهية مقارنة-، دار الكتب القانونية، القاهرة، مصر، 2015، ص 425.

² موسى نوري شقيري، المصارف الإسلامية - الاستثمار والتمويل في الإسلام-، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص 242.

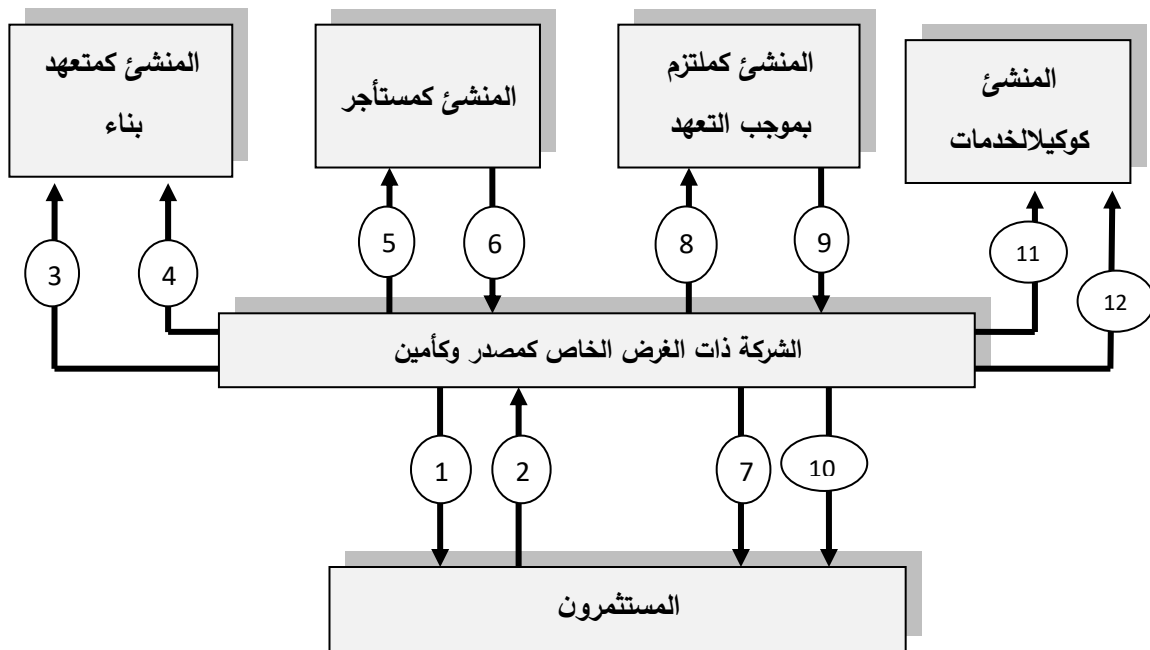
- الصك يمثل ملكية صاحبه الموثقة والشائعة في موجودات المشروع، ولا يمثل ديناً مستحقاً على صاحب الإصدار من قبل حاملي الصكوك؛
- إصدار صكوك الاستصناع والعمل بها يخضع للقواعد الشرعية العامة والأحكام الشرعية الخاصة بعقد الاستصناع؛
- صكوك الاستصناع هي صكوك متوسطة وطويلة الأجل؛
- لأصحاب صكوك الاستصناع الحق في العوائد والأرباح عند تحقيقها حسب ما هو منصوص عليه في نشرة الإصدار، كما يتحملون الخسائر بنسبة ما يملكه كل واحد منهم إلى إجمالي ممتلكات الجميع؛
- المتعاقدان في عقد الإصدار هما: صاحب الإصدار والمكاتبون، وتكون العلاقة بينهما في صكوك الاستصناع على النحو التالي:

✓ صاحب الإصدار: يمثل دور الصانع؛

✓ المكاتبون: يقومون بدور المستصنع والمشتري للأصل المراد استصناعه، وخلال مدة العقد يكون حاملو الصكوك هم المالكون للأصل المستصنع وبعد ذلك لثمن بيعه.

وتتم آلية إصدار صكوك الاستصناع وفق الشكل التالي:

الشكل رقم 21: آلية إصدار صكوك الاستصناع



المصدر: عبد القادر زيتوني، دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية -دراسة تطبيقية على عينقمن المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014 -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016-2017، ص 177.

من خلال الشكل يمكن تلخيص أهم الخطوات التي تمر بها آلية إصدار صكوك الاستصناع

على النحو التالي:¹

المرحلة 1: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك الاستصناع التي تمثل حصة غير مجزأة في ملكية الأصول؛

المرحلة 2: يكتتب المستثمرون في الصكوك ويدفعون المقابل إلى الشركة ذات الغرض الخاص (المبلغ المطلوب)؛ وإعلان الشركة ذات الغرض الخاص أنها الأمين على المبالغ وأي أصول تتشأ نيابة عن المستثمرين؛

المرحلة 3: يدخل المنشئ في ترتيبات عقد استصناع مع الشركة ذات الغرض الخاص، ووفق هذه الترتيبات يوافق المنشئ على تصنيع أو بناء بعض الأصول، ويتعهد بتسليمها في تاريخ لاحق، وتوافق الشركة ذات الغرض الخاص على منح وكالة أو تفويض بتسليم تلك الأصول في تاريخ تم تحديده مسبقاً؛

المرحلة 4: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بسداد أو دفع السعر إلى المنشئ نظير الموجودات بمبلغ إجمالي يعادل المبلغ الأصلي؛

المرحلة 5: تتعهد الشركة ذات الغرض الخاص بتأجير الأصول للمنشئ لفترة تساوي فترة استحقاق الوفاء بقيمة الصكوك؛

المرحلة 6: يقوم المنشئ (كمستأجر) بتقسيط الدفعات إلى:

- دفعات (أجرة) مقدمة قبل تسليم الأصول؛

- دفعات (أجرة) حالية بعد تسليم الأصول.

وذلك على فترات منتظمة للشركة ذات الغرض الخاص (كمؤجر) بمبلغ التوزيع الدوري

المستحق بموجب الصكوك في ذلك الوقت، وهذه المبالغ يجب حسابها، أي على حسب النوع السائد أو الغالب من الصكوك المصدرة في السوق؛

المرحلة 7: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بسداد مبلغ التوزيع الدوري للمستثمرين من القسط المسبق أو من الأقساط الحالية التي تلقاها أو استلمها من المنشئ؛

¹ عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص ص 177-178.

المرحلة 8: يلتزم الأمين ببيع، والمنشئ بشراء الأصول بسعر التنفيذ المتفق عليه، والذي يعادل المبلغ الأصلي مضافا إليه أي مبالغ توزيع دورية مستحقة ولكنها لم تدفع، وأي إنهاء يقع قبل تسليم الموجودات بموجب ترتيب عقد الاستصناع يترتب عنه استرداد القيمة مع مبلغ تعويضي من المنشئ، وهذا ضروري للشركة ذات الغرض الخاص لتغطية قيمة إنهاء الصكوك، وفي المقابل تلتزم الشركة ذات الغرض الخاص برد قسط الإيجار المسبق للمنشئ كمستأجر بموجب ترتيب الإيجار المقدم أو المسبق؛

المرحلة 9: سداد سعر التنفيذ من قبل المنشئ بصفته ضامنا أو ملتزما أو إذا وقع الإنهاء قبل تسليم الموجودات فإنه يتم سداد مبلغ إنهاء الاستصناع من قبل المنشئ؛

المرحلة 10: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بسداد مبلغ التوزيع إلى المستثمرين مستخدمة سعر التنفيذ الذي سبق لها أن تسلمته من المنشئ؛

المرحلة 11 و 12: تدخل الشركة ذات الغرض الخاص والمنشئ في اتفاقية وكالة خدمات، حيث تعين الشركة ذات الغرض الخاص المنشئ كوكيل منذ تسليم الأصول للقيام بتنفيذ بعض التزاماتها بموجب ترتيب الإيجار المقدم، والمتعلقة أساس بأعمال الصيانة والتأمين ودفع الضرائب المتعلقة بالأصول، وفي هذا الإطار يظهر المنشئ كوكيل خدمات، وعند ارتفاع قسط الإيجار سيدفعه المنشئ بمقتضى تعهد الأمين بدفع تكاليف الخدمة.

سابعا: صكوك الإجارة:

هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيم متساوية قابلة للتداول تمثل أعيانا مؤجرة أو منافع أو خدمات، وتتخذ من أحكام الشريعة الإسلامية مرجعا رئيسيا لها.¹
وتتميز صكوك الإجارة بخصائص أهمها ما يلي:²

- تمثل صكوك الإجارة أعيانا ومنافع تتأثر قيمتها السوقية بعوامل العرض والطلب، وقيمة الصكوك تتناسب مع القيمة السوقية لتلك الأعيان فترتفع لارتفاعها وتتنخفض لانخفاضها؛
- يمكن أن تصدر صكوك الإجارة من قبل القطاع الخاص أو القطاع العام، كما يمكن إصدارها مباشرة من قبل المستفيد من التمويل، أو عن طريق وسيط مالي كالبنوك والمؤسسات الاستثمارية الإسلامية؛

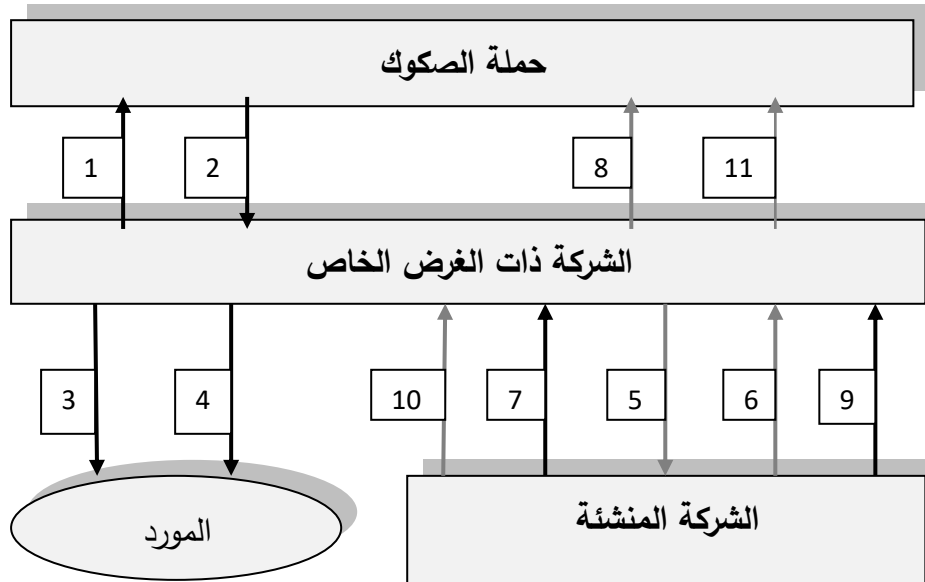
¹ محمد مبارك البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية-دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 152.

² هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية- دراسة تطبيقية فقهية-، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010، ص ص 276-278.

- تمتاز صكوك الإجارة بدرجة عالية من الاستقرار في السعر والثبات في العائد، والعلم المسبق بمقدار العائد وقت شراء الصك؛
- تعتبر صكوك الإجارة أداة متميزة للسياسة النقدية للدولة، باعتبارها أوراقا مالية تمتاز أسعارها بالاستقرار النسبي وعوائدها بالثبات، حيث يمكن استخدامها في تنظيم كمية النقود المعروضة في السوق، وذلك من خلال بيعها عند الرغبة في خفض المعروض النقدي ومواجهة متطلبات ميزانيتها؛
- تعتبر صكوك الإجارة أدوات مالية للاستثمار عن طريق تملك أعيان وتأجيرها ثم تمثيلها في أوراق مالية، ونقل ملكية الأعيان المؤجرة إلى المستثمرين بحصولهم على الصكوك.

وتتم آلية إصدار صكوك الإجارة وفق الشكل التالي:

الشكل رقم 22: آلية إصدار صكوك الإجارة



المصدر: أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، مداخلة في الملتقى الثاني حول الصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر، 2013، ص10.

من خلال الشكل يمكن تلخيص أهم الخطوات التي تمر بها آلية إصدار صكوك الإجارة فيما

يلي:¹

المرحلة 1: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار الصكوك وفق نشرة الإصدار؛

المرحلة 2: يكتب المستثمرون في الصكوك، ويدفعون المقابل ويفوضون المصدر بإتمام التعاقدات بالنيابة عنهم؛

¹ سناء نزار، مرجع سابق، ص 106.

المرحلة 3: تبرم الشركة ذات الغرض الخاص عقد شراء أصول التي تريدها الشركة المنشئة من المورد؛

المرحلة 4: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بدفع الثمن من حصيلة الصكوك للمورد؛

المرحلة 5: تبرم الشركة ذات الغرض الخاص (المؤجر) عقد إجازة معينة مع الشركة المنشئة (المستأجر) لتأجيرها الأصول بأجرة المتفق عليها تماثل التوزيعات الدورية للصكوك؛

المرحلة 6: تدفع الشركة المنشئة أقساط الأجرة في مواعيدها؛

المرحلة 7: تبرم الشركة ذات الغرض الخاص (الموكل) عقد وكالة خدمات مع الشركة المنشئة (الوكيل) لتقوم بصيانة الأصول والتأمين عليها؛

المرحلة 8: تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بتسلم الأجرة ودفع التوزيعات الدورية؛

المرحلة 9: تصدر الشركة المنشئة تعهدا بشراء الأصول من الشركة ذات الغرض الخاص في حال الإخفاق أو عند الإطفاء النهائي؛

المرحلة 10: يتم تنفيذ التعهد بالشراء وتشتري الشركة المنشئة الأصول من الشركة ذات الغرض الخاص في الحالات المحددة؛

المرحلة 11: تدفع الشركة ذات الغرض الخاص ما تم تحصيله من تنفيذ التعهد بالشراء لحملة الصكوك وبذلك يتم إطفاء الصكوك.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل تتضح أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في الأسواق المالية، باعتبارها الجهة التي تقوم بعملية التوريق، فهي تمثل كيانات قانونية مستقلة تنشئها الشركات المنشئة لتقوم بتحويل الأصول غير السائلة إلى أصول قابلة للتداول، الأمر الذي يسمح لها بالحصول على مصادر تمويل إضافية بتكاليف منخفضة، بالإضافة إلى تمكين المستثمرين من الاستثمار في منتجات جديدة قابلة للتداول بسهولة لتتنوع محافظهم المالية من أجل تحقيق الأرباح وتعظيمها أو التقليل من الخسائر المتوقعة، وتنشأ الشركات ذات الغرض الخاص وفق أشكال قانونية عديدة تختلف من دولة إلى أخرى ولأغراض اقتصادية مختلفة يتطلب نجاحها توفر بيئة قانونية ومحاسبية وتنظيمية قوية مع وجود طلب كبير للمستثمرين على الأدوات المالية التي تصدرها، وبالرغم من أهمية الشركات ذات الغرض الخاص إلا أنها تنطوي على مخاطر عديدة من بينها تأثيرها على إمكانية الشركات المنشئة في الحصول على التمويل من الأسواق المالية، بسبب ضعف أداء الشركات ذات الغرض الخاص التي تنشئها؛

كم تتضح أهمية الشركات ذات الغرض الخاص الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية، فهي لا تختلف عن الشركات ذات الغرض الخاص التقليدية إلا في طريقة تحقيق الغرض من إنشائها والتزامها بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها، حيث تعد أحد الأطراف الرئيسية لعملية التصكيك تقوم بإصدار الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي يساهم في زيادة وتنويع الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية ومن ثم تنشيطها.

الفصل الثالث:

دراسة قياسية مقارنة لدور
الشركات ذات الغرض الخاص
في تنشيط السوق المالي

تمهيد:

يعتبر السوق المالي الماليزي إحدى الآليات الهامة المعتمد عليها في تمويل التنمية الاقتصادية، نظراً لمساهمته بشكل مباشر في تمويل مختلف المشاريع التنموية، وهو يتكون من السوق المالي التقليدي الذي يسمح بتعبئة الموارد المالية من القطاعات الاقتصادية التي تمتلك فوائض مالية إلى القطاعات التي تعاني من العجز المالي، وذلك من خلال تداول مجموعة من الأدوات المالية كالأسهم والسندات، وكذا السوق المالي الإسلامي الذي يعد إطاراً تنظيمياً يتم فيه انتقال الأموال وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يعد هذا السوق بديلاً شرعياً للسوق المالي التقليدي يقوم بتوفير مجموعة من الأدوات المالية المشروعة التي تساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار؛

ونظراً لأهمية السوق المالي في الاقتصاد الماليزي عملت الحكومة على تطويره وتنشيطه، من خلال الاهتمام بإحدى أساليب التمويل الحديثة، وهي الشركات ذات الغرض الخاص التي تساهم في عملية تنويع وتوسيع الأدوات المالية التي تعد من أهم خطوات تطوير السوق المالي، وتعتبر شركة Cagamas MBS من أهم الشركات ذات الغرض الخاص الموجودة في ماليزيا التي تعمل على تنشيط سوق سندات الشركات وسوق صكوك الشركات، باعتبارها الوحيدة التي تقوم بإصدار الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني (RMBS) والأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني (IRMBS)، والتي تساعد على توفير السيولة وزيادة حجم التعاملات في السوق.

ومن أجل المقارنة بين دور الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط السوق المالي التقليدي ودورها في تنشيط السوق المالي الإسلامي في ماليزيا، ومعرفة أيهما من السوقين تساهم هذه الشركات بشكل أكبر في تنشيطه قسم الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: عموميات حول السوق المالي الماليزي؛
- المبحث الثاني: صناعة التوريق والشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا؛
- المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض في تنشيط السوق المالي الماليزي التقليدي والإسلامي - دراسة قياسية-.

المبحث الأول: عموميات حول السوق المالي الماليزي

يعد السوق المالي الماليزي من الأسواق المالية التي تؤدي دورا هاما ومتزايداً في تنشيط الاقتصاد، من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المناسبة والمشاريع التنموية المختلفة، لذلك سعت الحكومة الماليزية إلى تطويره بشقيه التقليدي والإسلامي، هذا الأخير الذي عرف تطوراً كبيراً في مجال تقديم الفرص الاستثمارية التمويلية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي جعل ماليزيا من الدول الرائدة في الصناعة المالية الإسلامية، وللتعريف بالسوقين الماليين التقليدي والإسلامي ماليزيا، تم تقسيم هذا المبحث إلى:

- المطلب الأول: السوق المالي التقليدي الماليزي؛
- المطلب الثاني: السوق المالي الإسلامي الماليزي.

المطلب الأول: السوق المالي التقليدي الماليزي

شهد السوق المالي التقليدي الماليزي عدة تطورات منذ نشأته إلى أن وصل إلى درجة عالية من التقدم والتنظيم، الأمر الذي مكّنه من أداء دور هام في الاقتصاد الماليزي، باعتباره حلقة وصل بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، بالإضافة إلى تأديته لوظائف أخرى بهدف تحقيق جملة من الأهداف المرجوة منه، وهذا ما تطلب تنويع الأدوات المالية المتداولة فيه من أسهم وسندات ومشتقات مالية. وللتعرف على مراحل نشأة السوق المالي التقليدي الماليزي ووظائفه وتطور أدائه وأقسامه، تناول هذا المطلب الفروع التالية:

- الفرع الأول: نشأة ووظائف السوق المالي التقليدي الماليزي؛
- الفرع الثاني: نظرة عامة حول تطور أداء السوق المالي التقليدي الماليزي؛
- الفرع الثالث: أقسام السوق المالي التقليدي الماليزي.

الفرع الأول: نشأة ووظائف السوق المالي التقليدي الماليزي

ترجع نشأة السوق المالي التقليدي الماليزي إلى بداية التعامل بالأدوات المالية في نهاية القرن العشرين، وقد مر في تطوير هيكله ونظمه وإدارته بعدة مراحل، مكّنته من المساهمة بشكل فعال

في توفير التمويل اللازم للاقتصاد المالي من خلال الوظائف التي يؤديها.

أولاً: نشأة السوق المالي التقليدي المالي:

مر السوق المالي التقليدي المالي بالعديد من المراحل في تطوره يمكن تعدادها على النحو التالي:¹²⁰

↔ تعود بداية التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا إلى أواخر القرن التاسع عشر، وذلك بعد ظهور

الشركات البريطانية في الصناعات المطاطية والقصديرية، ليتم بعدها في سنة 1930 تأسيس

جمعية سمسرة بورصة سنغافورة كجمعية رسمية منظمة تختص في إجراءات التعامل بالأوراق

المالية، والتي أعيد تسجيلها باسم جمعية سمسرة بورصة ماليزيا سنة 1937؛

↔ ظهور سوق رأس المال المالي سنة 1930، وتطوره تدريجيا مع مرور الوقت وبشكل

ملحوظ منذ بداية سنوات الثمانينات، لتوفير التمويل اللازم للقطاع العام الذي اعتمد عليه

بشكل كبير في تطوير الاقتصاد المالي، غير أن الاعتماد والتركيز على القطاع العام لوحده

من قبل الحكومة الماليزية لم يدم طويلا، بل أصبح الاهتمام منصبا على القطاعين العام

والخاص للنهوض بسوق رأس المال المالي، ليتم إصدار أول سندات تابعة للقطاع الخاص

سنة 1986، وتوالى وتزايد بعدها إصدار سندات من الشركات الخاصة الماليزية؛

↔ تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1993، الأمر الذي ساهم بشكل كبير في تطوير

السوق المالي المالي، وتعتبر هذه الهيئة الجهة الوحيدة المخولة بتنظيم وترخيص جميع

إصدارات الأوراق المالية بنوعها التقليدية والإسلامية، كما تم تأسيس بورصة كوالالمبور

لأسهم سنة 1994، بالإضافة إلى سوق المشتقات وسوق السندات، وبذلك أصبح سوق رأس

المال المالي مصدرا رئيسا للموارد المالية اللازمة لتمويل التكوين الرأسمالي للقطاعين العام

والخاص، وتوفير القروض المتنوعة الموجهة لتمويل المشاريع التنموية متوسطة وطويلة

الأجل، مما ساهم في تطوير مختلف القطاعات الصناعية والاقتصادية الماليزية.

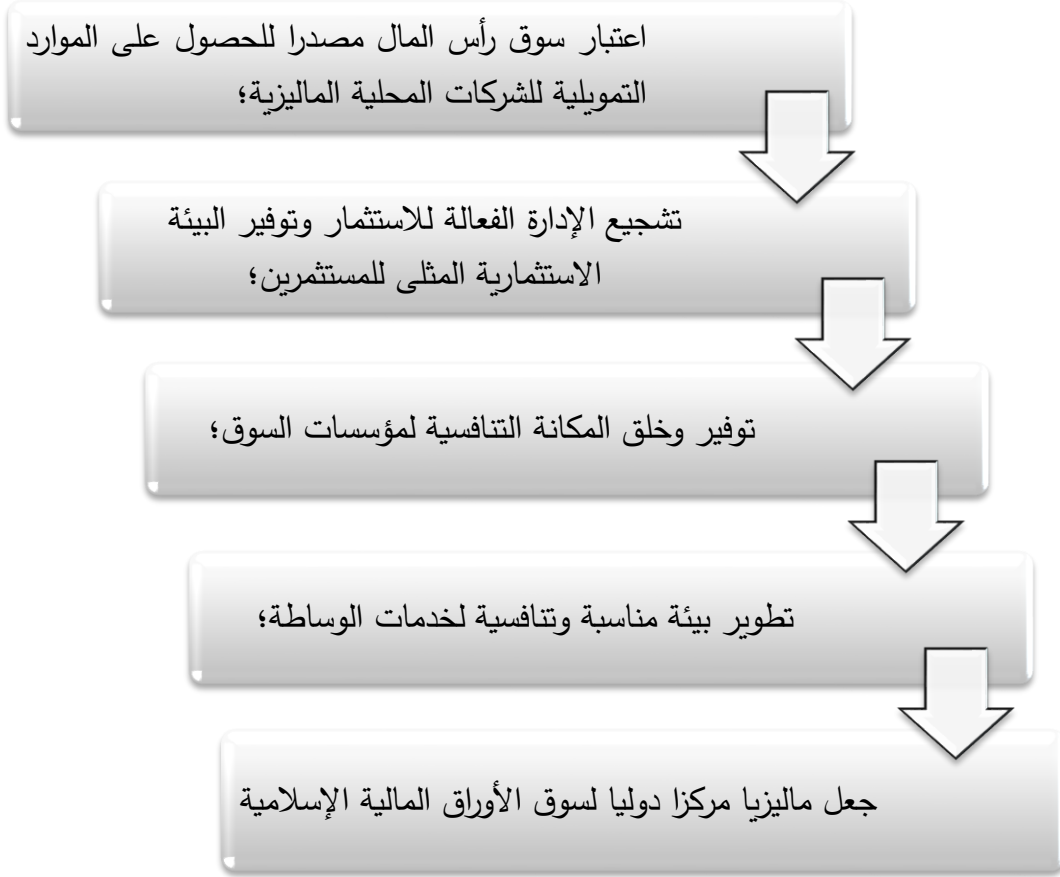
ولتدعيم السوق المالي التقليدي التزمت الحكومة الماليزية بتنفيذ الخطة الرئيسية لسوق رأس

المال تحت رعاية وزير المالية المالي في 22 فيفري 2001، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية

ممثلة في الشكل الموالي:¹²¹

¹²⁰ شافية كتاف، مرجع سابق، ص ص 114 - 115.

الشكل رقم 23: أهداف خطة تدعيم السوق المالي التقليدي الماليزي



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

- حمو الزغبى، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2007، ص 220.

ثانيا: وظائف السوق المالي التقليدي الماليزي:

يؤدي السوق المالي التقليدي في ماليزيا وظائف متعددة تسمح بتلبية الاحتياجات التمويلية المتزايدة لمختلف القطاعات وتحفيز التداولات المالية لتحقيق التنمية الاقتصادية، ويمكن إيجاز وظائف السوق المالي التقليدي الماليزي فيما يلي:¹²²

¹²¹ حمو الزغبى، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2007، ص 220.

¹²² سناء نزار، مرجع سابق، ص ص 146 - 147.

- السوق المالي الماليزي أحد مكونات القطاع المالي الماليزي، وهو الوسيط الذي يتم من خلاله تدفق الأموال بين القطاعات الاقتصادية التي تمتلك فوائض مالية والقطاعات التي تعاني من العجز المالي، مثل قطاعات الصناعة والزراعة والسياحة والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى، مما ينتج عنه نمو وازدهار الاقتصاد المحلي؛

- تمكين المؤسسات المالية الماليزية من تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشاريع التنموية الاجتماعية والاقتصادية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا؛

- توفير التمويل اللازم لتطوير الشركات الخاصة في ماليزيا بتوفير خدمة الوطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال من أجل استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية؛

- المساهمة في عملية التطور الاقتصادي بتجميع الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل من كل مشاركي السوق لتمويل المشاريع التنموية العامة والخاصة؛

- يعد السوق المالي الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى نمو وتقدم الاقتصاد الماليزي، وخاصة من خلال أسعار الأسهم المتغيرة والتعاملات اليومية للأوراق المالية؛

- يساعد السوق المالي الماليزي على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

الفرع الثاني: نظرة عامة حول تطور أداء السوق المالي التقليدي الماليزي

يمكن التعرف على تطور أداء السوق المالي التقليدي الماليزي بالاعتماد على بعض البيانات الإحصائية المتعلقة بأهم مؤشرات قياسه، والمتمثلة في مؤشر الرسملة البورصية ومؤشر عدد الشركات ومؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران، والتي تبين العناصر المولية تطورها:

أولاً: مؤشر الرسملة البورصية ومؤشر عدد الشركات:

يستخدم هذين المؤشرين لمعرفة حجم السوق المالي ونشاطه، وفيما يلي توضيح لتطورهما في السوق المالي التقليدي الماليزي.

1- مؤشر الرسملة البورصية:

مؤشر الرسملة البورصية هو حاصل قسمة الرسملة البورصية للأوراق المالية المقيدة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، وتعكس قيمة هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار بالشكل الذي يساهم في تحسين معدلات النمو

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
الماليزي

الاقتصادي، كما يعكس مؤشر الرسملة البورصية مستوى نشاط السوق المالي، فكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى نشاط السوق سواء من حيث زيادة عدد الأوراق المالية، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية، وبالتالي يكون انعكاسا لارتفاع النشاط الاقتصادي¹²³، ويمكن توضيح تطور مؤشر الرسملة البورصية من خلال بيانات الجدول الموالي:

الجدول رقم 11: تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي التقليدي الماليزي
خلال الفترة 2008 - 2019

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013
مؤشر الرسملة البورصية (%)	82	143	160.3	132.8	148.4	154.8
السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
مؤشر الرسملة البورصية (%)	135.8	127.1	119.4	142.8	111	110.8

Source: <https://knoema.com/atlas/Malaysia/topics/Economy/Financial-Sector-Capital-markets/Market-capitalization-percent-of-GDP> (16/5/2021).

الشكل الموالي يبين تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال
الفترة 2008 - 2019.

الشكل رقم 24: تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019

¹²³ صالح سراي، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية-دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016-2017، ص 45.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن مؤشر الرسملة البورصية قد سجل أعلى قيمة له 160.3% سنة 2010 وأدنى قيمة له 82% سنة 2008، حيث شهد هذا المؤشر ارتفاعاً خلال الفترة 2008 - 2010 رغم حدوث الأزمة المالية العالمية، نتيجة استقرار القطاع المالي الماليزي طوال فترة الأزمة المالية والتأثر الضعيف للأصول المرتبطة بالرهن العقاري، فقد سمح توفر السيولة في النظام المالي من الاستمرار في تقديم الخدمات المالية إلى الاقتصاد ككل، وذلك بعد الإصلاحات الناجحة في أعقاب الأزمة الآسيوية التي عززت ودعمت وجود قطاع مالي مستقر في ماليزيا، وبعدها عرف مؤشر الرسملة البورصية انخفاضاً سنة 2010 وارتفاعاً سنة 2011 إلى غاية سنة 2013، وقد شهد تذبذباً تراوح بين الارتفاع والانخفاض بعد هذه الفترة، ويرجع ذلك إلى انفتاح الاقتصاد الماليزي على الاقتصاد العالمي وتأثره بالتغيرات الاقتصادية التي تطرأ على هذا الأخير، مما أدى إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي تبعاً لذلك، كتراجع هذا الأخير بعد حدوث الأزمة المالية العالمية سنة 2008 نتيجة تراجع معدل نمو الاقتصاد العالمي والتغيير الكبير الذي شهدته أسعار السلع الاستهلاكية، وكذا تراجع الناتج المحلي الإجمالي خلال أزمة الديون السيادية بسبب ارتباط السوق المالي الماليزي كسوق ناشئ بالأسواق المتقدمة، الأمر الذي أثر سلباً على الاقتصاد المحلي، مما أدى إلى تراجع الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع مؤشر الرسملة البورصية، والذي تراجع بعد انخفاض أسعار النفط في أواخر سنة 2014، نتيجة انخفاض أسعار أسهم الشركات النفطية، مما أدى إلى تراجع نشاط السوق المالي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
الماليزي

كما يلاحظ من خلال الشكل تجاوز الرسملة البورصية للأوراق المالية المتداولة الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2008-2019 باستثناء سنة 2008، ويرجع ذلك إلى تطور السوق المالي الماليزي، خاصة وأن سوق الأسهم يتدخل فيه عدد كبير من الشركات الصغيرة والمتوسطة التي يتم تداول أسهمها فيه.

1- مؤشر عدد الشركات:

ويقصد به عدد الشركات المدرجة التي تمتلك أسهما مسجلة في السوق، حيث تتضمن الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوساطة،¹²⁴ والجدول الموالي يوضح تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019.

الجدول رقم 12: تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة

2019 - 2008

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013
مؤشر عدد الشركات	972	952	948	932	911	900
السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
مؤشر عدد الشركات	895	892	890	890	902	919

Source: <https://knoema.com/atlas/Malaysia/topics/Economy/Financial-Sector-Capital-markets/Listed-domestic-companies> (16/5/2021).

الشكل الموالي يوضح تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008-2019.

الشكل رقم 25: تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالي التقليدي الماليزي

خلال الفترة 2008 - 2019

¹²⁴ صالح سراي، مرجع سابق، ص 45.

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي الماليزي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل السابق يتضح أن عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي قد سجل أعلى قيمة له 972 شركة سنة 2008، في حين سجلت أدنى قيمة له 890 شركة خلال سنتي 2016 و 2017، أما متوسط عدد الشركات خلال الفترة 2008 – 2019 فقد ب 916 شركة، وقد عرف مؤشر عدد الشركات تراجعاً ابتداءً من سنة 2008 التي شهدت حدوث الأزمة العالمية، غير أن معدل التراجع كان صغيراً وقد ب 9.21%، ويرجع ذلك إلى كون أغلب الشركات المدرجة في السوق المالي هي شركات صغيرة ومتوسطة الحجم والتي يمثل عددها حوالي 99% من إجمالي عدد الشركات في ماليزيا، نتيجة تركيز الجهود على تطوير هذه الشركات لدعم النمو المحلي لتعزيز مرونة الاقتصاد الماليزي، حيث أن هذه الشركات لم تتمكن من الصمود أمام المستجدات العالمية، ليعرف بعدها المؤشر ارتفاعاً خلال الفترة 2018-2019 بسبب عودة العديد من الشركات للنشاط في السوق المالي بعد الإجراءات المتخذة من طرف الحكومة الماليزية لإعادة ديونها للسماح لها بالنشاط مرة أخرى.

ثانياً: مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران:

يعد مؤشراً حجم التداول ومعدل الدوران من بين مؤشرات قياس الأداء التي تسمح بقياس القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي، يمكن توضيح تطور هذين المؤشرين في السوق المالي التقليدي الماليزي من خلال العناصر التالية:

1- مؤشر حجم التداول:

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي الماليزي

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون السنة، ويقاس مؤشر التداول من خلال قسمة مجموع الأوراق المالية المتداولة على الناتج المحلي الإجمالي، ليعكس بذلك السيولة في الاقتصاد بصفة عامة؛¹ والجدول الموالي يبين تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 – 2019.

الجدول رقم 13: تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 – 2019

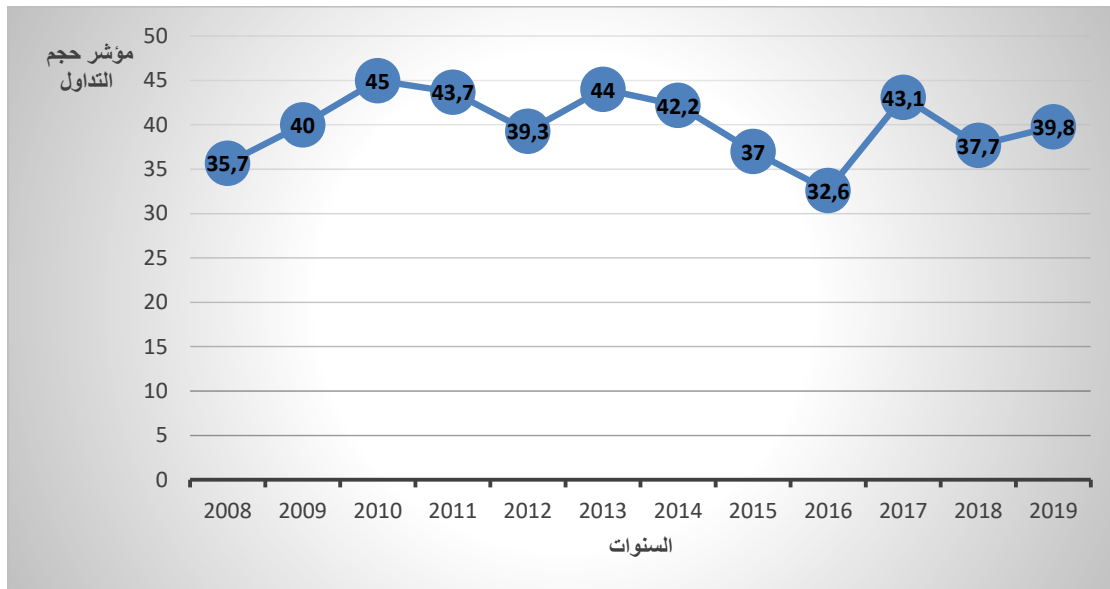
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013
مؤشر حجم التداول (%)	35.7	40	45	43.7	39.3	44
السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
مؤشر حجم التداول (%)	42.2	37	32.6	43.1	37.7	39.8

Source: [https://knoema.com/atlas/Malaysia/topics/Economy/Financial-Sector-Capital-markets/Stocks-traded-percent-of-GDP\(15/5/2021\)](https://knoema.com/atlas/Malaysia/topics/Economy/Financial-Sector-Capital-markets/Stocks-traded-percent-of-GDP(15/5/2021)).

الشكل الموالي يوضح تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي الماليزي خلال الفترة

2008 – 2019.

الشكل رقم 26: تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008 – 2019



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

¹ صالح سراوي ونبيل بن مرزوق، دراسة اقتصادية تحليلية لأثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية-حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1980-2015، مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد، المجلد 2، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020، ص 73.

من خلال الشكل يتضح أن مؤشر حجم تداول الأوراق المالية عرف تذبذبا خلال الفترة 2008-2019، حيث سجلت أعلى قيمة له 45% سنة 2010 وأدنى قيمة له 32.6% سنة 2016، كما يلاحظ ارتفاع قيمة هذا المؤشر نتيجة قيام الحكومة الماليزية بتشجيع تداول الأوراق المالية من مختلف أنحاء العالم سعيا منها لجعل ماليزيا مركزا لتجميع السيولة عالميا، الأمر الذي أدى إلى زيادة حجم التداول، ومن ثم زيادة عمليات الإصدار وحجم السيولة في الاقتصاد الماليزي.

2- مؤشر معدل الدوران:

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد؛ للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة.¹ والجدول الموالي يوضح تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019.

الجدول رقم 14: تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019

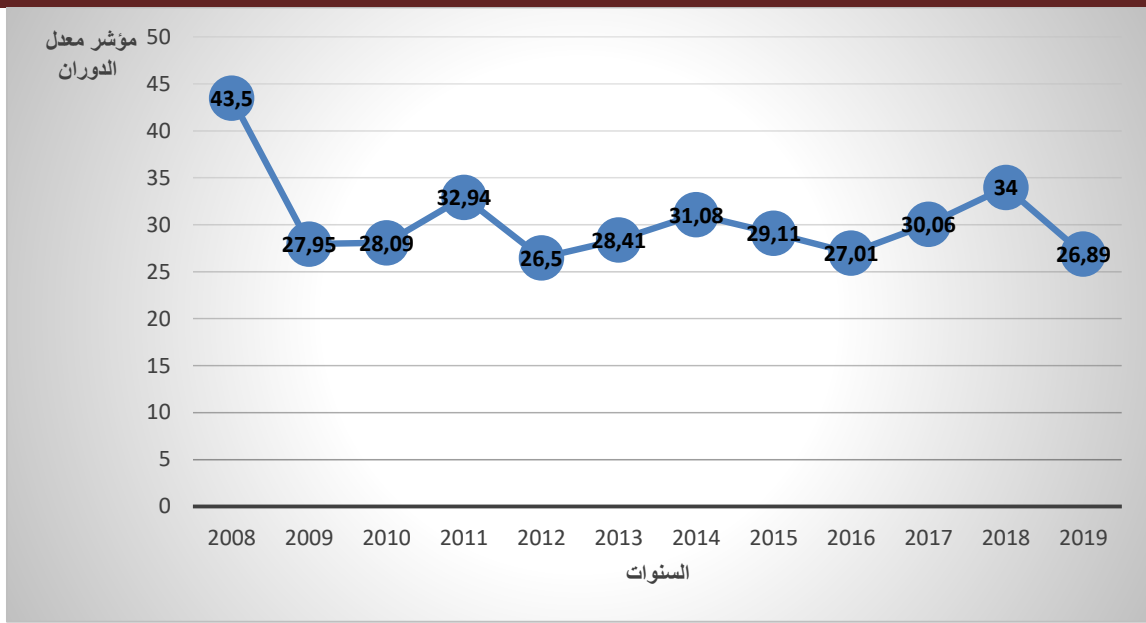
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013
مؤشر معدل الدوران (%)	43.5	27.95	28.09	32.94	26.5	28.41
السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019
مؤشر معدل الدوران (%)	31.08	29.11	27.01	30.06	34	26.89

Source: [https://knoema.com/atlas/Malaysia/topics/Economy/Financial-Sector-Capital-markets/Stocks-traded-turnover-ratio\(15/5/2021\)](https://knoema.com/atlas/Malaysia/topics/Economy/Financial-Sector-Capital-markets/Stocks-traded-turnover-ratio(15/5/2021)).

الشكل الموالي يوضح تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019.

الشكل رقم 27: تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019

¹ صالح سراوي ونبيل بن مرزوق، مرجع سابق، ص 73.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن معدل الدوران قد عرف تذبذباً خلال الفترة 2008-2019، حيث بلغ متوسط معدل الدوران 30.46 %، وسجلت أعلى قيمة له 43.5 % سنة 2008 وأدنى قيمة 26.5 % سنة 2012، وقد سجل هذا المؤشر تراجعاً بعد الأزمة المالية سنة 2008 وتراجع أسعار النفط سنة 2014 لتراجع ثقة المتعاملين في السوق، وعلى العموم يمكن ملاحظة ارتفاع قيمة معدل الدوران مما يدل على كفاءة السوق، الأمر الذي جعل عملية التداول تتم بسهولة، وهذا ما أدى إلى إجراء عدد كبير من المعاملات وزيادة عدد المتدخلين في السوق.

الفرع الثالث: أقسام السوق المالي التقليدي الماليزي

ينقسم السوق المالي التقليدي الماليزي إلى ثلاثة أقسام أساسية، والمتمثلة في سوق الملكية وسوق السندات وسوق المشتقات، والتي نوضحها من خلال العناصر التالية:

أولاً: سوق الملكية:

يعبر سوق الملكية عن السوق الذي تتوفر فيه المنتجات المتعلقة بالملكية، مثل الأسهم وصناديق الاستثمار، ويمثل سوق الملكية جزءاً مهماً من السوق المالي الماليزي، حيث يوفر للمستثمرين فرصة كبيرة لتنمية وزيادة رؤوس أموالهم.¹²⁵ والجدول الموالي يوضح تطور عدد الأسهم في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2010-2020.

الجدول 15: تطور عدد الأسهم المقيدة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2010-2020

¹²⁵ سناء نزار، مرجع سابق، ص 163.

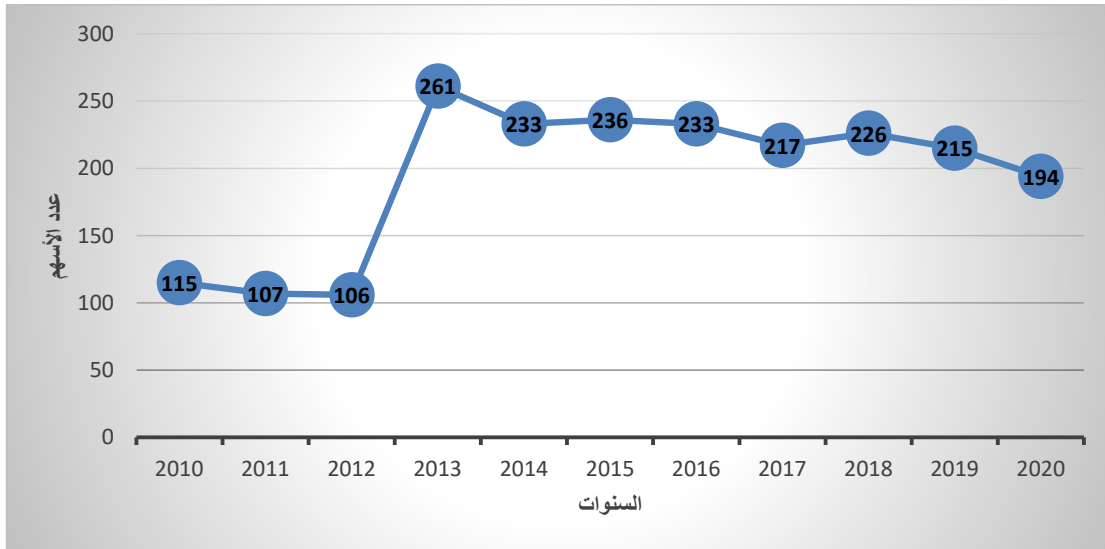
الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي الماليزي

2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
236	233	261	106	107	115	عدد الأسهم
	2020	2019	2018	2017	2016	السنوات
	194	215	226	217	233	عدد الأسهم

Source: Securities commission Malaysia, Annual reports, (2020, p 167), (2018, p 164), (2016, p 199), (2015, p 171), (2014, p 146), (2012, p 63), (2011, p 55).

ويمكن توضيح تطور عدد الأسهم من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 28: تطور عدد الأسهم المقيدة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2010-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

يلاحظ من خلال الشكل أن متوسط عدد الأسهم المقيدة في السوق المالي التقليدي الماليزي

قد بلغ 195 سهما، حيث سجلت أعلى قيمة له 261 سهما سنة 2013 وأدنى قيمة له 106 سهما

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي الماليزي

سنة 2012، وقد عرف تراجعاً طفيفاً خلال الفترة 2010-2012، مما يدل على عدم تأثير سوق الأسهم بشكل كبير بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، نظراً لتشجيع هيئة الأوراق المالية المستثمرين للتوجه إلى هذا النوع من الأدوات للاستثمار، وقد عرف عدد الأسهم ارتفاعاً خلال سنة 2013 وتراجعاً بعد انخفاض أسعار النفط في أواخر سنة 2014، ثم تطور عدد الأسهم بشكل متذبذب ابتداءً من سنة 2015.

ثانياً: سوق السندات:

يتمثل سوق السندات في ماليزيا في السوق الذي يتم فيه تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات، والجدول الموالي يبين تطور حجم السندات خلال الفترة 2014 - 2020.

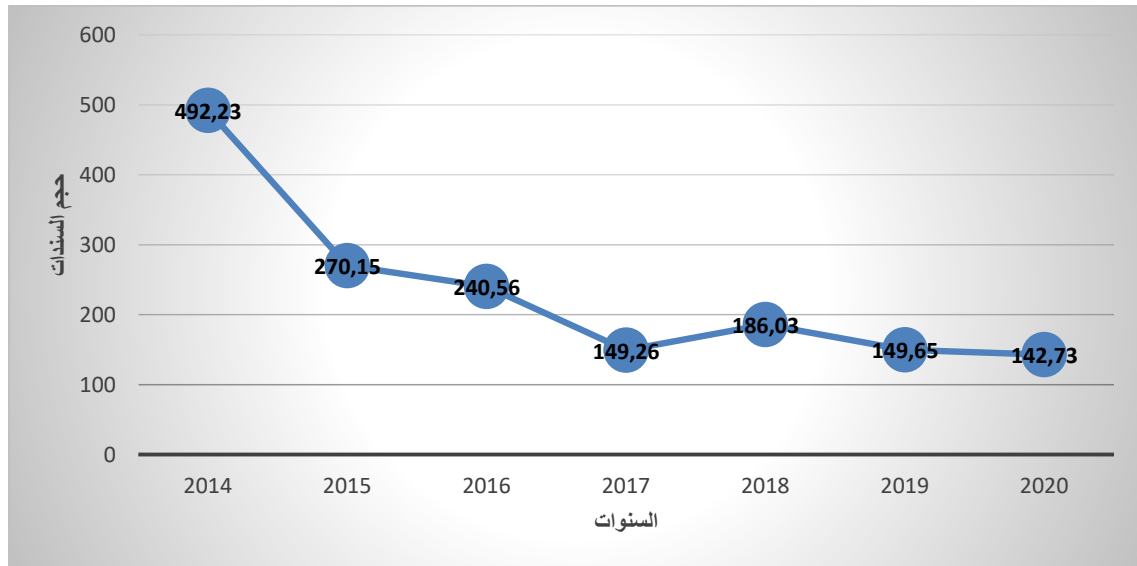
الجدول رقم 16: تطور حجم السندات في ماليزيا خلال الفترة 2014-2020

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
حجم السندات (مليار رينجيت ماليزي)	492.23	270.15	240.56	149.26	186.03	149.65	142.73

Source: Securities commission Malaysia, Annual reports, (2020, p 167), (2018, p 164), (2016, p 199), (2015, p 171), (2014, p 146).

ويمكن التوضيح بشكل أكبر من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 29: تطور حجم السندات في ماليزيا خلال الفترة 2014 - 2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن حجم السندات عرف تراجعاً خلال الفترة 2014-2020 باستثناء سنة 2018، بمتوسط قدره 232.94 مليار رينجيت ماليزي، فقد تراجع من 492.23 مليار رينجيت ماليزي سنة 2014 إلى 142.73 مليار رينجيت ماليزي سنة 2020، وذلك بسبب تراجع أسعار النفط مما ترتب عليه تراجع ثقة المستثمرين في سندات الشركات النفطية، الأمر الذي أثر سلباً على سوق السندات.

وتتمثل السندات المتداولة في سوق السندات في ماليزيا فيما يلي:¹

- **السندات الحكومية:** أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية الأولى للاكتتاب العام في أواخر سنوات السبعينات، وكانت معروفة باسم الأوراق المالية الحكومية الماليزية، وتعتبر أوراقاً مالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل قرضاً تحصل عليه الحكومة من الأفراد أو الهيئات بهدف الإنفاق العام، وفيها تتضائل مخاطر التوقف عن السداد، وتصدر هذه السندات لتمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل، ويمكن أن تصدر من خلال نظام المزاد العلني، كما يمكن شرائها في السوق الثانوية أو بواسطة بنك نيغارا المركزي الماليزي نيابة عن الحكومة الماليزية، ويتأثر سعر السندات الحكومية بقائمة أسعارها في البنك المركزي الماليزي التي تنشر شهرياً، بالإضافة إلى العرض والطلب السائد على السندات؛
- **سندات الشركات:** أدى ظهور سندات الشركات في السنوات الأخيرة دوراً بارزاً في تعزيز وتطوير سوق رأس المال في ماليزيا مقابل سوق السندات الحكومية والقطاع المصرفي، إذ أنه ساهم في تغيير السياسة الحكومية التي تركز على دور القطاع المصرفي في تطوير الاقتصاد الماليزي.

ثالثاً: سوق المشتقات:

بعد إدراك الحكومة الماليزية لأهمية تطوير نظامها المالي بصفة عامة وبورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، ومع تزايد تدفق الاستثمارات الأجنبية نحوها أصبح من الضروري إدخال أدوات المشتقات المالية إلى السوق المالي لتؤدي دوراً هاماً فيه وتساهم في ديناميكيته، وقد بدأ سوق

¹ مسعودة نصبه، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجاً- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2012-2013، ص ص 243-245.

المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع في شهر جويلية سنة 1980، وكانت أولى عقود المستقبلية التي تم تداولها في هذه البورصة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام، لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبلية وخيارات وعقود آجلة.¹ وفي 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية، حيث امتلكت هذه الأخيرة 25% من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي امتلakte بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات المالية عالميا، فضلا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا.

المطلب الثاني: السوق المالي الإسلامي الماليزي

يعد السوق المالي الإسلامي الماليزي مركزا ماليا دوليا هاما لتعبئة الموارد المالية وجذب رؤوس الأموال للمستثمرين والشركات التي ترغب في الحصول على مصادر تمويلية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وللتعرف على هذا السوق تم تقسيم هذا المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: نشأة وخصائص السوق المالي الإسلامي الماليزي؛
- الفرع الثاني: نظرة عامة حول تطور أداء السوق المالي الإسلامي الماليزي؛
- الفرع الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي الماليزي.

الفرع الأول: نشأة وخصائص السوق المالي الإسلامي الماليزي

ترجع نشأة السوق المالي الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل سنوات الثمانينات، ليعرف بعدها تطورا ملحوظا بعد سعي الحكومة لتطويره من أجل تحقيق جملة من الأهداف تمثلت أساسا في تشجيع التعاملات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فأصبح أحد الأسواق المالية الرائدة في إصدار الأوراق المالية المبتكرة، مما جعل ماليزيا مركزا دوليا للصناعة المالية. ويمكن توضيح مراحل نشأة السوق المالي الماليزي وخصائصه من خلال العناصر التالية:

أولا: نشأة السوق المالي الإسلامي الماليزي:

¹ مونية سلطان، مرجع سابق، ص 166.

تم إنشاء السوق المالي الإسلامي المالي كبدل شرعي للسوق المالي التقليدي تلبية لرغبة المستثمرين والمدخرين في إجراء معاملات تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية السوق المالي الإسلامي بأنه:

السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا والمقامرة وبيع الغرر وغيرها، وهو سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة وتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.¹

وقد عرف السوق المالي الإسلامي في ماليزيا عدة مراحل في تطوره حتى وصل إلى المستوى المعروف به حاليا، ويمكن تلخيص هذه المراحل في النقاط التالية:²

↔ كانت البدايات الأولى لسوق المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، وقد تضمن القانون مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية التي تتماشى وطبيعة الشريعة الإسلامية، وتم إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي سنة 1983، وهو بنك إسلام ماليزيا برهاد، وتبع ذلك إنشاء شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي سنة 1984؛

↔ ولكن الانطلاقة الحقيقية للسوق المالي الإسلامي كانت مع بداية التسعينات، حيث أصدرت شركة شيل أم دي إس الصكوك الإسلامية لأول مرة سنة 1990، الأمر الذي نتج عنه إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، وبعد اتساع السوق المالي الإسلامي ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا، وقد أدى هذا الأمر إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق من طرف وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية؛

↔ وفي 17 أبريل 1999، تم استحداث مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المدرجة في السوق المالي وأطلق عليه مؤشر الشريعة.

ثانيا: خصائص السوق المالي الإسلامي الماليزي:

¹ إلياس سليمان وسعدية حمو وآخرون، آليات وضوابط إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد 4، العدد 7، المركز الجامعي نور البشير، البيض، الجزائر، 2018، ص 60.

² فاطمة بوخاري، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتنشيط السوق المالي: التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 2، العدد 2، جامعة حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2017، ص 61.

يتميز السوق المالي الإسلامي المالي بمجموعة من الخصائص جعلته يختلف تماما عن السوق المالي التقليدي، ليصبح بذلك نموذجا للمستثمرين والوسطاء الماليين والشركات الراغبين في مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي:¹

- **الخضوع للرقابة الشرعية:** يخضع السوق المالي الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية*، من أجل التأكد من التزام أنشطته بأحكام الشريعة وضوابطها التزاما كاملا، غير أن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال السوق، لأنها تحصل على المعلومات المتعلقة بهذا السوق من إدارة الهيئة بشكل عام، وتعتبر الإدارة مسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة هذا السوق؛

- **خلو عمليات السوق من أي محظور شرعي:** وهي خاصية أساسية مميزة للسوق المالي الإسلامي عن نظيره التقليدي، ومن بين أهم معالمه عدم التعامل بالفائدة في التعاملات المالية أخصا أو عطاء، إلى جانب ذلك تحريم الغرر والميسر وغيرهما، وعلى المستثمرين التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالي الماليزي لا تتعامل بالعناصر المحظورة شرعا، وأن تصدر الجهات المصدرة صكوكا إسلامية وفقا لأسس الشريعة وضوابطها المقررة من طرف اللجنة الشرعية؛

- **توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:** يتيح السوق المالي الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين في القطاعات التي لا تتعامل بالربا، حيث تشرف على هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذه السوق لأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى أنه يتيح للجهات المصدرة إمكانية إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول؛

- **الرقابة القانونية على المعاملات في السوق:** أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك حددت الهيئة

¹ راجع: - سناء نزار، مرجع سابق، ص 165؛

- بلقيس دنيا زاد عياشي، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والمالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، سطيف، الجزائر، 2017-2018، ص 225.

* تتمثل مهمة اللجنة الاستشارية التي تم تأسيسها سنة 1996 في التأكد من أن معاملات السوق المالي الإسلامي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتعتبر هذه الهيئة بمثابة المساند والداعم والمستشار لهيئة الأوراق المالية.

هدفا لجعل ماليزيا مركزا دوليا للتعاملات الإسلامية، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية بمساعدة اللجنة الاستشارية؛

- تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي: يساهم السوق المالي الإسلامي الماليزي في التنمية الاقتصادية، لاسيما في المشاريع التنموية لقطاعين العام والخاص، من خلال تعبئة الأموال الفائضة وتوجيهها لاستثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا، الأمر الذي أدى إلى تطوير النظام المالي الإسلامي، وتحقيق الاقتصاد الماليزي معدلات نمو مرتفعة.

الفرع الثاني: نظرة عامة حول تطور أداء السوق المالي الإسلامي الماليزي

شهد السوق المالي الإسلامي تطورا كبيرا، حيث أصبحت ماليزيا مركزا ماليا دوليا للتمويل الإسلامي، نتيجة المجهودات المبذولة من طرف الحكومة الماليزية لتشجيع المستثمرين المحليين والأجانب على الاستثمار في السوق المالي الإسلامي الماليزي، من خلال سن التشريعات وتوفير الإطار التنظيمي اللازم لتوفير البنية التحتية المناسبة للاستثمار فيها، ويمكن توضيح اتجاه تطور أداء السوق المالي الإسلامي الماليزي من خلال الاعتماد على بعض مؤشرات قياسه الموضحة في العناصر الموالية:

أولا: مؤشر الرسملة البورصية ومؤشر عدد الشركات:

من بين مؤشرات قياس تطور نشاط السوق المالي مؤشر الرسملة البورصية ومؤشر عدد الشركات الذين نوضح تطورهما في السوق المالي الإسلامي الماليزي من خلال ما يلي:

1- مؤشر الرسملة البورصية:

يمكن توضيح تطور قيم مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي الإسلامي الماليزي من خلال بيانات الجدول الموالي.

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

الجدول رقم 17: تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي الإسلامي المالي

خلال الفترة 2011 - 2019

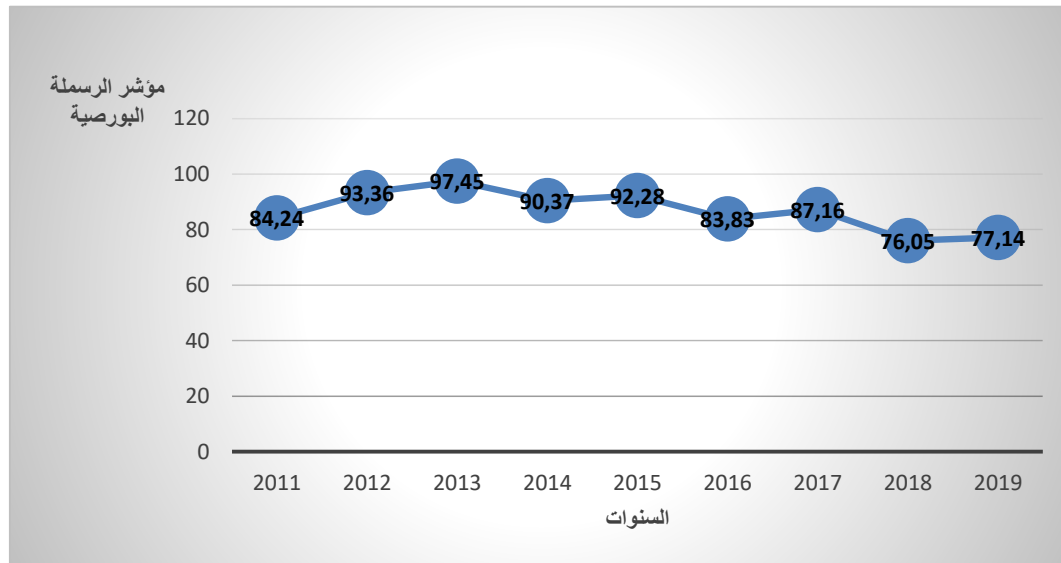
السنوات	2011	2012	2013	2014	2015
مؤشر الرسملة البورصية (%)	84.24	93.36	97.45	90.37	92.28
السنوات	2016	2017	2018	2019	
مؤشر الرسملة البورصية (%)	83.83	87.16	76.05	77.14	

Source: Securities commission Malaysia, Annual reports, (2020, p 167), (2018, p 164), (2016, p 199), (2015, p 171), (2014, p 146), (2012, p 63), (2011, p 55).

الشكل الموالي يوضح تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي الإسلامي المالي خلال الفترة 2011-2019.

الشكل رقم 30: تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي الإسلامي المالي

خلال الفترة 2011 - 2019



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل السابق يتضح أن مؤشر الرسملة البورصية للسوق المالي الإسلامي عرف تذبذبا خلال الفترة 2011-2019 بشكل عام، حيث سجلت أدنى قيمة له 76.05% سنة 2018 بينما سجلت أعلى قيمة له 97.45% سنة 2013، وعلى العموم يلاحظ أن قيمة مؤشر الرسملة البورصية فاقت نسبة 50% في كل السنوات، وهذا ما يدل على كبر حجم هذا السوق بسبب زيادة

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي الماليزي

عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، ويرجع ذلك إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل السوق المالي الإسلامي سوقا جذابا لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية من خلال سن القوانين والتشريعات المتعلقة بالأدوات المالية المتداولة فيه، مما أدى إلى إقبال المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية للاستثمار في هذه الأدوات المالية الإسلامية.

2- مؤشر عدد الشركات:

يمكن توضيح تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الإسلامي الماليزي من خلال الجدول الموالي:

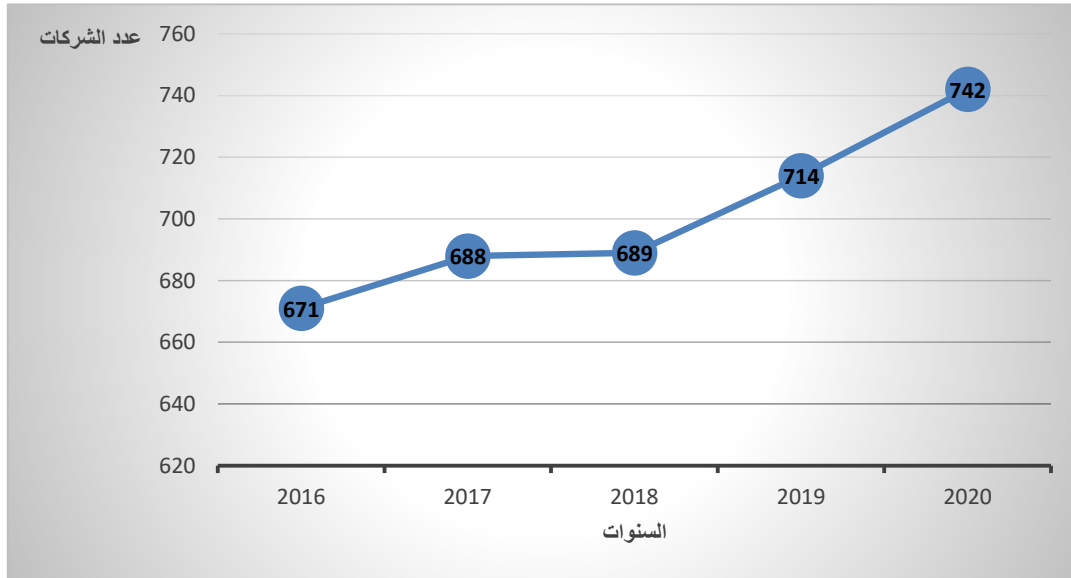
الجدول رقم 18: تطور مؤشر عدد الشركات في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2016-2020

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
مؤشر عدد الشركات	671	688	689	714	742

Source: <https://www.statista.com/statistics/1024062/malaysia-number-of-shariah-compliant-plc-listed-in-bursa-malaysia/> (20/02/2021).

الشكل الموالي يوضح تطور مؤشر عدد الشركات في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2016-2020.

الشكل رقم 31: تطور مؤشر عدد الشركات في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2016-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
الماليزي

من خلال الشكل السابق يتضح أن عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الإسلامي الماليزي قد عرف اتجاها متزايدا بشكل عام بسبب الإمكانيات المتاحة لتتبع المحافظ المالية بمنتجات جديدة مبتكرة، وتدفق الصفقات التجارية العابرة للحدود، مما زاد من أهمية السوق المالي الإسلامي كسوق عالمي للإدراج والاستثمارات الشرعية.

ثانيا: تطور حجم التداول في السوق المالي الإسلامي الماليزي:

يمكن توضيح تطور حجم التداول في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2011-2015 من خلال الجدول الموالي.

الجدول رقم 19: تطور حجم التداول في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2011-2015

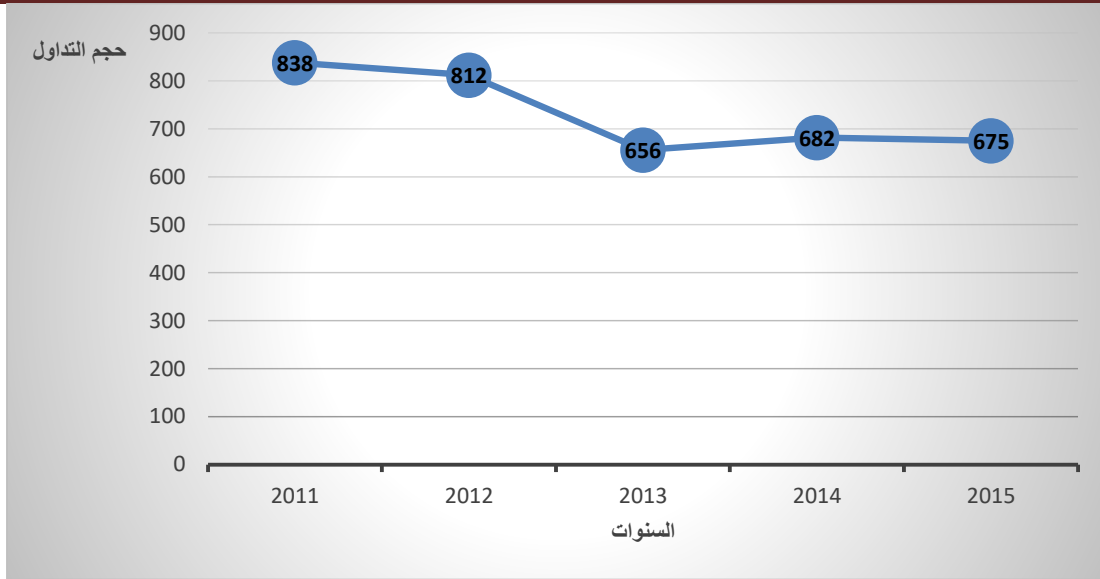
2015	2014	2013	2012	2011	السنوات
675	682	656	812	838	حجم التداول (مليار رينجيت ماليزي)

Source : <https://www.sc.com.my/data-statistics/listof-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council/> (20/02/2021).

الشكل الموالي يوضح تطور حجم التداول في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة

2011-2015.

الشكل رقم 32: تطور حجم التداول في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2011-2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل نلاحظ تطور حجم التداول إلى غاية سنة 2012، ويرجع سبب ذلك إلى إصدار الحكومة الماليزية صكوكا حكومية من أجل تمويل عملية التنمية الاقتصادية، وكذا جاذبية الصكوك المصدرة في السوق المالي الماليزي للمستثمرين المحليين والأجانب، حيث تعد التجربة الماليزية في هذا المجال التجربة الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية، مما مكن من زيادة حجم الاستثمارات العالمية والإقليمية في السوق المالي الإسلامي الماليزي الذي أصبح يوفر فرصا استثمارية ممتازة للمستثمرين، من خلال تنوع محافظهم الاستثمارية، والتقليل من المخاطر وزيادة عائداتهم نتيجة المجهودات المبذولة من طرف الحكومة الماليزية لضمان إدارة أكثر فعالية للسيولة، وابتداء من سنة 2015 تراجع حجم التداول في السوق المالي الإسلامي بعد أزمة النفط التي انعكست سلبا على الاقتصاد الماليزي بصفة عامة والشركات المدرجة في السوق المالي الإسلامي وخاصة النفطية منها، الأمر الذي تسبب في انخفاض حجم إصدارات الأوراق المالية.

الفرع الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي الماليزي

يعتبر السوق المالي الإسلامي من الأسواق المالية الرائدة في إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتعدد الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق لتشمل أدوات الملكية، والصكوك الاستثمارية، وللتعرف عليها سيتم تناول النقاط التالية:

أولا: أدوات الملكية:

وتشمل ما يلي:

❖ **الأسهم العادية:** وهي عبارة عن أسهم الشركات المرخصة من قبل هيئة الأوراق المالية التي يمكن للمستثمرين الاستثمار فيها، وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا، وأي تغيير في أنشطة الشركات يؤثر على استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تتضمن عمليات محظورة شرعا.¹ ويمكن توضيح تطور عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة 2010-2020 من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم 20: تطور عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة 2010-2020

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الأسهم	846	839	817	650	673	667
السنوات	2016	2017	2018	2019	2020	
عدد الأسهم	671	688	689	714	742	

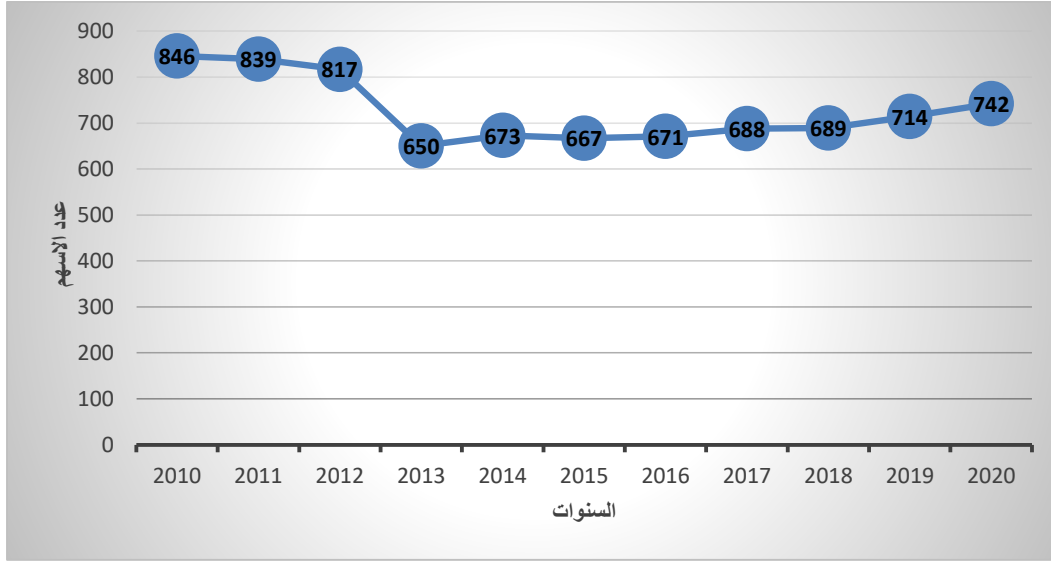
Source: Securities commission Malaysia, **Annual reports**, (2020, p 167), (2018, p 164), (2016, p 199), (2015, p 171), (2014, p 146), (2012, p 63), (2011, p 55).

الشكل الموالي يوضح تطور عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة

2010 – 2020.

¹ الشيخ بن قايد، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2019-2020، ص 258.

الشكل رقم 33: تطور عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة 2010-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية قد سجل أدنى قيمة له سنة 2013 في حين سجلت أعلى قيمة سنة 2010، حيث بلغ متوسط عدد الأسهم المصدرة 726 سهما، وقد عرف عدد الأسهم المصدرة انخفاضا خلال الفترة 2013-2010، حيث سجلت أدنى قيمة لعدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية 650 سهما سنة 2013، وذلك راجع لتأثر سوق الأسهم بالأزمة العالمية لسنة 2008، وابتداء من سنة 2013 شهد عدد الأسهم ارتفاعا حيث وصل عدد الأسهم المصدرة إلى 742 سهما سنة 2020، نتيجة توجه الشركات المصدرة للأسهم لممارسة أنشطة مشروعة في السوق المالي الماليزي، بسبب زيادة عدد المستثمرين الراغبين في التعامل بالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

❖ **صناديق الاستثمار الإسلامية:** وهي الأدوات الاستثمارية التي تتولى تجميع أموال صغار وكبار المستثمرين في صورة وحدات استثمارية يعهد بإدارتها إلى هيئة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية وفقا لصيغ الاستثمار والمعاملات الإسلامية.¹ والجدول الموالي يبين تطور صافي قيمة موجودات صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2010-2020.

¹ لطيفة بهلول وحكيمة صيفاوي، أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 9، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2010، ص 185.

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

الجدول رقم 21: تطور صافي قيمة موجودات صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالي الإسلامي الماليزي

خلال الفترة 2010 - 2020

2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
52.12	46.66	42.82	35.36	27.86	17.8	صافي قيمة موجودات صناديق الاستثمار الإسلامية (مليار رينجيت ماليزي)
	2020	2019	2018	2017	2016	السنوات
	128.53	107.32	83.45	77.78	60.91	صافي قيمة موجودات صناديق الاستثمار الإسلامية (مليار رينجيت ماليزي)

Source: Securities commission Malaysia, **Annual reports**, (2020, p 167), (2018, p 164), (2016, p 199), (2015, p 171), (2014, p 146), (2012, p 63), (2011, p 55)

الشكل الموالي يوضح تطور صافي قيمة موجودات صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق

المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2010 - 2020.

الشكل رقم 34: تطور صافي قيمة موجودات صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالي الإسلامي المالي خلال الفترة 2010 - 2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية قد عرف اتجاهها متزايدا خلال الفترة 2010-2020 بمتوسط قدره 61.87 مليار رينجيت ماليزي، حيث سجلت أعلى قيمة له 128.53 مليار رينجيت ماليزي سنة 2020 وأدنى قيمة له سنة 2010 مقدرة بـ 17.8 مليار رينجيت ماليزي، وتفسر الزيادة في صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية إلى زيادة الوعي الاستثماري الإسلامي بين أفراد المجتمع الماليزي، وكذا منح التراخيص من طرف هيئة الأوراق المالية للسماح بدخول الأجانب إلى سوق رأس المال بعدما كانت تفرض مراقبة شديدة عليهم.

ثانيا: الصكوك الاستثمارية:

تعرف الصكوك الاستثمارية الماليزية بأنها:

الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المعمول بها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، حيث تخضع الصكوك التي تصدرها الشركات الخاصة

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

لرقابة اللجنة الاستشارية، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لرقابة البنك المركزي المالي¹.

والجدول الموالي يبين تطور إجمالي حجم الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2014 - 2020.

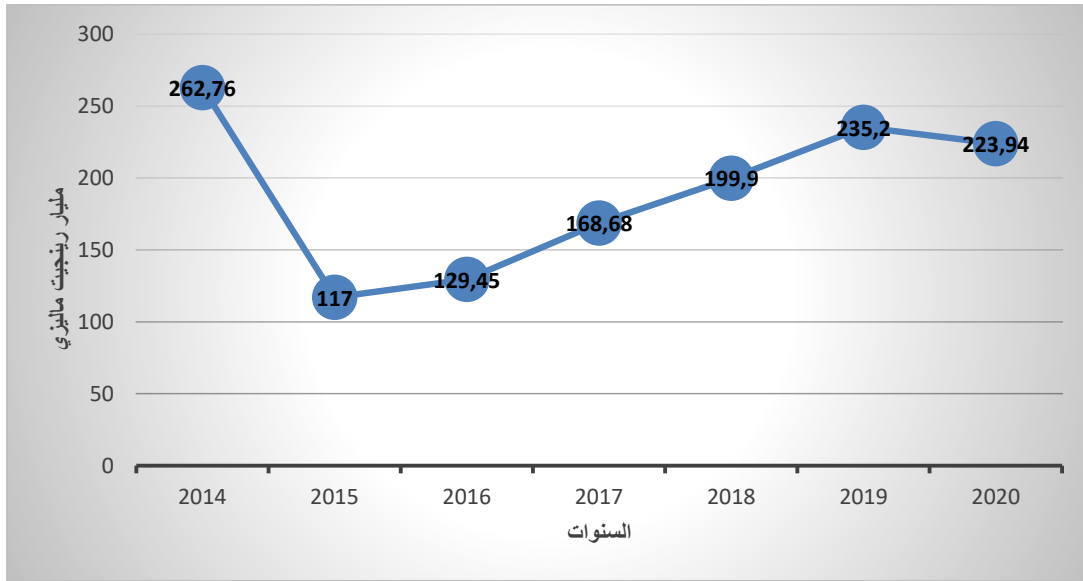
الجدول رقم 22: تطور إجمالي حجم الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2014 - 2020

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
إجمالي حجم الصكوك (مليار رينجيت ماليزي)	262.76	117	129.45	168.65	199.90	235.20	223.94

Source: Securities commission Malaysia, **Annual reports**, (2020, p 167), (2018, p 164), (2016, p 199), (2015, p 171), (2014, p 146)

ويمكن التوضيح بشكل أكبر من خلال الشكل:

الشكل رقم 35: تطور إجمالي حجم الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2014 - 2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق.

من خلال الشكل يتضح أن حجم الصكوك الاستثمارية في ماليزيا عرف انخفاضا سنة 2015 قدر بـ 145.76 مليار رينجيت ماليزي، وانخفاضا طفيفا سنة 2020 بعد الارتفاع الذي شهده حجم الصكوك خلال الفترة 2015-2019، وذلك راجع إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية

¹ العياشي زرار، سوق الأوراق المالية الإسلامية - تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، المجلد 7، العدد 1، مركز الدراسات والبحوث الإنسانية والاجتماعية، وجدة، المغرب، 2018، ص 44.

من أجل جعل السوق المالي الماليزي جذابا لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وهذا ما أدى إلى زيادة إقبال المستثمرين على هذه الأدوات المالية التي تتميز بانخفاض درجة مخاطرها.

ويمكن تصنيف الصكوك الاستثمارية وفق ما يأتي:¹

❖ **الصكوك الاستثمارية الحكومية:** وهي الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصدرتها الحكومة الماليزية بمثابة شهادات استثمار حكومي في أوائل سنة 1983، وتعتبر هذه الشهادات أول شهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية، وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، بغرض توفير الأموال اللازمة للحكومة الماليزية لتمويل المشاريع التنموية، ولا يحدد العائد على هذه الشهادات مقدما، مما يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتتراوح مدة استحقاق الصكوك الاستثمارية الحكومية بين سنة وخمس سنوات.

❖ **الصكوك الاستثمارية للشركات:** تعد الصكوك الإسلامية للشركات إحدى الأدوات الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل التي تقوم الشركات الخاصة بإصدارها، حيث طرحت فكرة إصدار هذه الصكوك في سنة 1990 وفقا لصيغ التمويل الإسلامية (المرابحة والبيع بالثمن الآجل والاستصناع والإجارة والمضاربة والمشاركة).

¹ عبد الناصر براني وسمير بركات، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية- سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً، مجلة الشريعة والاقتصاد، المجلد 5، العدد 10، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 357.

المبحث الثاني: صناعة التوريد والشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا

تقوم عملية التوريد في ماليزيا على نظامين أساسيين، أحدهما إسلامي والآخر تقليدي، حيث قامت هيئة الأوراق المالية بتحديد الإطار القانوني والتنظيمي اللازم لعمل أسواق المال الماليزية بما في ذلك المبادئ التوجيهية المتعلقة بتنظيم إصدارات الأوراق المالية التقليدية والأوراق المالية الإسلامية، وللتعرف على عملية التوريد ودور الشركات ذات الغرض الخاص فيها، قسم المبحث إلى المطلبين التاليين:

- المطلب الأول: مدخل إلى عمليات التوريد والشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا؛

- المطلب الثاني: دور شركة Cagamas في سوق التوريد بماليزيا.

المطلب الأول: مدخل إلى عمليات التوريد والشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا

تعد عملية التوريد إحدى تقنيات الهندسة المالية التي تتيح إمكانية تنشيط السوق المالي، لذلك عملت الحكومة الماليزية في إطار تنفيذ المخطط الرئيسي لتدعيم سوق رأس المال على تطوير هذه العملية التي تعد الشركات ذات الغرض الخاص طرفا رئيسيا فيها، وللتعرف على هذه العملية وهذه الشركات في ماليزيا، قسم المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: نشأة وصور ومنتجات عملية التوريد في ماليزيا.

- الفرع الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا.

الفرع الأول: نشأة وصور ومنتجات عملية التوريد في ماليزيا

ظهرت عملية التوريق في ماليزيا سنة 1986 عند تأسيس شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas لدعم إستراتيجية الحكومة في مجال السكن وتطويره، وقد أخذت هذه العملية صورتين إحداهما تقليدية والأخرى إسلامية، تم في إطارهما إصدار نوعين من الأوراق المالية المتمثلة في الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية والأوراق المالية المضمونة بأصول غير عقارية.
أولاً: نشأة عملية التوريق في ماليزيا:

في أوائل الثمانينات كان سوق سندات الدين في ماليزيا يتكون من أوراق مالية حكومية فقط، الأمر الذي أعاق تطور السوق، مما دفع الحكومة الماليزية إلى اتخاذ مجموعة من الإجراءات من أجل تطويره، حيث أوصى البنك المركزي الماليزي بضرورة إنشاء سوق ثانوي للرهن العقاري، وذلك من خلال إنشاء شركة للرهن العقاري الوطنية Cagamas؛¹

بالتالي يمكن إرجاع أصل عملية التوريق في ماليزيا إلى سنة 1986، عندما قامت الحكومة الماليزية بإنشاء كيان للتمويل العقاري، والمتمثل في شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas باعتبارها شركة ذات غرض خاص تؤدي دور الوسيط بين المقرضين والمقترضين على غرار شركة Fannie Mae و Freddie Mac في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعتبر شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas أهم مصدر للأوراق المالية المضمونة بأصول في ماليزيا، والتي سميت باسم سندات Cagamas والتي شكّلت معظم السندات المصدرة في السوق مقارنة بباقي السندات المصدرة من قبل سوق توريق الأصول الأخرى، وقد قامت هيئة السوق المالي في ماليزيا في 10 أبريل 2001 بوضع قواعد خاصة متعلقة بتوريق الأصول، وأجبرت جميع الشركات العاملة في هذا المجال على الخضوع لهذه القواعد، والتي تسمح للشركات العاملة في ماليزيا فقط بإصدار أوراق مالية مضمونة بأصول سواء كانت شركات عامة أو خاصة.²

ولإتمام عمليات التوريق في ماليزيا، لا بد من توافر مجموعة من الشروط، تتمثل في:³

- يجب أن تكون الأصول المورقة ذات تدفقات نقدية؛
- التحديد المسبق لفائدة المنشئ من وراء عملية التوريق؛

¹ Mukaramah Harun & Yusuf Hajiothman, **Relationship between securitization and residential mortgage market yields in Malaysia: a cointegration approach**, International Journal of Management Studies, Vol 14, N 1, Utara University, Kedah, Malaysia, 2007, p p 51- 52.

² Rosalan Ali and all, op.cit, p 117.

³ Baker McKenzie's, **A global guide to legal issues in securitization**, 2020, p143, In the site https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2020/12/global-securitisation-guide-dec-2020_151220.pdf (24/04/2021)

- عدم وجود عوائق تمنع البيع الحقيقي للأصول من المنشئ إلى الشركة ذات الغرض الخاص؛
- يجب تحويل قيمة الأصول بالقيمة العادلة؛
- عدم وجود منافسين للمنشئ لضمان استفادته من مزايا بيع أصوله للشركة ذات الغرض الخاص؛
- وفي حالة هيكل الأوراق المدعومة بالأصول (ABS) على أنها صكوك يجب أن تكون الأصول موضوع عملية التوريق متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ثانيا: صور وعمليات التوريق في ماليزيا:

- يمكن تلخيص صور وعمليات التوريق في ماليزيا من خلال النقاط التالية:¹
- يوجد في ماليزيا صورتان أساسيتان للتوريق هما: توريق تقليدي وتوريق إسلامي (تصكيك)؛
 - يوجد نوعان من منتجات التوريق في ماليزيا هما: الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية والأوراق المالية المضمونة بأصول غير عقارية؛
 - تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن تنظيم الأوراق المالية التقليدية والإسلامية؛
 - تم إنشاء قسم سوق المال الإسلامي سنة 1996 التابع لهيئة الأوراق المالية الإسلامية، لمساعدة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية؛
 - إنشاء هيئة الرقابة الشرعية لتنظيم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية؛
 - تعيين مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية لتقرير شرعية الإصدار؛
 - تعيين مصرف إسلامي أو مصرف تقليدي مرخص له من قبل البنك المركزي للتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية من خلال النوافذ الإسلامية لإتمام المعاملات الإدارية والتنفيذية التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية؛

¹ منيرة بباس، التوريق بين الواقع العملي والتكيف الشرعي - دراسة حالة ماليزيا-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 4، العدد 1، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، الجزائر، 2017، ص 374.

- للبنك المركزي الماليزي دور مهم في عملية التسجيل ومراقبة حاملي الأوراق المالية التقليدية والإسلامية، ونقل ملكية هذه الأوراق.

ثالثاً: أنواع منتجات التوريق في ماليزيا:

يوجد نوعان من منتجات التوريق في ماليزيا، وهما:²

1- الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية (Mortgage Backed Securities MBS) :

وهي الأوراق المالية الأكثر إصداراً في ماليزيا تصدرها شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas التي مهدت الطريق نحو تطوير عمليات التوريق، حيث تقوم هذه الأخيرة بشراء قروض الإسكان من البنوك وشركات التمويل، وإصدار أوراق مالية تعرف باسم الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية MBS، والجدول الموالي يبين حجم الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية المصدرة في ماليزيا خلال الفترة 2004-2018.

الجدول رقم 23: حجم الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية المصدرة في ماليزيا خلال الفترة 2004-2018

السنوات	حجم الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية مليار رنجيت ماليزي (RM)
2004	9.3
2005	2.5
2006	7.9
2007	14.5
2008	18
2009	11.3
2010	7.6
2011	2.8
2012	4.9
2013	9.9
2014	6.7
2015	7.1
2016	7.4

² سناء نزار، مرجع سابق، ص 206.

15.3	2017
15.8	2018

Source: Cagamas, Annual report, 2018, p 38.

من خلال الجدول رقم 23 نلاحظ أن حجم الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية في ماليزيا عرف تذبذبا من سنة لأخرى، حيث سجلت أعلى قيمة له سنة 2008، قدرت بـ 18 مليار رينجيت ماليزي، وأدنى قيمة له سنة 2005، قدرت بـ 2.5 مليار رينجيت ماليزي، وتجدر الإشارة أن حجم الأوراق قد شهد تراجعاً نسبياً خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، ليعاود الارتفاع منذ سنة 2013 مقارنة بسنة 2012.

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

يتمثل النوع الثاني من الأوراق المالية التي يتم إصدارها في ماليزيا في الأوراق المضمونة بقروض أخرى غير القروض العقارية كقروض السيارات وقروض الطلاب وقروض بطاقات الائتمان، والتي لم تتطور بالشكل الذي تطورت به الأوراق المالية المدعومة بعقارات السكنية، بسبب:¹

- عدم موافقة البنك المركزي الماليزي على التوريق القائم على أساس الأوراق المالية المضمونة بأصول غير عقارية، لأنه يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم؛
- الافتقار إلى الشفافية بسبب قانون المؤسسات المصرفية والمالية لعام 1989، والتي تتطلب إخفاء البنوك لهوية ومعلومات عملائها؛
- لم تكن الضرائب مواتية للتوسع في هذا النوع من التوريق، على سبيل المثال مسألة رسوم الدمغة على معاملات التوريق التي يمكن أن تزيد من تكاليف صفقات التوريق.

الفرع الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا

يعد إنشاء الشركات ذات الغرض الخاص أحد الآليات المعتمد عليها في تطوير السوق المالي الماليزي، لذلك حددت هيئة أسواق المال الماليزية القوانين المنظمة لعمل هذه الشركات وشروطه، ولتبيان هذه القوانين والشروط نتطرق للعناصر التالية:

أولاً: لمحة عن القوانين المنظمة لعمل الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا

توجد مجموعة من القوانين في ماليزيا التي تعمل على تنظيم عملية إنشاء الشركات ذات الغرض الخاص وعملها، يمكن تلخيصها على النحو التالي:

¹ Ting Kien Hwa & Tan Yen Keng, The development of asset securitisation in malaysia, 2004, p 4. In the site: http://www.pres.net/Papers/Ting_Development_Asset_Securitisation_Malaysia.pdf (20/02/2020)

- تعرف الشركة ذات الغرض الخاص في ماليزيا بأنها: "أي كيان يصدر أوراق مالية مدعومة بأصول، وتستوفي جميع المعايير المنصوص عليها قانونيا".¹
- يتم إنشاء الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا بنفس طريقة إنشاء الشركة العادية؛²
- اختار المشرع في ماليزيا شخصية اعتبارية باسم ترست (Trust) لتقوم بأعمال الشركة ذات الغرض الخاص؛³
- من القوانين المرجعية التي تناولت قضية الشركة ذات الغرض الخاص نذكر:¹
 - ✗ إرشادات الصكوك الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية في شهر جانفي 2014؛
 - ✗ قانون 671 المتعلق بخدمات وأسواق رأس المال، طبعة 2013؛
 - ✗ المعايير الوقائية الصادرة عن البنك المركزي في ماليزيا في شهر جوان 2013؛
 - ✗ إرشادات وثيقة الترتست (سند العهدة) الصادرة عن هيئة الأوراق المالية في شهر جويلية 2011.
- لقد اعتنى المشرع الماليزي بإصدار إرشادات خاصة بسند العهدة، وقد أحييت التعليمات بشأن الأمين إلى قانون خدمات وأسواق رأس المال، والذي تضمن العديد من المواد بشأن التعريف بالأمين وواجباته، وفيما يلي أبرز ملامح الترتست:
 - ✗ يمكن أن يؤسس الأمين (trustee) كشركة عامة وفق قانون الشركات لسنة 1965، أو شركة ترست وفق قانون شركات الترتست لسنة 1949، ويكون له مدير ووكلاء، ويحتفظ بالأصول أو العقارات لصالح حملة الأوراق المالية؛
 - ✗ تقتصر مهام الأمين على الإدارة والتشغيل وإدارة المدفوعات؛

¹ Securities Commission, **Guidelines on the offering of asset-backed securities**,2004, p 2. In the site: <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=0dc160c4-ea22-478d-98b0-e8dd18e3ac1b> (20/02/2020)

² علي هلال مشرف القيوم، مرجع سابق، ص 145.

³ عبد البارى مشعل، الشركة ذات الغرض الخاص SPV في الصكوك: القوانين الماليزية (5)، 2015. من الموقع: [https://assabeel.net/article/2015/9/9/%d8%a7%d9%84%d8%b4%d8%b1%d9%83%d8%a9\(2020/02/15\)](https://assabeel.net/article/2015/9/9/%d8%a7%d9%84%d8%b4%d8%b1%d9%83%d8%a9(2020/02/15))

¹ المرجع نفسه.

☒ حملة الصكوك هم من يملكون النشاط وليس الأمين؛

- يمكن القول أن الشركة ذات الغرض الخاص سواء كانت شركة عامة أو ترست لا تملك الأصول والعقارات الخاصة ملكية حقيقية، وإنما هي ملكية قانونية أو رسمية على سبيل الأمانة، بغرض الإدارة والتشغيل.

ثانياً: شروط عمل الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا:

اشتترطت هيئة الأوراق المالية الماليزية عدة شروط لعمل الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا، تتمثل هذه الشروط فيما يلي:²

- إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص في ماليزيا للأغراض الضريبية، حيث يتولى إدارتها مدراء وأمناء مستقلين؛

- يجب مراعاة مجموعة من المتطلبات حتى تكون الشركة ذات الغرض الخاص بعيدة عن الإفلاس، تتمثل هذه المتطلبات في:

☒ عدم ممارسة الشركة ذات الغرض الخاص أي أنشطة أخرى تعارض وظيفتها كشركة ذات غرض خاص، حيث يجب عليها فقط إصدار الأوراق المالية المدعومة بالأصول، وإدارة التدفقات النقدية الناتجة عن الأصول، لضمان سداد قيمة الأوراق المالية في الوقت المناسب؛

☒ يجب أن تتعاقد الشركة ذات الغرض الخاص مع الطرف الثالث على جميع الخدمات التي قد تكون مطلوبة من قبلها للحفاظ على أصولها؛

☒ لا يُسمح للشركة ذات الغرض الخاص بأن يكون لديها موظفين، أو تتحمل أي مسؤوليات ائتمانية لأطراف ثالثة بخلاف الأطراف المشاركة في معاملة التوريق؛

☒ يجب أن تكون جميع الالتزامات الحالية أو المستقبلية للشركة ذات الغرض الخاص بما في ذلك الضرائب قابلة للقياس الكمي، وأن تكون الشركة ذات الغرض الخاص قادرة على الوفاء بالتزاماتها بالاعتماد على الموارد المتاحة لها؛

☒ يجب أن تحتفظ الشركة ذات الغرض الخاص بالحسابات والسجلات المناسبة لتتمكن من تقييم أصولها وإيراداتها ونفقاتها امتثالاً لمتطلبات التقارير التنظيمية فيما يتعلق بالإصدار.

المطلب الثاني: دور شركة Cagamas في سوق التوريق في ماليزيا

² Baker McKenzie's, op cit, p 146.

يعد تأسيس شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas من الخطوات الهامة في مسار تطوير سوق الرهن العقاري في ماليزيا، نظرا لمساهمتها في تشجيع المؤسسات المالية على تقديم القروض لتمويل القطاعات العقارية، والتي تعتبر من بين أكثر القطاعات التي تعاني من مشكلة توفير مصادر التمويل ولأجل طويلة. وللتعرف على هذه الشركة، تناول المطلب النقاط المبينة في الفروع الموالية:

- الفرع الأول: نشأة وأهمية ومزايا شركة Cagamas؛

- الفرع الثاني: مراحل عملية التوريق والأوراق المالية التي تصدرها شركة Cagamas؛

- الفرع الثالث: تقديم شركة Cagamas MBS.

الفرع الأول: نشأة وأهمية ومزايا شركة Cagamas

تم إنشاء شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas في إطار إستراتيجية حكومية للنهوض بالاستثمار العقاري في ماليزيا، لتقوم بعملية تحويل القروض الرهنية العقارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، مما ساهم في حل مشكلة التمويل الطويلة الأجل بصفة عامة، وأزمة السكن بصفة خاصة، الأمر الذي جعلها تحظى بأهمية كبيرة في السوق المالي الماليزي، وللتوضيح نشأة وأهمية ومزايا شركة Cagamas نتطرق للعناصر التالية:

أولاً: نشأة شركة Cagamas:

عملت الحكومة الماليزية منذ سنة 1970 على تشجيع تملك المساكن خاصة للفئات ذات الدخل المنخفض والمتوسط، فلم يكن بإمكان الحكومة تحقيق هذا الهدف الوطني إلا إذا قام المقرضون بمنح القروض بتكلفة منخفضة تكون في حدود إمكانية المقترضين، على أن لا تشكل تلك القروض نسبة كبيرة من إجمالي الأصول المصرفية، ففي بداية الثمانينات واجهت المؤسسات المالية مخاطر السيولة بسبب:¹

- عدم تطابق آجال استحقاق الودائع التي لا تتجاوز السنة، وقروض الإسكان التي كانت تتراوح مدة استحقاقها من 15 إلى 30 سنة؛

- كانت معدلات الفائدة على الودائع أعلى من معدلات الفائدة على قروض الإسكان، وهو ما منع المؤسسات المالية من منح القروض؛

¹ Cagamas, Annual report, 2002, p 56.

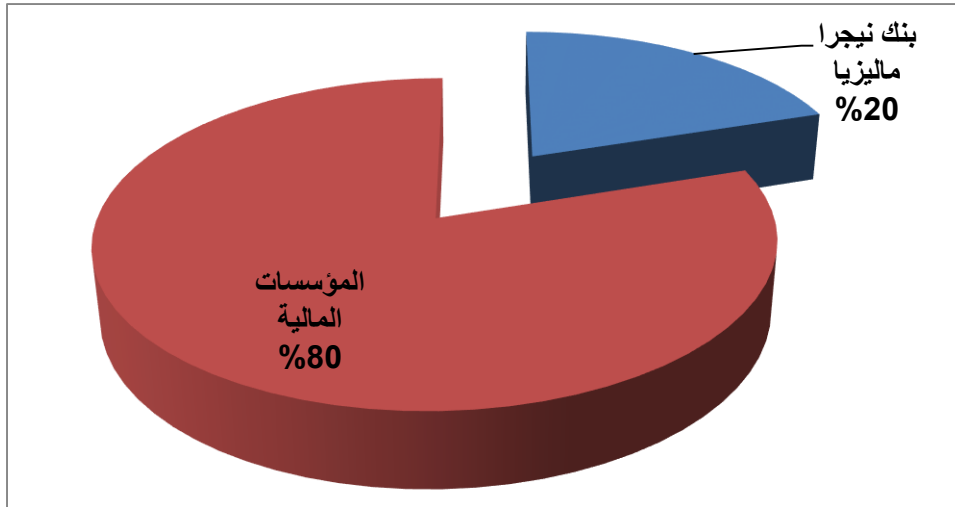
- هيمنة الأوراق المالية الحكومية على سوق سندات الدين، وغياب سوق سندات الدين الخاصة عمليا، إلى غاية إنشاء شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas؛

وقد تأسست شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas سنة 1986، بهدف زيادة تملك المساكن وتطوير السوق المالي في البلاد، من خلال المساهمة في نمو سوق الرهن العقاري في ماليزيا، باعتبارها أكبر المصدرين المحليين في سوق سندات الشركات والصكوك.²

لقد ساهمت شركة Cagamas في التخفيف من مشكلة عدم تطابق تواريخ استحقاق القروض السكنية وتواريخ استحقاق الودائع، بالإضافة إلى تحملها مخاطر سعر الفائدة الملازمة لهذه القروض؛³

يتمثل أكبر مساهم في شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas في البنك المركزي الماليزي بحصة تبلغ 20%، أما باقي المساهمين فهم البنوك التجارية وشركات التمويل، ويتكون مجلس إدارة الشركة من محافظ البنك المركزي رئيسا وأعضاء بارزين في النظام المصرفي.⁴

الشكل رقم 36: المساهمون في شركة Cagamas



المصدر: من إعداد الطالبة.

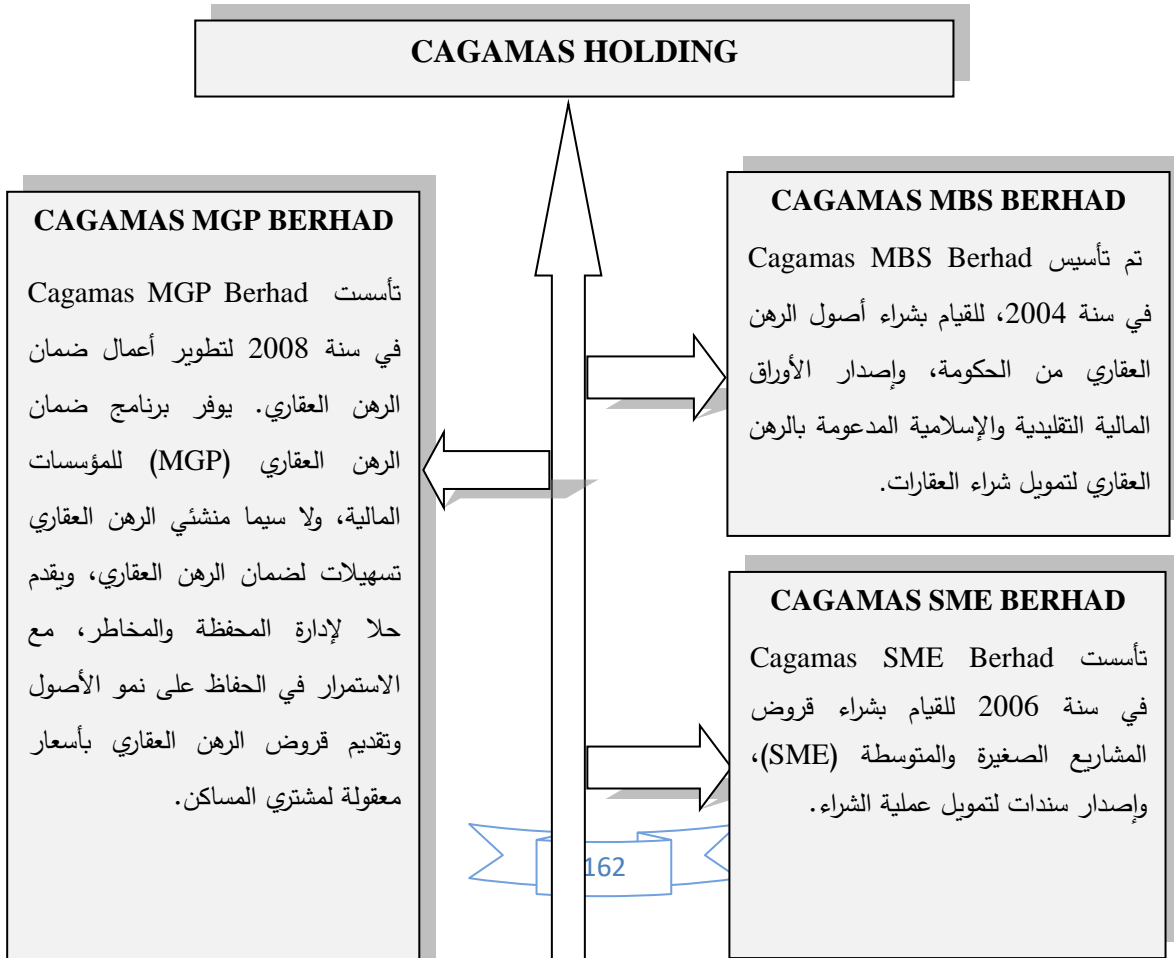
كما تنفرع شركة Cagamas إلى عدة فروع مبينة في الشكل الموالي.

² Cagamas, **Annual report**, 2019, op cit, p152.

³ Marife Ballesteros & Daisy Dulay, **Feasibility of motgage –backed securitization for the underseved housing market in the philippinnes**, Discussion paper series, philippine institute for development studies, Philippine, 2013, p 6.

⁴ The Asset Securitisation Consultative Committee, **Report on asset securitisation in malaysia - the way forward for malaysian market**, 2002, p 29.

الشكل رقم 37: فروع شركة Cagamas



BNM SUKUK BERHAD

تم تأسيس BNM SUKUK BERHAD في سنة 2006، للقيام بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، تتمثل في صكوك الإجارة (SBI) وصكوك المرابحة (SBM)، حيث يهدف إصدار SBI إلى تمويل شراء الأصول من طرف البنك المركزي المالي BNM، ليتم تأجيرها إليه لفترة محددة، أما إصدار SBM فيهدف إلى تمكين البنك المركزي من إدارة السيولة عبر تداول السلع بموجب مبدأ المرابحة.

Sukuk BNM Murabahah :SBM ، Sukuk BNM Ijarah :SBI
Skim Perumahan Belia : SPB ، Skim Rumah Pertamaku : SRP

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

Cagamas, Annual report, 2018, p4.

ثانيا: أهمية شركة Cagamas:

تؤدي شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas دورا محوريا في ماليزيا، يمكن تلخيص أهمية وأدوار هذه الشركة في النقاط التالية:¹

- تمكّن الشركة مشترو المساكن من الحصول بسهولة على قروض الإسكان بتكلفة معقولة، الأمر الذي ساهم في تطوير صناعة الإسكان؛
- تمكين المؤسسات المالية من التحوط ضد مخاطر سعر الفائدة، خاصة عند منحهم القروض بسعر فائدة ثابت؛
- توفر شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas للمؤسسات المالية السيولة اللازمة، وذلك من خلال قيامها بدور الوسيط بين سوق رأس المال والنظام المصرفي، حيث تصدر

¹ Cagamas, Annual report, 2002, op cit, p p 57-58.

شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas سندات الشركات للحصول على التمويل من سوق رأس المال، وتوجيهه إلى البنوك عن طريق شراء مستحقات القروض من المقرضين الأساسيين؛

- حصول الأوراق المالية التي تصدرها شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas على أعلى تصنيف من قبل وكالتي التصنيف المحليتين في ماليزيا - شركة التصنيف الماليزية ببيهاد ووكالة تصنيف ماليزيا ببيهاد، وهو ما يعكس الجودة العالية للأوراق المالية التي تصدرها الشركة والتي توفر للمستثمرين عائدا معقولا على استثماراتهم؛

- ساعدت شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas الحكومة على تحقيق سياستها في تشجيع ملكية المساكن، لا سيما بين فئات الدخل المنخفض والمتوسط، من خلال تمكين المؤسسات المالية من منح قروض الإسكان منخفضة التكلفة بشكل أكبر لفئة الدخل المنخفض.

- زيادة عمق واتساع السوق المالي من خلال قيامها بدورها الرئيسي في سوق سندات الشركات المتمثل في ابتكار منتجات جديدة عالية الجودة كالأوراق المالية المدعومة بالأصول، فبعد وضع قواعد إصدار الأوراق المالية المدعومة بالأصول ABS من قبل هيئة الأوراق المالية سنة 2001، أظهرت شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas التزامها بتطوير السوق من خلال تشجيع تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول عن طريق القيام بعملية التوريق؛

- تحقيق الهدف الاجتماعي المتمثل في زيادة تملك المساكن من خلال أداء دور الوسيط ودور المصدر الموثوق لسندات الرهن العقاري، عن طريق بيع قروض الإسكان على مستوى السوق الثانوي لمساعدة المقرضين على الحصول على الأموال اللازمة لمنح المزيد من قروض الإسكان.¹

ثالثا: مزايا تعاملات شركة Cagamas:

تتميز تعاملات شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas بمجموعة من الخصائص، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1- تعدد صيغ شراء الشركة لقروض الإسكان:

¹ The Asset Securitisation Consultative Committee, **Report on asset securitisation in malaysia - the way forward for malaysian market**, 2002 , op cit, p 29-30.

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

تتعدد الصيغ التي تعتمد عليها شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas لشراء قروض الإسكان، والتي يمكن تلخيصها في الجدول الموالي.

الجدول رقم 24 : الصيغ المعتمدة من قبل شركة Cagamas لشراء قروض الإسكان

الصيغة	مميزاتها
• الشراء مع حق الرجوع (purchase with recourse)	تشتري شركة Cagamas قروض الإسكان مع حق الرجوع إلى المقرض الأساسي في حالة أي خسارة نتيجة تقصير المقرض، حيث تلجأ شركة Cagamas إلى هذا الخيار بسبب نقص المعلومات المتعلقة بمخاطر الائتمان التي ينطوي عليها القرض السكني، وتهدف الشركة من خلال قيامها بهذا الإجراء إلى شراء القروض دون تحمل مخاطر الائتمان؛
• الشراء مع عدم حق الرجوع	تقوم شركة Cagamas بشراء القروض نقداً أو في شكل سندات

<p>من المنشئ مع عدم امتلاكها حق الرجوع، حيث يستمر المنشئ في خدمة العملاء، ويحوّل الدفع إلى شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas ويتقاضى مقابل ذلك رسوم الخدمة؛</p>	<p>(purchase without recourse)</p>
<p>تقوم شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas بشراء قروض الإسكان على أساس فترة مراجعة أسعار الفائدة المتفق عليها، حيث يمنح للمقرضين الأساس بين خيار إعادة شراء القروض المباعة إلى شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas إذا لم يوافقوا على سعر الفائدة الجديد الذي تقدمه الشركة، نظرا لأن المؤسسات المالية مترددة في بيع قروض الإسكان الخاصة بها، فإن خيار إعادة شراء القروض في تاريخ لاحق كان حافزا جيدا لهذا البيع.</p>	<p>• الشراء القائم على أساس فترات مراجعة أسعار الفائدة (Purchase Based on Interest Review Periods)</p>

Source: Cagamas, Annual report, 2002, p p 56-57.

كما تتميز تعاملات شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas بما يلي:¹

2- سيولة الأوراق المالية المصدرة:

من ناحية التمويل يعترف البنك المركزي الماليزي بسندات شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas كأصول سائلة بغرض تلبية متطلبات السيولة المفروضة على المؤسسات المالية، حيث تضمن حالة الأصول السائلة إمكانية جمع شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas الأموال بتكلفة منخفضة بدرجة كافية لتشجيع بيع هذه القروض، فمن خلال بيع قروض الإسكان إلى شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas تكون المؤسسات المالية قادرة على الحصول على السيولة اللازمة بتكلفة تنافسية لتمكينها من منح المزيد من قروض الإسكان وتعزيز عمليات الإقراض الخاصة بها؛

3- الإعفاء من الاحتياطي القانوني:

لجعل بيع القروض أكثر جاذبية للمؤسسات المالية، قام البنك المركزي الماليزي بإعفاء الأموال التي تم الحصول عليها من شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas من الاحتياطي القانوني، وهذا ما أدى إلى خفض تكلفة الأموال التي تم الحصول عليها من هذه الشركة، وجعلها أكثر جاذبية للمقرضين لبيع قروضهم، ولا يزال هذا الحافز قائما لتمكين الشركة من الاستمرار في تحويل الأموال

¹ Cagamas, Annual report, 2002, op cit, p p 56- 57.

منخفضة التكلفة إلى المؤسسات المالية ومنح قروض الإسكان بسعر منخفض، وبالتالي تشجيع تملك المساكن.

الفرع الثاني: مراحل عملية التوريق والأوراق المالية التي تصدرها شركة Cagamas

يمكن توضيح مراحل عملية التوريق والأوراق المالية التي تصدرها شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas من خلال العناصر التالية:

أولاً: مراحل عملية التوريق ودور شركة Cagamas:

تمر عملية التوريق في ماليزيا وبمشاركة شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas بعدة مراحل، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹

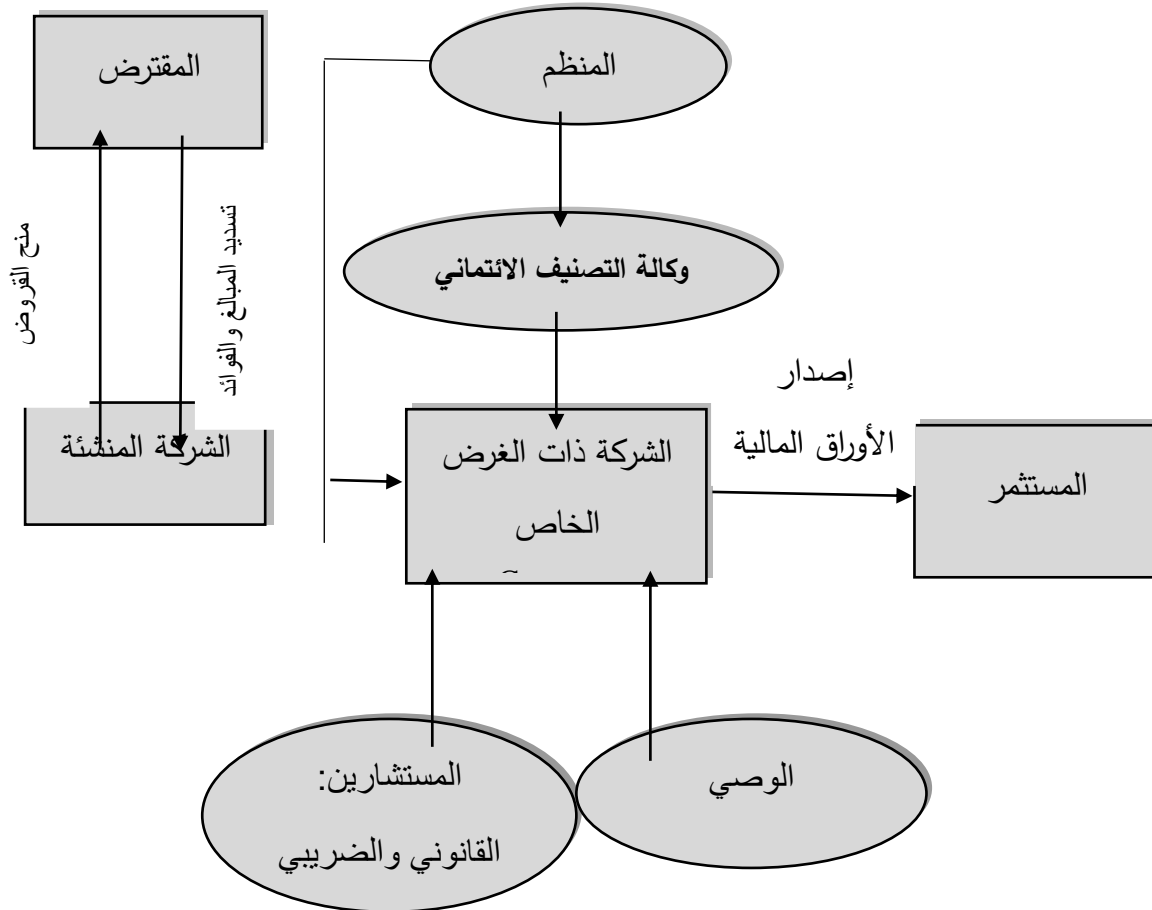
- قيام الشركة المنشئة بمنح قروض الإسكان لمشتري المساكن؛
- قيام الشركة المنشئة بعد ذلك ببيع هذه القروض إلى شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas باعتبارها شركة ذات غرض خاص تقوم بتوريق قروض الإسكان، حيث تختار الشركة المنشئة القروض المراد توريقها وفقاً لمعايير الأهلية التي حددتها شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas؛
- قيام شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas بتحليل محفظة القروض التي سيتم توريقها، حيث تشترط قدرة الشركة المنشئة على تقديم المعلومات التاريخية المتعلقة بالقروض التي يراد توريقها لنموذج التدفق النقدي؛
- تحديد الأطراف المشاركة في الصفقة من قبل شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas وبموافقة الشركة المنشئة؛
- تقديم المستشار القانوني الاستشارات المتعلقة بالجوانب القانونية لمعاملة التوريق لضمان البيع الحقيقي للأصول، كما يقدم المستشار الضريبي والمحاسبي الاستشارات المتعلقة بالمسائل الضريبية والمحاسبية، من أجل جعل عملية التوريق أكثر فعالية من حيث التكلفة؛
- قيام وكالة التصنيف الائتماني بجمع وتحليل جميع المعلومات المالية وتقييم مخاطر الائتمان المتعلقة بالقروض المورقة، وكذا تخصيص التصنيفات للأوراق المالية التي سيتم إصدارها،

¹ Cagamas, Annual report, 2003, p 75- 76.

- كما تنشر وكالات التصنيف جميع المعلومات المناسبة للمستثمرين، وتتولى عمليات مراجعة التصنيف السنوية للأوراق المالية المصدرة؛
- يقوم المنظم والذي عادة ما يكون بنكا استثماريا بتقديم الاستشارات للشركة المنشئة من أجل هيكلة عملية التوريق، والاتصال بالأطراف الأخرى المشاركة في المعاملة، وتقديم جميع الوثائق اللازمة للجهات الرقابية المختصة بإصدار الأوراق المالية، كما يتحمل المنظم مسؤولية تسعير الأوراق المالية وطرحها للبيع، وضمان إتمام العملية بأكملها؛
 - تعيين الوصي لحماية مصالح المستثمرين، حيث يتمتع الوصي بسلطة واسعة لتوجيه شؤون الشركة ذات الغرض الخاص، بما في ذلك القدرة على تولي حيازة الأصول وبيعها لسداد حقوق المستثمرين؛
 - تعزيز الائتمان لإصدار الأوراق المالية المقبولة من طرف المستثمرين المهتمين بالمخاطر، ويمكن أن يكون هذا التعزيز الائتماني داخليا أو خارجيا في المعاملة؛
 - قيام شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas بإصدار الأوراق المالية في شكل سندات طويلة وقصيرة الأجل للمستثمرين المهتمين بالاستثمار في الأوراق المالية قصيرة وطويلة الأجل للحصول على دخل بسعر فائدة ثابت أو متغير، حيث تكون شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas على استعداد لشراء قروض الإسكان من الشركة المنشئة بسعر فائدة المعروف باسم Cagamas rate ، وتخضع الصفقة لمراجعة السعر لفترات تتراوح بين 3 أو 5 أو 7 سنوات، وفي نهاية فترة المراجعة المتعاقد عليها يتم تقديم سعر فائدة جديد من قبل شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas، حيث يكون للشركة المنشئة الخيار في إعادة شراء قروض الإسكان من شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas إذا رأت أن سعر الفائدة الذي حددته هذه الأخيرة غير مقبول؛
 - شراء شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas قروض الإسكان بسعر ثابت غير قابل للتعديل أثناء فترات المراجعة، أو بسعر عائم لمدة 3 أشهر أو سعر العرض بين البنوك في كوالالمبور لمدة 6 أشهر أو بسعر فائدة قابل للتحويل، والذي يتيح للشركة المنشئة إمكانية التحول من سعر فائدة ثابت إلى سعر فائدة عائم أو العكس خلال فترة المراجعة.

الشكل الموالي يوضح مختلف مراحل عملية التوريق ودور شركة الرهن العقاري الوطنية
Cagamas فيها.

الشكل رقم 38: مراحل عملية التوريق في ماليزيا ودور شركة Cagamas



Source: Cagamas, Annual report, 2003, p 74.

ثانيا: الأوراق المالية التي تصدرها شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas:

تصدر شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas أربعة أنواع من سندات الدين لتمويل شراء الرهن

العقاري، وهي:¹

¹ Cagamas, Annual report, 2003, op cit, p 75

1- سندات متوسطة الأجل بسعر فائدة ثابت (Fixed Rate Conventional Medium Term Notes):

وهي سندات يكون فيه سعر الفائدة ثابتا، ويدفع في منتصف السنة المالية، ويتم استرداد قيمتها بالقيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، حيث يتم إصدار هذه السندات لمدة تتراوح من 3 إلى 7 سنوات لتتناسب مع فترة مراجعة الأسعار لمشتريات الرهن العقاري للشركة؛

2- سندات ذات السعر العائم (Floating Rate Notes):

وهي السندات التي يكون فيها سعر الفائدة مرتبط بـ klibor* لمدة 3 أشهر و 6 أشهر، ويتم إعادة ضبطه خلال فترات تتراوح بين 3 أشهر و 6 أشهر؛

3- سندات الخصم:

تعرف سندات الخصم باسم Cagamas notes، وهي سندات يتم إصدارها لفترات قصيرة الأجل لا تتجاوز سنة واحدة، ولكن على عكس السندات ذات سعر الفائدة الثابت والمتغير، يتم إصدارها بسعر منخفض عن القيمة الاسمية، حيث يتم إصدار هذه السندات المخصصة للحصول على الأموال اللازمة لتلبية متطلبات شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas للسيولة والتحوط من المخاطر؛

4- سندات Cagamas للمضاربة:

وهي سندات بدون فوائد يتم إصدارها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، ويتم توزيع الأرباح المستحقة الدفع في منتصف السنة المالية على أساس نسبة المشاركة، حيث يتم استخدامها لتمويل شراء الشركة لديون تمويل المساكن الإسلامية.

ويتم إصدار وتداول أوراق شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas إلكترونيا في شكل دفتر، من خلال غرفة المقاصة الإلكترونية المعروفة باسم نظام تداول الأوراق المالية الإلكتروني الذي يديره البنك المركزي المالي.

يمكن تمثيل أنواع الأوراق المالية المصدرة من قبل Cagamas في الشكل الموالي.

* Kuala Lumpur Interbank Offered Rate (KLIBOR): سعر الفائدة بين البنوك في كوالالمبور

الشكل رقم 39: أنواع الأوراق المالية المصدرة من قبل Cagamas



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- Cagamas, Annual report, 2003, p 75

الفرع الثالث: تقديم شركة Cagamas MBS

تعد شركة Cagamas MBS من أهم فروع شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas التي تؤدي دورا هاما في تنشيط السوق المالي المالي، وللتعرف على هذه الشركة سيتم تناول العناصر الموالية.

أولا: تعريف وأهداف شركة Cagamas MBS

للتعرف على شركة Cagamas MBS وأهدافها، سيتم تناول ما يلي:

1- تعريف شركة Cagamas MBS:

شركة Cagamas MBS هي شركة ذات غرض خاص، تم إنشاؤها سنة 2004 من أجل تطوير آلية التوريق في ماليزيا، وتقوم هذه الشركة بشراء أصول الرهن العقاري من الحكومة، وإصدار الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني (Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) والأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني (Islamic Residential Mortgage-Backed Securities IRMBS) في سوق رأس المال.¹

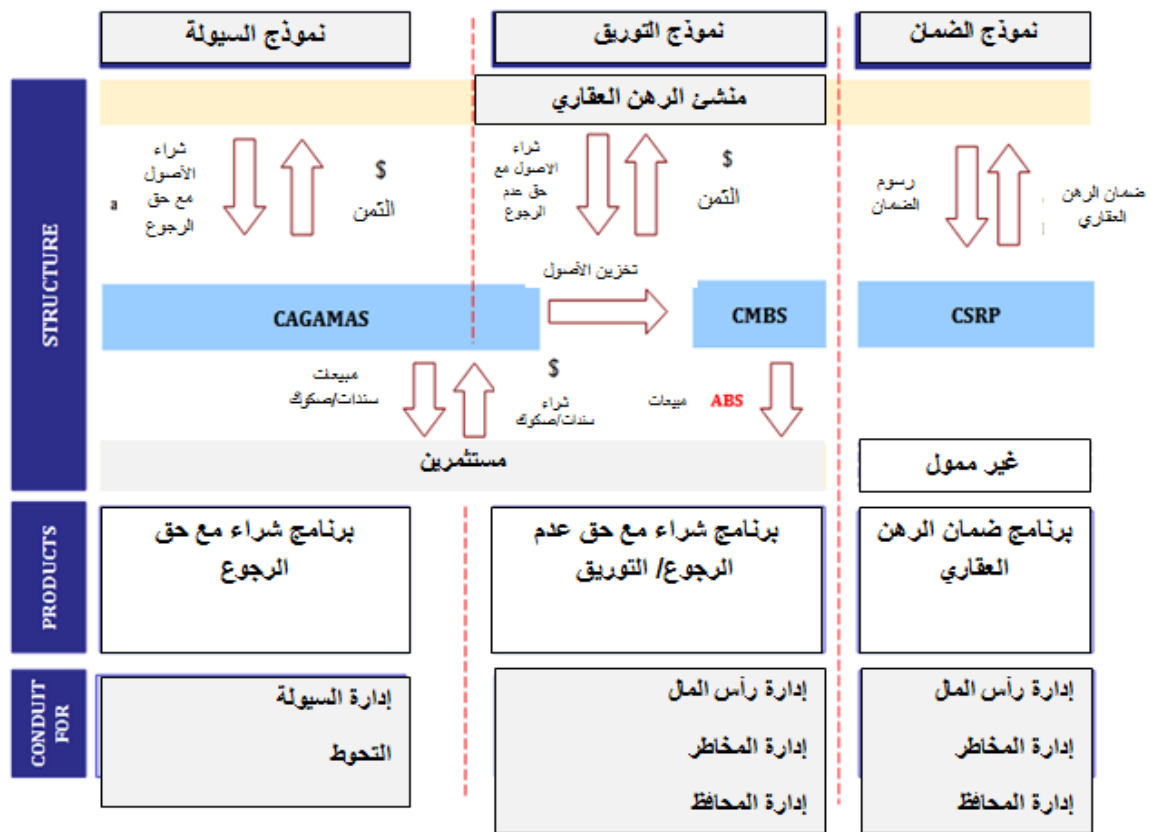
وتعد شركة Cagamas MBS في المرحلة الثانية لتطور شركة Cagamas التي ساهمت في بناء نظام تمويل سكني مستدام في ماليزيا من خلال الابتكار المستمر لنماذج أعمالها لتلبية احتياجات السيولة للمؤسسات المالية، حيث تقدم شركة Cagamas منتجات واسعة باعتمادها على صيغة الشراء مع حق الرجوع كنموذج للسيولة الذي ساعد على التغلب على المخاطر في مرحلة مبكرة من تطوير سوق الرهن العقاري، حيث أعطت شركة Cagamas الوقت لبناء مصداقيتها كمصدر آمن ومنتظم

¹ Cagamas, Annual report, 2002, op cit, p 126.

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي المالىزي

لأوراق الدين، وصيغة الشراء بدون حق الرجوع كنموذج للتوزيع لكل من قروض الإسكان التقليدية والإسلامية، وخلال الفترة 2004-2005 تطورت شركة Cagamas لتصبح مصدرا رئيسيا للسندات الإسلامية، فقد قامت بتوزيع جزء كبير من تمويل الإسكان الإسلامي لموظفي الحكومة، حيث شكلت الصكوك 16 % من الصكوك المحلية المصنفة AAA، كما أن الترويج لإصدار الصكوك يتماشى أيضا مع تطلعات ماليزيا لأن تصبح مركزا ماليا إسلاميا عالميا رائدا، بالإضافة إلى ذلك تم الاعتماد على برنامج ضمان الرهن العقاري كأداة لإدارة مخاطر المؤسسات المالية. والشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم 40: موقع شركة Cagamas MBS ضمن نماذج عمل شركة Cagamas



Source : Datuk Chung Chee Leong, **Role of cagamas in the development of secondary mortgage market in Malaysia**, 2015, p 20. In the site :

[https://www.cagamas.com.my/sites/default/files/content/presentation/2020-11/28 \(20/2/2021\)](https://www.cagamas.com.my/sites/default/files/content/presentation/2020-11/28%20(20/2/2021))

2- أهداف شركة Cagamas MBS:

تتمثل أهداف شركة Cagamas MBS في:¹

¹ Cagamas, **Annual report**, 2004, p 80.

- زيادة عمق سوق السندات الماليزية، من خلال إضافة فئة أخرى من الأصول المتمثلة في الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني كأداة جديدة لجمع الأموال من سوق رأس المال؛
- تظهر الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS منحني العائد للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري الذي يعد مرجعا لمصدري الأوراق المالية التجارية لتحديد مستويات الأسعار المحتملة لأصولهم؛
- توسيع وتعميق سوق رأس مال الإسلامي المحلي، وتعزيز مكانة ماليزيا كمركز مالي إسلامي عالمي رائد من خلال إضافة فئة جديدة من الأوراق المالية الإسلامية المتمثلة في الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS؛
- توفير السيولة للنظام المالي.

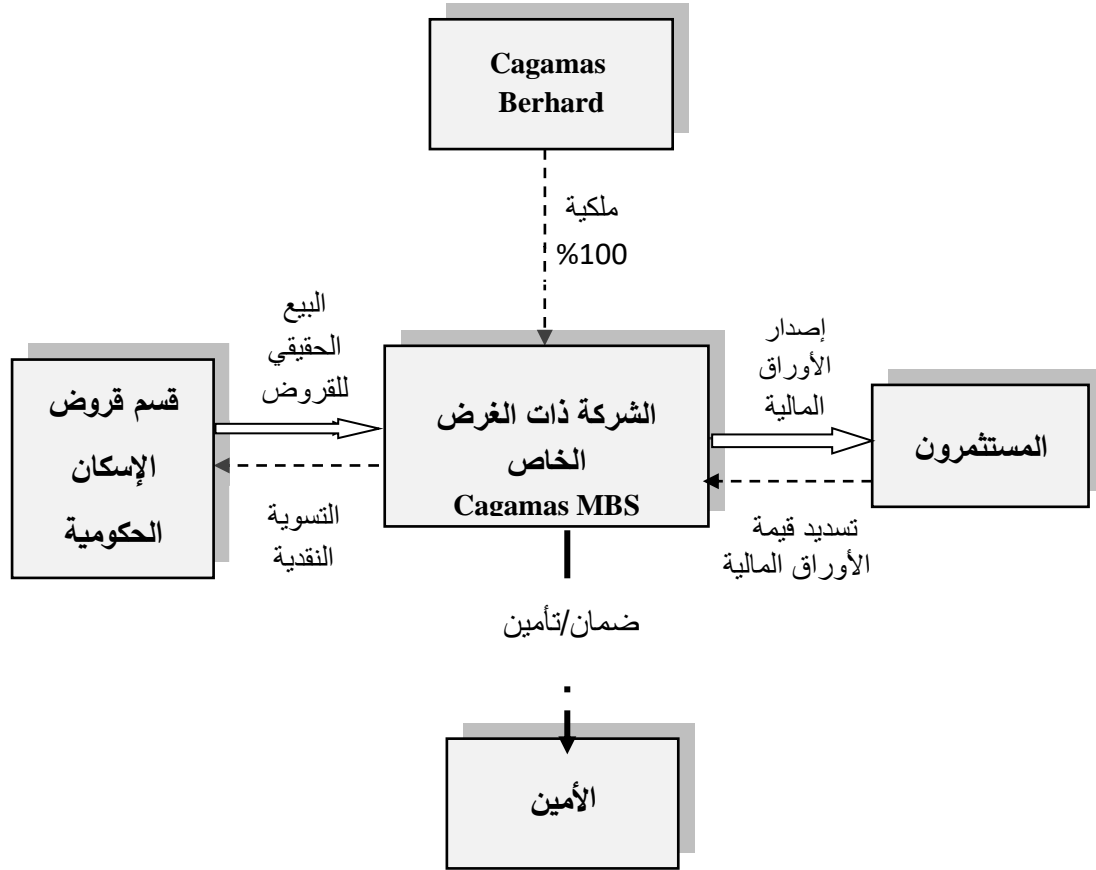
ثانيا: آلية إصدار الأوراق المالية من طرف شركة Cagamas MBS وخصائصها:

تقوم شركة Cagamas MBS بإصدار الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS والأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS، التي نوضح فيما يلي آلية إصدارها وكذا خصائصها.

1- آلية إصدار الأوراق المالية من طرف شركة Cagamas MBS:

تقوم شركة Cagamas MBS بإصدار الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS والأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS، وفق آلية محددة يتم بيانها في الشكل الموالي.

الشكل رقم 41: آلية إصدار RMBS من قبل شركة Cagamas MBS



Source: Cagamas, Annual report, 2004, p 81.

وتتمثل أطراف عملية إصدار الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS

من قبل شركة Cagamas MBS في:¹

- **المنشئ (Originator):** وهو منشئ محفظة قروض الإسكان في الحكومة الماليزية، حيث يتم منح القروض من قبل قسم قروض الإسكان التابع للحكومة، والذي تم إنشاؤه لتوفير وإدارة قروض إسكان موظفي الحكومة؛

- **مقدم الخدمات (Servicer):** وهو مقدم الخدمات في الحكومة الذي يقوم بتحصيل الأقساط الشهرية واتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة لاسترداد القروض المتعثرة؛

¹ Cagamas, Annual report, 2004, op cit, p 81 .

- **المستشار المالي (Financial Adviser):** وهو الذي يقوم بنمذجة التدفق النقدي الذي يلي متطلبات شركة Cagamas ووكالات التصنيف والمستثمرين، بالإضافة إلى ذلك يقوم المستشار المالي بإجراء تحليل البيانات التاريخية ويضع معايير للأصول التي تقوم عليها الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني؛
- **المستشار القانوني (Legal Adviser):** وتتمثل مهمة المستشار القانوني في إجراء الرقابة القانونية وتقديم المشورة لشركة Cagamas بشأن الجوانب القانونية للمعاملات وإعداد المستندات لضمان إجراء البيع الحقيقي للأصول؛
- **المستشار المحاسبي (Accounting Adviser):** وتتمثل مهمة المستشار المحاسبي في تقديم الاستشارات بشأن المسائل التنظيمية والمحاسبية وإجراء الرقابة المالية الواجبة التي تنطوي على التحقق من التوقعات المتعلقة بالتدفق النقدي؛
- **المستشار الضريبي (Tax Adviser):** مهمته تقديم المشورة بشأن الآثار الضريبية وإعداد تقرير ضريبي مكتوب يتضمن المجالات المحتملة للمخاطر الضريبية وتحليل الوضع الضريبي في هيكل المعاملة؛
- **المستشار الأساسي (Principal Adviser/Lead Arranger):** يقوم المستشار الأساسي بمراجعة المستندات والمعلومات التي سيتم تضمينها في تقرير هيئة الأوراق المالية ومذكرة المعلومات؛
- **وكيل المنشأة (Facility Agent):** يتولى وكيل المنشأة تنسيق الإصدار مع السلطات التنظيمية والمستثمرين والتنسيق العام لإصدار الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني (RMBS)، كما يقوم بمراقبة وتنسيق جميع التزامات التمويل وهي الفائدة والمدفوعات الرئيسية؛
- **وكالات التصنيف (Rating Agencies):** يتمحور دور وكالات التصنيف في تحليل هيكل التوريق وتقييم مخاطر الائتمان للأصول المورقة التي ستؤثر على قرارات التسعير الخاصة بالأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني (وتحديد تصنيفاتها ليتم إصدارها؛
- **الأمين (Trustee):** تنحصر مهمة الأمين في حماية مصالح وحقوق المستثمرين في الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني؛

- مدير المعاملات (Transaction Administrator): يمثل شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas مدير المعاملات، حيث تتلقى بيانات من الحكومة وتقدم تقارير ربع سنوية إلى مختلف الأطراف المشاركة في الصفقة.
- أما آلية إصدار الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS من طرف شركة Cagamas MBS فلا تختلف عن نظيرتها التقليدية إلا في مجال إصدار أوراق مالية متوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية، ووجود رقابة شرعية وتدقيق شرعي فيما يخص المعاملة وآلية شراء الأصول لضمان شرعية المعاملة.
- 2- خصائص الأوراق المالية التي تصدرها شركة Cagamas MBS:

- تتميز الأوراق المالية التي تصدرها شركة Cagamas MBS بمجموعة من الخصائص أهمها:¹¹
- حصول الأوراق المالية التقليدية والإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني على أعلى تصنيف ائتماني AAA من قبل شركة التصنيف الماليزية بيرهاد، ووكالة تصنيف ماليزيا بيرهاد؛
- الجودة العالية للأصول المالية الأساسية؛
- يستثمر في الأوراق المالية التقليدية والإسلامية التي تصدرها شركة Cagamas MBS المؤسسات المالية وشركات التأمين؛
- تعد الأوراق المالية التي مدة استحقاقها 3 سنوات الأكثر نشاطا في السوق الثانوي بسبب ارتفاع عائدها، في حين تعتبر الأوراق المالية التي مدة استحقاقها 10 سنوات الأقل تداولاً في السوق الثانوي.

¹ Tristano Salnati and all, **Special purpose entities in megaprojects - empty boxes or real companies -**, project management journal, Vol 48, N 02, project management institute, Philadelphia, USA, 2017, p p55-73.

المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض في تنشيط السوق المالي المالي التقليدي والإسلامي -دراسة قياسية-

لتبيان دور الشركات ذات الغرض في تنشيط السوق المالي المالي يتم الاعتماد على إحدى التقنيات القياسية المتمثلة في نماذج شعاع الانحدار الخطي (Vector autoregressive model) VAR، والتي تعد من النماذج البسيطة المتعددة التي يتم فيها تفسير المتغير التابع بسلوكه في الماضي وماضي المتغيرات الأخرى المدرجة في نموذج الدراسة، ولذلك سيتم في هذا المبحث التطرق إلى نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR من خلال استعراض بعض المفاهيم الأساسية حول هذه النماذج، وكذا تبيان مختلف خصائصها وخطوات تطبيقها، بالإضافة إلى القيام بدراسة قياسية لدور الشركات ذات الغرض في تنشيط السوق المالي المالي بالاعتماد على هذه النماذج، ولذلك تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

- **المطلب الأول: تعريف نماذج شعاع الانحدار الخطي وخصائصها؛**
- **المطلب الثاني: خطوات تطبيق نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR؛**
- **المطلب الثالث: قياس أثر إصدارات شركة Cagamas MBS في تنشيط السوق المالي المالي**

المطلب الأول: تعريف نماذج شعاع الانحدار الخطي وخصائصها

تعد نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR من أكثر النماذج مرونة في تحليل السلاسل الزمنية متعددة المتغيرات، فهي تقوم بوصف السلوك الحركي للسلاسل الزمنية الاقتصادية كما تساعد في التنبؤ، وقد تم اقتراح هذه النماذج من طرف Christopher Sims سنة 1980، والذي رأى أن الطريقة

التقليدية في بناء النماذج القياسية الآنية تعتمد وجهة النظر التفسيرية، إذ تتضمن كثيرا من الفرضيات غير المختبرة كاستبعاد بعض المتغيرات من بعض المعادلات من أجل الوصول إلى تشخيص مقبول للنموذج، وكذلك الأمر فيما يتعلق باختبار المتغيرات الخارجية وشكل توزيع فترات الإبطاء الزمني، لذلك عامل Sims في نمودجه المتغيرات جميعها بالطريقة نفسها دون أية شروط مسبقة (استبعادها أو عدها خارجية)، وإدخالها جميعا في المعادلات بعد مدد الإبطاء الزمني نفسها،¹ ولتوضيح الصيغة الرياضية لنماذج شعاع الانحدار الخطي وخصائصها تم تقسيم هذا المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: تعريف نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR؛

- الفرع الثاني: خصائص نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR.

الفرع الأول: تعريف نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR

تعالج نماذج VAR كل المتغيرات بصفة مماثلة مع إدخال عامل التباطؤ لكل المتغيرات في كل المعادلات لتعطي نظام هذه الأخيرة الطبيعة الحركية، ولتحديد الصيغة الرياضية العامة لنماذج الانحدار الخطي نبدأ بعرض نموذج ذو متغيرين، فإذا كان لدينا المتغيرين x_{1t} و x_{2t} يمكن تشكيل نموذج VAR ذو تأخير 2 إذا وجدت المعاملات φ_{ij} و γ_{ij} ، ويعرف نموذج VAR بالصيغة الرياضية التالية:²

$$x_{1t} = \mu_1 + \varphi_{11}x_{1,t-1} + \varphi_{12}x_{1,t-2} + \varphi_{21}x_{2,t-1} + \varphi_{22}x_{2,t-2} + \mu_{1t}$$

$$x_{2t} = \mu_2 + \gamma_{11}x_{1,t-1} + \gamma_{12}x_{1,t-2} + \gamma_{21}x_{2,t-1} + \gamma_{22}x_{2,t-2} + \mu_{2t}$$

ويمكن التعبير عن هذا النموذج مصفوفيا كما يلي:

$$\begin{bmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varphi_{11} & \varphi_{21} \\ \gamma_{11} & \gamma_{21} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{1,t-1} \\ x_{2,t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varphi_{12} & \varphi_{22} \\ \gamma_{12} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} x_{1,t-2} \\ x_{2,t-2} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \end{bmatrix}$$

وعليه:

$$\begin{bmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varphi_{11} & \varphi_{21} \\ \gamma_{11} & \gamma_{21} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Lx_{1t} \\ Lx_{2t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varphi_{12} & \varphi_{22} \\ \gamma_{12} & \gamma_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} L^2x_{1t} \\ L^2x_{2t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \end{bmatrix}$$

¹ عثمان نقار ومنذر العواد، استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سورية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 2، جامعة دمشق، دمشق، سوريا، 2012، ص 339.

² نبيل مهدي الجنابي، التوقعات العقلانية-المدخل الحديث لنظرية الاقتصاد الكلي-، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 73.

$$\begin{bmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varphi_{11} & \varphi_{21} \\ \gamma_{11} & \gamma_{21} \end{bmatrix} L \begin{bmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varphi_{12} & \varphi_{22} \\ \gamma_{12} & \gamma_{22} \end{bmatrix} L^2 \begin{bmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \end{bmatrix}$$

$$\left(\begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 0 & 1 \end{bmatrix} - \begin{bmatrix} \varphi_{11} & \varphi_{21} \\ \gamma_{11} & \gamma_{21} \end{bmatrix} L - \begin{bmatrix} \varphi_{12} & \varphi_{22} \\ \gamma_{12} & \gamma_{22} \end{bmatrix} L^2 \right) \begin{bmatrix} x_{1t} \\ x_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \end{bmatrix}$$

$$X_t = U + \sum_{i=1}^p \Phi_i X_{t-i} + U_t$$

ويمكن تعميم هذه الصيغة على نموذج VAR(p) بالشكل التالي:¹

$$Y_t = U + \sum_{i=1}^p \Phi_i Y_{t-i} + V_t$$

$$\left(I_n - \sum_{i=1}^p \Phi_i L^i \right) Y_t = U + V_t$$

$$\Phi(L) Y_t = U + V_t$$

وعليه يمكن كتابة VAR(p) لـ n متغير و p تأخير بالشكل التالي:²

$$Y_t = U + \phi_1 Y_{t-1} + \phi_2 Y_{t-2} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + V_t \dots (1)$$

حيث:

$$Y_t = \begin{bmatrix} y_{1t} \\ y_{2t} \\ \vdots \\ y_{nt} \end{bmatrix}$$

$$U = \begin{bmatrix} \mu_t \\ \mu_t \\ \vdots \\ \mu_t \end{bmatrix}$$

¹ [Helmut Lutkepohl](#), New introduction to multiple time series analysis, Springer – Verlag, Berlin, Germany, 2007, p 193.

² [Lutz Kilian & Helmut Lutkepohl](#), Structural vector autoregressive analysis, Cambridge University Press, Cambridge, USA, 2017, p p 25-27.

$$V_t = \begin{bmatrix} v_{1t} \\ v_{2t} \\ \vdots \\ v_{nt} \end{bmatrix}$$

$$\Phi = \begin{pmatrix} p_{11} & p_{12} & \dots & p_{1n} \\ p_{21} & p_{22} & \dots & p_{2n} \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ p_{n1} & p_{n2} & \dots & p_{nn} \end{pmatrix}$$

وبإدخال معامل التأخير على العلاقة (1) تصبح كما يلي:

$$(I_n - \phi_1 L - \phi_2 L^2 - \dots - \phi_p L^p) Y_t = U + V_t$$

$$\phi(L) Y_t = U + V_t$$

إذا وضعنا:

$$U = \phi_0$$

نستطيع عندئذ أن نكتب:

$$\phi(L) Y_t = \phi_0 + V_t$$

إذا كان نموذج VAR(p) مستقرا فإنه يمكن إيجاد $\phi^{-1}(L)$ حيث:

$$\phi^{-1}(L) = I + \psi_1 L + \psi_2 L^2 + \dots$$

حيث:

ψ_k مصفوفات مربعة بعدها $n \times n$ و $k = 0, 1, 2, \dots$ وتحقق:

$$\lim_{k \rightarrow \infty} \psi_k = 0$$

وعليه يمكن كتابة النموذج كما يلي:

$$\phi(L) Y_t = \phi_0 + V_t \Rightarrow Y_t = \phi^{-1}(L) (\phi_0 + V_t)$$

$$= \tilde{\phi}_0 + \sum_{i=0}^{\infty} \psi_i U_{t-i}, \psi_0 = 1$$

يكون Y_t مستقرا إذا كان توقع مساره ثابتا، بالإضافة إلى ذلك يجب أن يكون تباينه وتباينه المشترك

محدودان ومستقلان عن الزمن، بمعنى أن نموذج VAR مستقر إذا حققت Y_t الشروط التالية:

$$E(Y_t) = \mu, \forall t$$

$$V(Y_t) < \infty$$

$$COV(Y_t, Y_{t+h}) = E[(Y_t - \mu)(Y_{t+h} - \mu)'] = \sigma_h, \forall h > 0$$

الفرع الثاني: خصائص نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR

تتميز نماذج VAR بمجموعة من المزايا نوجزها فيما يلي:¹

- نماذج شعاع الانحدار الخطي نماذج بسيطة، فهي لا تتطلب التفرقة بين المتغيرات الداخلية والخارجية، وهي تصف السلوك الديناميكي للسلاسل الزمنية الاقتصادية والمالية؛
 - نماذج شعاع الانحدار الخطي هي أحد أكثر النماذج مرونة وسهولة في الاستخدام لتحليل السلاسل الزمنية متعددة المتغيرات؛
 - سهولة التقدير، حيث أنه يمكن تقدير كل معادلة على حدى بطريقة المربعات الصغرى العادية؛
 - التنبؤ بنماذج شعاع الانحدار الخطي أكثر دقة مقارنة بنماذج السلاسل الزمنية؛
 - تستخدم نماذج شعاع الانحدار الخطي للاستدلال الهيكلي وتحليل السياسات، ففي التحليل الهيكلي يتم فرض افتراضات معينة حول الهيكل السببي للبيانات قيد الدراسة، والآثار السببية الناتجة عن الصدمات غير المتوقعة.
- غير أنه رغم مزايا نماذج شعاع الانحدار الخطي وجهت لها مجموعة من الانتقادات نوجزها فيما يلي:
- نماذج شعاع الانحدار الخطي غير مبنية على النظرية الاقتصادية، حيث أن كل المتغيرات فيها يسبب الآخر، وباستخدام الطرق الإحصائية يتم استبعاد المتغيرات التي تكون معاملاتها ذات دلالة، وذلك باستخدام اختبار السببية من أجل الحصول على نموذج يتوافق مع النظرية الاقتصادية؛

¹ Eric Zivot & Jiahui Wang, [Modeling financial time series with s-plus®](#), Acid-free paper, New York, USA, 2013, p 383.

• صعوبة ترجمة وتفسير النتائج على اعتبار أن استخدام ارتدادات أو تباطؤات عديدة تفقدنا درجات الحرية، بالإضافة إلى نقص تفسيرات ذلك في النظرية الاقتصادية، ولتغلب على هذه الانتقادات قدم مؤيدو نماذج شعاع الانحدار الخطي فكرة تقدير دوال نبض الاستجابة أو دوال الاستجابة اللحظية التي تختبر استجابة المتغير التابع في النموذج للصدمات التي تحدث في حد الخطأ، وهذه الدوال تمثل ردة فعل للصدمات التي يتعرض لها النظام.

المطلب الثاني: خطوات تطبيق نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR

للتعرف على خطوات تطبيق نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR قسم هذا المطلب إلى الفروع التالية:

- الفرع الأول: الحكم على استقرارية السلاسل الزمنية واختبار التكامل المتزامن وتحديد درجة تأخير نموذج شعاع الانحدار الخطي VAR؛

- الفرع الثاني: تقدير نموذج شعاع الانحدار الخطي VAR واختبار جودته وتحليله هيكلياً.
الفرع الأول: الحكم على استقرارية السلاسل الزمنية واختبار التكامل المتزامن وتحديد درجة تأخير نموذج شعاع الانحدار الخطي VAR

قبل الشروع في تقدير نموذج شعاع الانحدار الخطي $VAR(p)$ يتم دراسة استقرارية السلاسل الزمنية المعتمد عليها في تقدير النموذج القياسي بهدف تجنب مشكلة الارتباط الزائف بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الناتجة عن عدم استقرار السلاسل الزمنية، وذلك من خلال تحليل دالة الارتباط الذاتي أو استخدام بعض الاختبارات الإحصائية، كما يتم اختبار التكامل المتزامن لمعرفة ما إذا كانت متغيرات الدراسة تبدي تكاملاً مشتركاً في المدى الطويل؛ أي أنها لا تتحرف بعيداً عن بعضها البعض مع مرور الزمن، باستثناء بعض التقلبات العابرة ليتم بعدها تحديد درجة تأخير النموذج باستخدام عدة معايير إحصائية.

أولاً: الحكم على استقرارية السلاسل الزمنية:

تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا تحققت الشروط التالية:¹

• ثبات الوسط الحسابي للسلسلة:

¹ Kirchgassner Gebhard & Wolters Jürgen, **Introduction to modern time series analysis**, Springer, Frankfurt, Germany, 2007, p 14.

$$E(Y_t) = u$$

• ثبات تباين السلسلة:

$$Var(Y_t) = E(Y_t - u)^2 = \sigma^2$$

• اعتماد التغيرات بين فترتين زمنيتين على المدة الزمنية الفاصلة بينهما:

$$\gamma_t = E[(Y_t - u)(Y_{t+k} - u)]$$

ويتم التأكد من استقرارية السلسلة الزمنية من خلال دراسة دالة الارتباط الذاتي التي يوضح منحناها البياني وجود مركبة الاتجاه العام أو وجود المركبة الموسمية أو كليهما، والقيام بمختلف الاختبارات الإحصائية.

1- تحليل دالة الارتباط الذاتي:

تعتبر دالة الارتباط الذاتي مؤشرا مهما لكشف عدم استقرارية السلسلة الزمنية، وهذا عندما لا تتعدم هذه الدالة قبل فترة زمنية تعادل ربع عدد المشاهدات، كما أنها تعتبر كاشفا مهما للمركبة الموسمية من خلال القمم والانخفاضات التي تظهر بشكل منتظم.

وللتأكد من استقرارية السلسلة الزمنية نقوم بإجراء الاختبار الموالي على قيم معاملات دالة الارتباط الذاتي P_k ¹:

$$\begin{cases} H_0 : P_k = 0 \\ H_1 : P_k \neq 0 \end{cases}$$

ويعتمد هذا الاختبار على مقارنة قيمة إحصاءة t الجدولية والمحسوبة، ولقد بين Quenouille أنه إذا كان حجم العينة كبيرا $n > 30$ فإن المعامل P_k يتبع بالتقريب التوزيع الطبيعي بمتوسط معدوم وانحراف معياري $\frac{1}{\sqrt{n}}$ ، ويعرف مجال ثقة المعامل P_k كما يلي:

$$P_k = \pm t_{\frac{\alpha}{2}} \frac{1}{\sqrt{n}}$$

فإذا كانت قيمة المعامل \hat{P}_k تقع خارج مجال الثقة فهذا يعني أن قيمته تختلف عن الصفر عند مستوى المعنوية $\alpha = 5\%$.

¹ Dor Eric, *Econométrie*, Pearson, Paris, France, 2005, p p 151-152.

2- اختبارات جذر الوحدة:

من بين اختبارات جذر الوحدة التي يمكن الاعتماد عليها لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية نذكر ما يلي:

أ- اختبار ديكي فولر Dickey-Fuller:

يسمح هذا الاختبار بالكشف عن مركبة الاتجاه العام وتحديد أحسن طريقة لتحويل السلاسل الزمنية غير المستقرة إلى سلاسل مستقرة، ويعتمد هذا الاختبار على ثلاثة نماذج، وهي:²

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{النموذج الأول:}$$

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t + \mu \quad \text{النموذج الثاني:}$$

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t + \beta t + \mu \quad \text{النموذج الثالث:}$$

يتمثل مبدأ هذا الاختبار في اختبار الفرضية التالية:

$$H_0 : \phi_1 = 1$$

وهذا يعني أن السلسلة غير مستقرة.

فالنسبة لهذه الفرضية لا يمكن تطبيق القواعد المعروفة للاستدلال الإحصائي من أجل اختبارها وخاصة توزيع Student للمعلمة ϕ_1 لذلك قام Dickey-Fuller بدراسة التوزيع التقريبي لمقدر المعلمة ϕ_1 ووضع جدول للقيم الحرجة لعينات من أحجام مختلفة مشابه لجدول Student وفي هذه الحالة يصبح النموذج كما يلي:

$$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t \Rightarrow Y_t - Y_{t-1} = \phi_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t - Y_{t-1} \Rightarrow \Delta Y_t = (\phi_1 - 1)Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

ولهذا يفضل اختبار قيمة $(\phi_1 - 1)$ عوضاً عن ϕ_1 وتصبح الفرضية H_0 كما يلي:

$$H_0 : \phi_1 - 1 = 0$$

إن المبادئ العامة للاختبار تتمثل فيما يلي:¹

- تقدير المعلمة ϕ_1 باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية للنماذج الثلاثة.

² Bourbonnais Régis, **Econométrie**, Dunod, Paris, France, 10^{ème} édition, 2018, p 233.

¹ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي- محاضرات وتطبيقات-، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص ص 207 - 208.

- تقدير المعالم والانحراف المعياري للنموذج باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية، وهو ما يشكل إحصاءة $t_{\hat{\phi}_1}$ المماثلة لإحصاءة Student مقارنة بالقيمة الجدولية واتخاذ القرار على الشكل التالي: إذا كانت $t_{\hat{\phi}_1} > t$ تقبل الفرضية H_0 والسلسلة الزمنية غير مستقرة.

ب- اختبار ديكي فولر المطور (Dickey-Fuller Augmenté):

يختلف هذا النموذج عن النموذج السابق في كون أن النموذج الأول يفترض أن السياق ε_t هو عبارة عن ضجة بيضاء، وفي الحقيقة لا يوجد أي سبب حتى يفترض عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وينص مبدأ هذا الاختبار على اختبار الفرضية التالية:²

$$H_1 : |\phi_1| < 1$$

ويتم تقدير النماذج الثلاثة السابقة باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية ويصبح لدينا النماذج التالية:³
النموذج الرابع:

$$\Delta Y_t = pY_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t$$

النموذج الخامس:

$$\Delta Y_t = pY_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t + \mu$$

النموذج السادس:

$$\Delta Y_t = pY_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j} + \varepsilon_t + \mu + bt$$

إن هذا الاختبار يتم بنفس طريقة الاختبار السابق مع وجود اختلاف في الجداول الإحصائية المستعملة، ويمكن تحديد قيمة p حسب معيار $Akaike$ ويقدر النموذج بـ $p-1$ تأخر ثم $p-2$ تأخر حتى الوصول إلى المعامل المعنوي p .

ج - اختبار فيليبس وبيرون (Phillips and Perron test):

² Dor.Eric, op cit, p 169.

³ محمد شيخي، مرجع سابق، ص 210.

يرتكز هذا الاختبار على تصحيح غير ثابت لإحصاءات Dickey-Fuller من أجل أخذ الأخطاء

بعين الاعتبار، ويتم اختبار Phillips piron وفق المراحل التالية:¹

- تقدير النماذج الثلاثة لاختبار Dickey-Fuller بطريقة المربعات الصغرى العادية وحساب الإحصاءات المشتركة ε_t مثل سلسلة البواقي.

- تقدير الانحراف في المدى القصير $\delta_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2$.

- تقدير معامل التصحيح δ_t^2 (التباين في المدى الطويل)، ويحسب انطلاقاً من تباينات البواقي للنماذج المقدر:

$$\delta_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{n} \sum_{p=i+1}^n e_t e_{t-i}$$

ولتقدير هذا التباين في المدى الطويل لا بد من وجود تأخير (L) مقدر بدلالة عدد المشاهدات

د- اختبار KPSS:

اقترح كل من (Shin, Schmdit, Philipps, Kwiatkowski) استخدام اختبار مضاعف لاغرانج

لاختبار فرضية العدم التي تنص على إستقرارية السلسلة، ويكون اختبار KPSS على المراحل التالية:²

- تقدير النماذج $\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + C + bt + \varepsilon_t$ أو $\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + C + \varepsilon_t$ وحساب

$$S_t = \sum_{i=1}^t \varepsilon_i$$

- تقدير التباين طويل الأجل δ_1^2 بنفس طريقة فيليبس بيرون.

- حساب إحصائية KPSS بالاعتماد على الصيغة الرياضية التالية:

$$LM = \frac{1}{\delta_1^2} \frac{\sum_{i=1}^t \delta_1^2}{T^2}$$

ثانياً: اختبار التكامل المتزامن:

قدم قرانجر سنة 1983 Granger وانجل وقرانجر Angel and Granger سنة 1987 تحليل

التكامل المشترك، والذي حظي باهتمام كبير من طرف الاقتصاديين في الاقتصاد القياسي،¹

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص 623.

² [Eric Zivot & Jiahui Wang](#), op cit, p 129.

¹ Bourbonnais Régis, op cit, p 297.

هذا المجال الذي يهدف إلى إعطاء مضمون تجريبي أو تطبيقي لعملية التسبيب المنطقي الذي تقدمه النظرية الاقتصادية عن العلاقات الاتجاهية بين المتغيرات الاقتصادية التي تخدم الإطار العام للتحليل القياسي والشرط الضروري لذلك هو أن تكون هذه المتغيرات قابلة للصياغة الرياضية.

1- تعريف التكامل المتزامن:

يمكن تعريف علاقة التكامل المتزامن باستخدام متغيرين أو عدة متغيرات متكاملة من الدرجة (d) تبدي تكاملا مشتركا في المدى الطويل؛ أي أنها لا تتحرف بعيدا عن بعضها البعض مع مرور الزمن، باستثناء بعض التقلبات العابرة (المؤقتة)، وهو ما يمكن اعتباره بمثابة توازن إحصائي يمكن تفسيره في عديد التطبيقات الميدانية كالعلاقات الاقتصادية في المدى الطويل، وتقتضي طريقة التكامل المتزامن أنه إذا كان لدينا متغيرين X_t و Y_t متكاملين من الدرجة الأولى؛ أي مستقرين بعد تفاضلهما في الدرجة الأولى $d(1) \sim i$ فنقول أن X_t و Y_t متكاملان زمنيا إذا كانت هناك معادلة خطية وحيدة من الشكل:

$$X_t = A + BY_t + \varepsilon_t$$

A, B: أعداد حقيقية

ε_t : تشويش أبيض

فإذا كانت المعادلة أعلاه تمثل علاقة توازن اقتصادي، فإن ε_t يسمح بقياس الفرق بين المتغير X_t وقيمته التوازنية في اللحظة (t)، أما إذا كانت ε_t لا تمثل تشويشا أبيضاً، أي متوسط معدوم وتباين يختلف عن الصفر فهذا يعني أن المتغيرين المختبرين مرتبطين بعلاقة اقتصادية ثابتة، وبالتالي إذا تحققت فرضية التكامل المتزامن فيمكن توقع تطور السلسلة X_t بمجرد معرفة تغير السلسلة Y_t بدرجة ثقة معينة.¹

2- اختبار جوهانسون Johanson:

قام جوهانسون سنة 1988 باستحداث اختبار سماه باسمه للكشف عن ما إذا كانت هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة من عدمه، وهذا الاختبار يركز على القيم الذاتية للمصفوفة، فانطلاقاً من هذه الأخيرة يمكننا حساب الإحصائية λ_{trace} حسب العلاقة التالية:²

¹ Bhaskara B. Rao, Cointegration: for the applied economist, Martin's press, New York, USA, 2016, p 10.

² [Evžen Kočenda](#) & [Alexandr Černý](#), Elements of time series econometrics- an applied approach, Karolinum Press-, Prague, Czech, 2014, p 64.

$$\lambda_{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i)$$

n: عدد المشاهدات

k: عدد المتغيرات

λ_i : القيم الذاتية للمصفوفة

r: رتبة المصفوفة

تتبع λ_{trace} توزيع احتمال (χ^2) .

وبعد حساب قيمة λ_{trace} يتم مقارنتها بالقيمة الجدولية، وعليه تكون لدينا الخيارات التالية:
إذا كانت القيمة المحسوبة لـ λ_{trace} أكبر من القيمة الجدولية لها فعندها نرفض الفرضية العدمية H_0
ونقبل الفرضية البديلة H_1 القائلة بأنه يوجد على الأقل علاقة تكامل مشترك واحدة، ونمر إلى المرحلة
الثانية من الاختبار فإن قبلنا الفرضية البديلة معناه أن هناك أكثر من علاقة تكامل مشترك واحدة
وهكذا إلى أن نصل في مرحلة ما إلى قبول الفرضية العدمية وعندها نتوقف، وبذلك نكون قد حددنا
عدد علاقات التكامل المشترك، أما إذا كانت القيمة المحسوبة لـ λ_{trace} أقل من القيمة الجدولية
لها فإننا نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل بفرضية العدم القائلة بأنه لا توجد لدينا علاقة تكامل
مشترك بين المتغيرات محل الدراسة.

ثالثاً: تحديد درجة تأخير نموذج شعاع الانحدار الخطي VAR:

لتحديد عدد مدد التباطؤ الزمني في نموذج VAR يمكن الاستعانة بالمعايير التالية:¹

1- معيار خطأ التنبؤ النهائي FPE :

يعرف هذا المعيار بالعلاقة الرياضية التالية:

$$FPE = \left(\frac{N + P - n}{n - pn} \right)^n \cdot \det \Omega(p)$$

حيث:

Ω : مصفوفة التباينات والتغايرات المقدر للبقايا.

¹ عثمان نقار ومنذر العواد، مرجع سابق، ص 342-344.

N: عدد المشاهدات الكلية.

n: عدد المتغيرات الداخلية.

ونقوم بحساب FPE المتعلقة بالقيم المتتالية لـ p حتى $K = \frac{N}{10}$ على الأكثر ومن ثم تحدد قيمة FPE الأصغر وأخذ عدد مدد التباطؤ الزمني منها؛ أي:

$$FPE(P_0) = \min_{p=1} FPE(p)$$

2- معيار AKAIKE:

يعرف هذا المعيار بالعلاقة التالية:

$$AIC(P) = \text{Log}(\det\Omega(P)) + 2 \left(\frac{n^2 P}{N} \right)$$

وبعد ذلك نختار قيمة P_0 التي تحقق العلاقة:

$$AIC(P_0) = \min_{P=1} AIC(p)$$

3- معيار BIC:

يعرف هذا المعيار بالعلاقة التالية:

$$AIC(P) = \text{Log}(\det\Omega(P)) + \left(\frac{n^2 P \text{Log} N}{N} \right)$$

وبعد ذلك نختار قيمة P_0 التي تحقق العلاقة:

$$BIC(P_0) = \min_{P=1} BIC(p)$$

4- معيار المعلومات HQIC:

يعرف هذا المعيار بالعلاقة التالية:

$$HQIC(P) = \text{Log}(\det\Omega(P)) + \left(2n^2 P c \frac{\text{Log Log} N}{N} \right)$$

حيث:

C: مؤشر لقوة المعيار ويساوي 2 في التطبيق العملي.

ويتم أخذ عدد فترات التباطؤ الزمني بحيث تحقق:

$$HQIC(P_0) = \min_{P=1} HQIC(p)$$

الفرع الثاني: تقدير نموذج شعاع الانحدار الخطي VAR واختبار جودته وتحليله هيكلياً

بعد تحديد درجة تأخير نموذج شعاع الانحدار الخطي يتم استخدام إحدى الطرق لتقديره ثم اختبار جودته للتأكد من صلاحيته بالاعتماد على بعض الاختبارات الإحصائية، كما يتم تحليله هيكلياً لمعرفة ودراسة انعكاس أثر صدمات على متغيرات الدراسة عبر الزمن لحساب مدى مساهمة كل صدمة في تباين خطأ التباين، وكذا تحليل الصدمات الذي يسمح بقياس الأثر غير المفاجئ في متغير عشوائي معين على باقي المتغيرات المكونة لشعاع الانحدار الذاتي.

أولاً: تقدير نموذج شعاع الانحدار الخطي VAR:

إن النمذجة بواسطة نماذج VAR ج تتمثل في نمذجة شعاع لمتغيرات مستقرة من خلال تاريخها أو ماضيها، وكل متغيرة تفسر من خلال ماضي مجموعة من المتغيرات، والشكل المعياري لهذا النموذج يتميز بالنقاط التالية:¹

- المتغيرات المراد تفسيرها تكون مستقرة؛
 - المتغيرات المراد تفسيرها تكون داخلية المنشأ؛
 - عدد التأخيرات الخاصة بكل متغير ثابت في كل معادلة؛
- ويمكن تقدير كل معادلة من معادلات نموذج VAR بطريقة المربعات الصغرى أو طريقة المعقولية العظمى، ويتم تقدير كل معادلة على حدى.

1- طريقة المربعات الصغرى:

وهي أكثر طرق التقدير شيوعاً لما تتميز به مقدراتها ونتائجها، وتتمثل خطوات تطبيقها فيما يلي:¹

حالة: $p = 2, n = 2$

¹ Helmut Lütkepohl, opcit, p p 206-207.

¹ Greg Gregoriou, The var modeling handbook - practical applications in alternative investing, banking, insurance-, and portfolio management, McGraw Hill companies, New York, USA, 2010, p p 41-45.

$$X_t = \begin{bmatrix} X_{1t} \\ X_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \mu_1 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} a_1 & b_1 \\ a_2 & b_2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1,t-1} \\ X_{2,t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} c_1 & d_1 \\ c_2 & d_2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1,t-2} \\ X_{2,t-2} \end{bmatrix}$$

إذا كان لدينا النموذجين الخطيين التاليين:

$$\begin{cases} (M_1): x_{1f} = \mu_1 + a_1 x_{1,t-1} + b_1 x_{2,t-1} + c_1 x_{1,t-2} + d_1 x_{2,t-2} \\ (M_2): x_{2f} = \mu_2 + a_2 x_{1,t-1} + b_2 x_{2,t-1} + c_2 x_{1,t-2} + d_2 x_{2,t-2} \end{cases}$$

نستطيع كتابة العبارة السابقة كما يلي:

$$\begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} z & 0 \\ 0 & z \end{bmatrix} \begin{bmatrix} b_1 \\ b_2 \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \end{bmatrix}$$

وبصفة عامة:

$$X_t = \begin{bmatrix} X_{1,t} \\ \vdots \\ X_{n,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \\ \vdots \\ \mu_n \end{bmatrix} + \sum_{K=1}^P \begin{bmatrix} \phi_{1,1}^K & \dots & \phi_{1,n}^K \\ \vdots & & \vdots \\ \phi_{n,1}^K & \dots & \phi_{n,n}^K \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{1,t-k} \\ \vdots \\ X_{n,t-k} \end{bmatrix}$$

ويكون لدينا النماذج الخطية التالية:

$$(M_i): x_{i,t} = \mu_t + \sum_{K=1}^P \sum_{j=1}^n \phi_{i,j}^k X_{j,t-k}$$

إذا بدأنا المشاهدات من الفترة $t = 1$ ، يكون لدينا ما يلي:

$$\begin{bmatrix} X_1 \\ \vdots \\ X_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} Z & \dots & 0 \\ \vdots & & \vdots \\ 0 & \dots & Z \end{bmatrix} \begin{bmatrix} B_1 \\ \vdots \\ B_n \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}$$

حيث:

$$Z = \begin{bmatrix} 1 & X_{1,p} & X_{n,p} & X_{1,1} & X_{n,1} \\ 1 & X_{1,t-p} & X_{n,t-1} & X_{1,t-p} & X_{n,t-p} \end{bmatrix}$$

$$B_i = (\mu_i \phi_{i,1}^k \phi_{i,1}^p \phi_{i,n}^p \phi_{i,n}^p)$$

إذ نستطيع كتابة نموذج VAR كما يلي:

$$x = XB + \varepsilon$$

إن طريقة المربعات الصغرى تعتمد على اختيار المقدر الذي يسمح بتدنية:

$$\begin{aligned} f(B) &= \varepsilon' (I_n \Sigma_\varepsilon^{-1}) \cdot \varepsilon \\ &= (X - (Z' I_n) B)' \cdot (I_n \Sigma_\varepsilon^{-1}) \cdot (X - (Z' I_n) B) \\ &= (X' - (I_n \Sigma_\varepsilon^{-1})) + B' (Z I_n) \cdot (I_n \Sigma_\varepsilon^{-1}) \cdot (Z' I_n) \cdot B - 2B' (Z I_n) (I_n \Sigma_\varepsilon^{-1}) \cdot X \end{aligned}$$

بالاشتقاق نحصل على:

$$\frac{\partial f(B)}{\partial B} = [(Z Z' \cdot Z' I_n)] \cdot X$$

خصائص المقدر B :

$$B = \begin{bmatrix} B_1 \\ \vdots \\ B_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} (Z' Z)^{-1} \dots \dots \dots Z' x_1 \\ \vdots \\ (Z' Z)^{-1} \dots \dots \dots Z' x_n \end{bmatrix} = (I_n (Z' Z) Z') x$$

$$\begin{aligned} B &= (I_n (Z' Z)^{-1} Z') ((I_n Z) B + \varepsilon) \\ &= (I_n (Z' Z)^{-1} Z') (I_n (Z' Z)^{-1} Z') \varepsilon \\ &= B + (I_n (Z' Z)^{-1} Z') \varepsilon \\ &\Rightarrow E(B) = B \end{aligned}$$

ومنه المقدر منصف (Sans biais) هو:

$$\begin{aligned} V(B) &= (I_n (Z' Z)^{-1} Z') \left(\sum I_{t-p} \right) (I_n (Z' Z)^{-1} Z) \\ &= \sum (Z' Z)^{-1} Z' I_{t-p} Z (Z' Z)^{-1} = \sum (Z' Z)^{-1} \end{aligned}$$

مقدر Σ :

$$\begin{aligned} \sum &= \frac{1}{T-p} \sum_{t=p+1}^T \varepsilon_t \varepsilon_t \\ \sigma_{i,j} &= \frac{1}{T-p} \sum_{t=p+1}^T \varepsilon_{i,j} \varepsilon_{j,t} \quad ; \quad \sigma_{i,j} = \frac{1}{T-p} \sum_{t=p+1}^T \varepsilon_{i,t}^2 \end{aligned}$$

2- طريقة المعقولة العظمى:

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تستوجب معرفة المسار مسبقاً، وتتمثل خطواتها

فيما يلي:¹

ليكن النموذج:

$$X_t = C + \phi_1 X_{t-1} + \phi_2 X_{t-2} + \dots + \phi_p X_{t-p} + \varepsilon_t$$

$$\varepsilon_t \text{ iid } N(0, \Sigma)$$

$$\theta = \text{vec}(\mu_1, \dots, \mu_n, \phi_{i,j}^k; 1 \leq i, j, \leq n; j \in [1, n]; \sigma_{i,j}; 1 \leq i, j \leq n)$$

بفرض أننا نبدأ من $(t = -p + 1)$

$$x = XB + \varepsilon$$

$$EMV(B) = B_{MCG} = B$$

$$EMV(\Sigma) = \Sigma = (\sigma_{i,j})_{i,j}; \sigma_{i,j} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^1 \varepsilon_{i,j} \varepsilon_{i,j}$$

ونكتب دالة المعقولية كما يلي:

$$L(X_1, \dots, X_t, \theta) = (X_1, \dots, X_t / X_{-p+1}, \dots, X_0, 0)$$

$$L(X_1, \dots, X_t, \theta) = \prod_{i=1}^T L(X_t / X_{t-1}, \dots, X_t, \theta)$$

حيث:

$$L = (X_t / X_{t-1}, \dots, X_1, \theta) \rightarrow N(\mu + \phi_1 X_1 + \dots + \phi_p X_{t-p}, \Sigma)$$

¹ [John T. Williams](#), Multiple time series models, Sage Publications, INC, California, USA, 2007, p p 26-27.

$$L(X_1, \dots, X_t, \theta) = \prod_{i=1}^t \frac{1}{(\sqrt{2\pi})^n (\sqrt{\det(\Sigma)})} \exp \left\{ -\frac{1}{2} \left(X_t - (\mu + \phi_1 X_1 + \dots + \phi_p X_{t-p})' \right) \Sigma^{-1} \left(X_t - (\mu + \phi_1 X_1 + \dots + \phi_p X_{t-p}) \right) \right\}$$

وعليه تكون دالة المعقولية العظمى كما يلي:

$$\ln(L) = \ln(x, \theta_r) = -\frac{n}{2} \ln(2\pi) - \frac{T}{2} \ln(\Sigma) - \frac{1}{2} \sum_{i=1}^t \varepsilon_t \Sigma^{-1} \varepsilon_t$$

حيث:

$$\varepsilon_t = X_t - (\mu + \phi_1 X_1 + \dots + \phi_p X_{t-p}); \quad \sum_{i=1}^t \varepsilon_t \Sigma^{-1} \varepsilon_t = nT$$

وأخيرا تكتب دالة المعقولية العظمى:

$$1] B \rightarrow N(B, \sum (ZZ'))$$

حيث:

$$P \lim \Sigma \left(\frac{ZZ}{T} \right)^{-1} = \Sigma P \lim \left(\frac{ZZ}{T} \right)^{-1}$$

وبعد الاشتقاق نتحصل على مقدر متطابق مع مقدر المربعات الصغرى، ويتحقق ذلك في حالة استقرار المسار X_t تقريبا وحالة توزيع الأخطاء العشوائية توزيعا طبيعيا، ويصبح النموذج المقدر كالتالي:

$$X_t = C + \phi_1 X_1 + \phi_2 X_2 + \dots + \phi_p X_{t-p} + e$$

حيث:

ϕ_i : مقدرات النموذج.

e : البواقيشعاع.

ثانيا: اختبار جودة النموذج:

للقيام باختبار جودة النموذج نعلم على الاختبارات الإحصائية التالية:

1- دراسة استقرارية نموذج VAR:

نقول عن المسار الشعاعي $(t \in Z, X_t)$ أنه مستقر من الدرجة الثانية أو مستقر بشكل ضعيف

إذا تحققت الشروط التالية:¹

$$1] \forall t \in Z, E(X_t^2) < \alpha$$

$$2] \forall t \in Z, E(X_t) = m_{(n,1)} \text{ (مستقل عن الزمن)}$$

$$3] \forall (t, h) \in Z^2, E[(X_{t+h} - m)(X_t - m)] = \gamma(h) \text{ (مستقل عن الزمن)}$$

كما يمكن القول عن مسار شعاعي $(t \in Z, X_t)$ لبعده $(n, 1)$ يخضع لتمثيل من الشكل

$VAR(P)$ حيث:

$$\forall t \in Z: \phi(L)X_t = X_t - \phi_1 X_{t-1} - \phi_2 X_{t-2} \dots - \phi_p X_{t-p} = C + \varepsilon_t$$

أنه مستقر إذا فقط إذا كانت جذور محدد كثير الحدود المصفوفي $\phi(L)$ $i \in [1, nk]$ (λ_i) جميعها أكبر من الواحد بالقيمة المطلقة أي:

$$Det[\phi(\lambda_i)] = |I_n \lambda_i^p - \phi_1 \lambda_i^{p-1} - \dots - \phi_{p-1} \lambda_i - \phi_p| = 0$$

$$|\lambda| > 1 \forall i \in [1, n]$$

ويمكن كتابة شرط الإستقرارية بدلالة القيم الذاتية للمصفوفة $\phi(L)$ حيث يكون المسار

الشعاعي $(t \in Z, X_t)$ والممثل على شكل $VAR(P)$:

$$\phi(L)X_t = X_t - \phi_1 X_{t-1} - \phi_2 X_{t-2} - \dots - \phi_p X_{t-p} = C + \varepsilon_t$$

مستقرا إذا فقط إذا كانت جميع القيم الذاتية للتطبيق الخطي $\phi(L)$ ونرمز لها بالرمز: $i \in$

$\lambda \sim_t [1, n]$ أصغر من الواحد بالقيمة المطلقة؛ أي:

$$|I_n - \lambda \sim^p - \phi_1 \lambda \sim^{p-1} - \phi_2 \lambda \sim^{p-2} - \phi_p \lambda \sim| = 0$$

$$|\lambda| < 1 \forall i \in [1, n]$$

¹ [Thierry Vialar](#), Handbook of mathematics, Bod-books on demand, Paris, France, 2015, p 646.

في حالة المسار الشعاعي VAR(P) يمكن تقدير كل معادلة على حدى إما باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية أو بطريقة المعقولة العظمى، وفيما يخص معاملات المسار VAR فإنه لا يمكن تقديرها إلا إذا كانت السلاسل المستقرة، وبعد دراسة خصائص السلسلة يمكن إضافة متغيرات ثنائية أو نوعية لتصحيح المركبة الفصلية، لكن المتغيرات الاقتصادية ليست مستقرة في الغالب وهي متكاملة من الدرجة الأولى أو أكثر، حيث كثير الحدود للمميز $[det(I - \sum_{i=1}^n \phi_i L^i)]$ يحتوي على جذور أحادية، ونستطيع دائما تقدير معاملات النموذج بطريقة المربعات الصغرى.

2- دراسة الارتباط الذاتي للبواقي:

من أجل التعرف على وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء نقوم باختبار - Breusch

Godfrey للارتباط الذاتي، والذي تتمثل خطواته فيما يلي:¹

- تحديد الانحدار المساعد وتقديره على النحو التالي:

$$e_t = a_0 + a_1 x_1 + a_2 x_2 + p_1 e_{t-1} + p_2 e_{t-2} + p_3 e_{t-3} + \dots + p_n e_{t-n} + \varepsilon_t$$

- حساب معامل التحديد R^2 من الانحدار المساعد، حيث لوحظ أن $(n - m)R^2$ يخضع لتوزيع كاي تربيع.

- تحديد الفرض العدمي والفرض البديل كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: p_1 = p_2 = p_3 = \dots = p_n = 0 \\ H_1: p_1 \neq p_2 \neq p_3 \neq \dots \neq p_n \neq 0 \end{cases}$$

- يتم مقارنة قيمة $(n - m)R^2$ مع القيمة الجدولية في جداول كاي تربيع عند مستوى المعنوية معين، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من الجدولية نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، والذي يقضي بوجود ارتباط ذاتي، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من الجدولية فإننا نقبل الفرض العدم، مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

3- اختبار عدم ثبات تباين الأخطاء:

¹ Bernhard Pfaff, Analysis of integrated and cointegrated time series with R, Springer Science & Business Media, Berlin, Germany, 2008, pp 29-30.

من بين افتراضات نموذج الانحدار الخطي ثبات تباين حد الخطأ، ويترتب على عدم تحقق هذه الفرضية حدوث عدم تباين حد الخطأ، ويشير اختلاف التباين إلى الحالة التي يكون فيها تباين حد الخطأ غير ثابت عند كل قيم المتغير المستقل؛ أي أن $E(X_i U_i) \neq 0$ ، وعليه فإن $E(U_i^2) = \sigma^2$ ، ويمكن إرجاع مشكلة عدم ثبات التباين إلى عدم كفاءة تقدير معالم طريقة المربعات الصغرى العادية، ومن أهم الاختبارات للكشف عن مشكلة عدم ثبات حد الخطأ اختبار ARCH الذي يهدف إلى معرفة ما إذا كان هناك ارتباط بين مربعات البواقي، وهو يعتمد على مضاعف لاغرانج، وتتمثل خطوات إجراء هذا الاختبار فيما يلي:¹

- تقدير النموذج العام بطريقة المربعات الصغرى العادية ثم حساب $\hat{\varepsilon}_t^2, \hat{\varepsilon}_{t-1}^2, \dots, \hat{\varepsilon}_{t-p}^2$.
- إجراء انحدار لـ $\hat{\varepsilon}_t^2, \hat{\varepsilon}_{t-1}^2, \dots, \hat{\varepsilon}_{t-p}^2$.
- حساب معامل التحديد المتعدد R^2 .

- اختبار فرض العدم: $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_p = 0$
وذلك بمقارنة القيمة $LM = nR^2$ مع λ^2 عند مستوى معنوية معين ودرجات حرية تساوي عدد المعلمات الانحدارية في صيغة الانحدار أعلاه، فإذا كان $nR^2 > \lambda_{n,0.05}^2$ نرفض فرض العدم، وبالتالي التباين الشرطي للأخطاء غير متجانس.

4- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

من أجل التحقق من أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي يمكن الاستعانة باختبار Jarque-beera الذي يعتمد على معاملي Skewness و Kurtosis، حيث يتم إجراء هذا الاختبار على النحو التالي:

- حساب قيمة S حيث:¹

$$S = \frac{n}{6} \beta_1 + \frac{n}{24} (\beta_2 - 3)^2$$

- رفض فرضية التوزيع للأخطاء إذا كانت $\lambda_{1-\alpha}^2 > S$.

¹ Bhardwaj Raj Kumar & banks paul, Research data access and management in modern libraries, IGI Global, Pennsylvania, USA, 2019, pp 317-318.

¹ [Christiaan Heij](#) and all, Econometric methods with applications in business and economics, Oxford university press, New York, USA, 2004, p 387.

ثالثاً: التحليل الهيكلي للنموذج:

يتم التحليل الهيكلي للنموذج من خلال دراسة السببية بين المتغيرات، تحليل الصدمات وتحليل التباين.

1- اختبار السببية:

توجد عدة طرق لاختبار السببية منها:

أ- سببية قرانجر (Grangercausality):

قدم قرانجر Granger مفهوم السببية في الاقتصاد القياسي عام 1969، وهذا المفهوم يسمح بالتمييز بين المتغيرات الداخلية والمتغيرات الخارجية للنموذج، فنقول عن المتغير العشوائي X أنه يسبب المتغير العشوائي Y إذا كان هنالك معلومات في ماضي X مفيدة في التنبؤ بـ Y ، وهذه المعلومات غير موجودة في ماضي Y .² ويرتكز اختبار قرانجر على المعادلات التالية:³

$$\Delta X_{1t} = \sum_{j=1}^n a_j^* \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_{2t} = \sum_{j=1}^n b_j^* \Delta X_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta X_{2t} = \sum_{j=1}^n c_j^* \Delta X_{t-1} + \sum_{j=1}^n d_j^* \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_{2t} = \sum_{j=1}^n e_j^* \Delta Y_{t-1} + \sum_{j=1}^n f_j^* \Delta X_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث:

ΔX الفرق الأول للمتغير: X .

ΔY الفرق الأول للمتغير: Y .

² عثمان نقاز ومنذر العواد، مرجع سابق، ص 344.

³ Jean Mari Dufouri, *Econometrie causalité et analyse des politiques*, université de Montréal, Montréal, Canada, 2006, P 7.

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

n . عدد المشاهدات:

يقوم اختبار قرانجر على الفرضتين التاليتين:¹

H_0 : المتغير X لا يسبب المتغير Y .

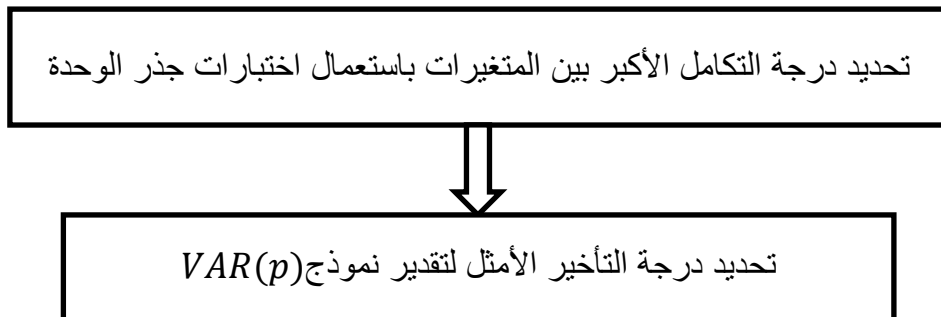
H_0 : المتغير Y لا يسبب المتغير X .

ويتم اتخاذ القرار كما يلي:

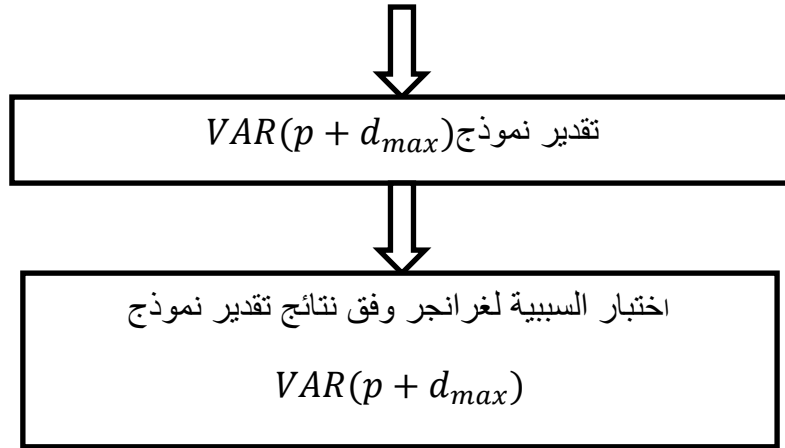
- إذا تم قبول الفرضتين معا فإن X و Y مستقلين عن بعضهما.
 - إذا تم رفض الفرضتين معا فإنه يوجد علاقة سببية في الاتجاهين.
 - إذا تم رفض الفرضية العدمية الأولى وتم قبول الفرضية العدمية الثانية، فإن اتجاه العلاقة السببية يكون من المتغير X نحو المتغير Y .
 - إذا تم رفض الفرضية العدمية الثانية وتم قبول الفرضية العدمية الأولى، فإن اتجاه العلاقة السببية يكون من المتغير Y نحو المتغير X .
- ب- سببية تودا ياماموتو:

اقترح كل من تودا (Toda) و ياماماتو (Yamamoto) منهجية جديدة لتقدير السببية في حالة المتغيرات ذات درجات مختلفة للتكامل $d(0), d(1), i$ أو حتى $d(2)$ وذلك من خلال تقدير نموذج $VAR(p + d_{max})$ ، ويمكن تلخيص خطوات سببية تودا - ياماموتو (Toda Yamamoto causality) في الشكل التالي:

الشكل رقم 42: منهجية تودا - ياماموتو



¹ Christian Gourierous & Alain Monfort, *Série temporelle et modèle dynamique*, Economica, Paris, France, 2005, p 360.



المصدر: هشام عياد، العلاقة السببية بين معدل الفقر، اللامساواة والنمو الاقتصادي باستعمال منهجية Toda Yamamoto، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات الإدارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 7، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2017، ص 268.

2- تحليل الصدمات ودوال الاستجابة:

إن الهدف الرئيسي من تحليل الصدمات هو دراسة وقياس أثر صدمة معينة على متغيرات النموذج؛ أي قياس الأثر المفاجئ الذي يتعرض له متغير داخلي ما داخل نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) على القيم الحالية والمستقبلية للمتغيرات الداخلية الأخرى في النموذج، كما تعكس أيضا كيفية استجابة كل متغير من هذه المتغيرات لأي تغير عشوائي في نفس المتغير أو متغير آخر من متغيرات النموذج مع مرور الزمن.¹

فإذا كان لدينا النموذج المقدر التالي:²

$$\begin{cases} y_{1t} = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 y_{t-1} + \hat{a}_2 y_{2t-1} + \varepsilon_{1t} \\ y_{2t} = \hat{b}_0 + \hat{b}_1 y_{t-1} + \hat{b}_2 y_{2t-1} + \varepsilon_{2t} \end{cases}$$

التغير في ε_{1t} خلال فترة زمنية معينة له أثر على y_{1t} و y_{2t} ثم y_{t-1} و y_{2t-1} ، مثلا إذا أحدثنا صدمة تساوي 1 على ε_{1t} في اللحظة t فإن الأثر يكون كما يلي:

عند اللحظة t :

$$\begin{bmatrix} \Delta y_{1t} \\ \Delta y_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 \\ 0 \end{bmatrix}$$

¹ Helmut Lütkepohl, opcit, p 66.

² Eric Zivot & Jiahui Wang, Modeling financial time series with s-plus, Springer Science, New York, USA, 2013, p p 393-394.

عند اللحظة $t+1$:

$$\begin{bmatrix} \Delta y_{1t+1} \\ \Delta y_{2t+1} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \hat{a}_1 & \hat{a}_2 \\ \hat{b}_1 & \hat{b}_2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} 1 \\ 0 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \hat{a}_1 \\ \hat{b}_1 \end{bmatrix}$$

عند اللحظة $t+2$:

$$\begin{bmatrix} \Delta y_{1t+2} \\ \Delta y_{2t+2} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \hat{a}_1 & \hat{a}_2 \\ \hat{b}_1 & \hat{b}_2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta y_{1t+1} \\ \Delta y_{2t+1} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \hat{a}_1 & \hat{a}_2 \\ \hat{b}_1 & \hat{b}_2 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \hat{a}_1 \\ \hat{b}_1 \end{bmatrix}$$

وتشكل هذه القيم ما يعرف بدالة الاستجابة الفورية، حيث تسمح لنا هذه الدوال بالتعرف على السلوك الحركي للنموذج، وتبين رد فعل نظام المتغيرات الداخلية على أثر حدوث صدمة في الأخطاء. وتجدر الإشارة إلى أن الحالة السابقة تعتمد على فرضية أن البواقي مستقلة لكن هذه الفرضية نادرا ما تكون محققة، لأنه في الواقع قد يوجد ارتباط بين الأخطاء العشوائية، ولحل هذا المشكل نلجأ إلى بعض التحويلات لنستطيع تمثيل الأخطاء العشوائية بصفة شاقولية (أي مستقلة فيما بينها).

ليكن لدينا نموذج (VAR) ذو متغيرين ودرجة تأخير 1 كالآتي:

$$\begin{cases} y_{1t} = a_1 y_{t-1} + b_1 y_{2t-1} + v_{1t} \\ y_{2t} = a_2 y_{t-1} + b_2 y_{2t-1} + v_{2t} \end{cases}$$

حيث:

$$Var(v_{1t}) = \sigma_{v_1}^2$$

$$Var(v_{2t}) = \sigma_{v_2}^2$$

$$Cov(v_{1t}, v_{2t}) = k \neq 0$$

نقوم بحساب العلاقة $(y_{1t}) \left(\frac{k}{\sigma_{v_1}^2} \right)$ - لنجد:

$$y_{2t} = \left(\frac{k}{\sigma_{v_1}^2} \right) y_{t1} + \left(\frac{k(a_2 - a_1)}{\sigma_{v_1}^2} \right) y_{1t-1} + \left(\frac{k(b_2 - b_1)}{\sigma_{v_1}^2} \right) y_{2t-1} + v_{2t} - \left(\frac{k}{\sigma_{v_1}^2} \right) v_{1t}$$

$$v_t = v_{2t} - \left(\frac{k}{\sigma_{v_1}^2} \right) v_{1t} \text{ نضع:}$$

$$Cov(v_{1t}, v_t) = E(v_{1t} v_t) = Cov(v_{1t}, v_{2t}) - \left(\frac{k}{\sigma_{v_1}^2} \right) E(v_{1t}^2) = k - k = 0$$

ثم نقوم بتحليل الصدمات انطلاقاً من نظام المعادلات التالي، حيث تكون الأخطاء العشوائية غير مرتبطة وممثلة بصفة شاقولية كما يلي:

$$y_{1t} = a_1 y_{t-1} + b_1 y_{2t-1} + v_{1t}$$

$$y_{2t} = \left(\frac{k}{\sigma_{v_1}^2} \right) y_{t1} + \left(\frac{k(a_2 - a_1)}{\sigma_{v_1}^2} \right) y_{1t-1} + \left(\frac{k(b_2 - b_1)}{\sigma_{v_1}^2} \right) y_{2t-1} + v_{2t} - \left(\frac{k}{\sigma_{v_1}^2} \right) v_{1t}$$

3- تحليل التباين:

يهدف تحليل تباين خطأ التنبؤ إلى حساب وتحديد مدى مساهمتها في تباين الخطأ رياضياً، ونستطيع كتابة تباين خطأ التنبؤ لفترة معينة h بدلالة تباين الخطأ الخاص بكل متغير على حدى، ولمعرفة وزن أو نسبة مشاركة كل تباين نقوم بقسمة هذا التباين على تباين خطأ التنبؤ الكلي. لنأخذ النموذج $VAR(2)$ للمتغيرين y_{1t} و y_{2t} ، تباين خطأ التنبؤ لـ y_{1t} يكتب كما يلي:¹

$$\sigma_{y_1}^2(h) = \sigma_{y_1}^2 [m_{11}^2(0) + m_{11}^2(1) + \dots + m_{11}^2(h-1)] + \sigma_{y_2}^2 [m_{22}^2(0) + m_{22}^2(1) + \dots + m_{22}^2(h-1)]$$

حيث m_{ii} هي عناصر المصفوفة M .

في الأفق h ، تحليل تباين الأخطاء بالنسبة المئوية (y_{1t} على y_{1t}) يعطى بالشكل التالي:

$$\frac{\sigma_{y_1}^2 [m_{11}^2(0) + m_{11}^2(1) + \dots + m_{11}^2(h-1)]}{\sigma_{y_1}^2(h)}$$

وتحليل تباين الأخطاء بالنسبة المئوية (y_{2t} على y_{1t}) كما يلي:

$$\frac{\sigma_{y_2}^2 [m_{22}^2(0) + m_{22}^2(1) + \dots + m_{22}^2(h-1)]}{\sigma_{y_1}^2(h)}$$

وهذا يعني أنه إذا كانت صدمة معينة على ε_{1t} لا تؤثر على تباين خطأ y_{1t} مهما تكن h ، فمن المحتمل أن y_{2t} متغير خارجي باعتبار أن y_{2t} و ε_{1t} مستقلان.

¹ [Joseph Plasmans](#), Modern linear and nonlinear econometrics, Springer Science, Dordrecht, Netherlands, 2011, p p 173-174.

المطلب الثالث: قياس أثر إصدارات شركة Cagamas MBS في تنشيط السوق المالي المالي

لمعرفة مدى تأثير ودور الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط السوق المالي المالي، سيتم الاعتماد على النموذج الإحصائي (VAR) السابق الذكر، من خلال إجراء دراسة قياسية لأثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري (RMBS) والأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني (IRMBS) على الرسملة البورصية* لسوق إصدارات سندات الشركات وسوق إصدارات صكوك الشركات، وفقاً للفروع التالية :

- الفرع الأول: قياس أثر إصدارات RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات.

- الفرع الثاني: قياس أثر إصدارات IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات.

- الفرع الثالث: قراءة وتحليل النتائج.

الفرع الأول: قياس أثر إصدارات RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات.

لقياس أثر إصدارات RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات نعتمد على نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR باعتباره من الطرق الديناميكية المستخدمة في دراسة وتحليل الظواهر الاقتصادية، وفيما يلي توضيح لخطوات إجراء هذه الدراسة القياسية.

أولاً: متغيرات الدراسة ومصادرها:

تتطلب دراسة أثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات، استخدام متغيرين هما:

- **PDS:** الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات، وهو المتغير التابع؛

* تم اعتماد الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات وسوق إصدارات صكوك الشركات للدلالة على نشاط السوقين، لتوفر الإحصائيات المتعلقة بهذا المؤشر خلال فترة الدراسة، وذلك مع افتراض ثبات المتغيرات الأخرى التي تؤثر على نشاط السوق المالي كالناتج المحلي الإجمالي ومعدلات البطالة

- **RMBS**: حجم إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني من طرف Cagamas MBS، وهو المتغير المستقل.

وقد تمّ الحصول على البيانات من تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتقارير شركة Cagamas، وتمت الدراسة خلال الفترة 2004 - 2018 لتوفر المعطيات حولها.

ثانيا: النتائج ومناقشتها:

1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

قبل الشروع في تقدير نموذج الانحدار الذاتي $VAR(p)$ ، تتم دراسة استقرارية السلسلتين الزميتين المعتمد عليهما في تقدير النموذج القياسي، وتحديد درجة تكاملها، بهدف تجنب مشكلة الارتباط الزائف بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الناتجة عن عدم استقرار السلاسل الزمنية، ولتحقيق ذلك تم استخدام اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، وبالإستعانة ببرنامج Eviews 10، تمّ التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول الموالي.

الجدول رقم 25: نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية ADF للنموذج الأول

الفرق الأول			المستوى			البيان
بدون ثابت واتجاه	بثابت واتجاه	بثابت	بدون ثابت واتجاه	بثابت واتجاه	بثابت	
4.90- (0.0001)	3.34- (0.02)	4.71- (0.003)	1.22- (0.19)	3.33- (0.10)	2.84- (0.07)	PDS
4.29- (0.0004)	4.52- (0.01)	4.28- (0.0068)	0.46- (0.49)	5.43- (0.0068)	1.09- (0.68)	RMBS

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews 10

من خلال نتائج اختبار ديكي فولر المطور يتضح ما يلي:

- السلسلة الزمنية PDS غير مستقرة عند المستوى، لأن القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيمة الجدولية بالقيمة المطلقة، ومن ثم قبول فرضية العدم التي تنص على وجود جذر الوحدة، وعند أخذ الفرق الأول أصبحت السلسلة مستقرة.

- السلسلة الزمنية RMBS غير مستقرة عند المستوى، لأن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة كذلك أقل من القيمة الجدولية بالقيمة المطلقة، ويتضح ذلك من خلال قيمة الاحتمال التي تظهر بأنها أكبر

من 0.05 بالنسبة للنموذجين الأول والثالث، ومن ثم قبول فرضية العدم التي تنص على وجود جذر الوحدة، وعند أخذ الفرق الأول أصبحت السلسلة مستقرة.

إن السلسلتين الزمنية للمتغيرين محل الدراسة غير مستقرة في المستوى، لكنها تصبح مستقرة بعد أخذ الفرق الأول، وهو ما يعني احتمال وجود علاقة تكامل مشترك.

2- اختبار التكامل المتزامن:

يرتكز اختبار التكامل المشترك على الخوارزمية التي اقترحها غرانجر وأنجل، وهي طريقة تتم على مرحلتين:

- اختبار درجة تكامل السلسلتين: يتمثل الشرط الضروري للتكامل، في أن السلسلتين ينبغي أن تكونا متكاملتين من نفس الدرجة، وهو ما دل عليه اختبار استقرارية السلسلتين الزمنية؛
- تقدير العلاقة طويلة الأجل: من أجل قبول علاقة تكامل طويلة الأجل، يجب أن تكون سلسلة بواقي التقدير مستقرة، وتقدير العلاقة طويلة الأجل أعطى النتائج التالية:

$$PDS = 64.86 + 5.10 RMBS$$

$$(3.75) (1.02)$$

$$() \text{ t-Statistic}$$

بعد اختبارنا لاستقرارية بواقي هذا النموذج اتضح أنها غير مستقرة، مما يعني عدم وجود علاقة تكامل متزامن بين متغيرات الدراسة، وعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، وهو ما يعني إمكانية إتباع نموذج VAR.

3- تقدير نموذج الانحدار الذاتي VAR:

قبل تقدير نموذج الانحدار الذاتي VAR يجب تحديد عدد الفجوات الزمنية المناسبة لنموذج VAR، والجدول التالي يبين فترات الإبطاء حسب نموذج VAR:

الجدول رقم 26: فترات الإبطاء حسب نموذج VAR للنموذج الأول

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: DPDS
DRMBS
Exogenous variables: C
Sample: 2004 2018

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC
0	-71.74446	NA	746.7750	12.29074	12.37156
1	-67.60118	6.214925	744.5350	12.26686	12.50932
2	-59.17655	9.828732*	388.2348*	11.52942*	11.93351*

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: مخرجات برمجية 10 Eviews

من خلال الجدول يتضح أن درجة الإبطاء المناسبة هي 2 حسب معايير LR , FPE, SC, AIC، وبتقدير النموذج نتحصل على نتائج التقدير الموضحة في الملحق رقم (1) ويكتب نموذج الانحدار الذاتي VAR(2) للمتغيرين محل الدراسة كما يلي:

$$DPDS_t = -0.47DPDS_{t-1} - 0.41DPDS_{t-2} + 33.085DRMBS_{t-1} - 14.72DRMBS_{t-2} + 10.91 \dots\dots\dots(1)$$

(-1.56) (-1.53) (3.03) (-1.62) (-0.56)

$R^2 = 0.68$ $\bar{R}^2 = 0.50$

من خلال نتائج التقدير، يتضح ما يلي:

☒ وجود أثر معنوي موجب لإصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات PDS ، فتغير RMBS بوحدة واحدة في الفترة (t-1) يؤدي إلى تغير الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات PDS في نفس الاتجاه بـ 33.085 وحدة، نظرا لمعنوية هذا المتغير، كما يتبين من خلال قيمة الإحصاء t المقدرة بـ 3.03، والتي تسمح بإجراء الاختبار التالي:

H_0 : معامل الانحدار للمتغير RMBS غير معنوي.

H_1 : معامل الانحدار للمتغير RMBS معنوي.

أما باقي المتغيرات PDS_{t-1} و PDS_{t-2} و $RMBS_{t-2}$ فلا تؤثر على المتغير المدروس لأن قيم الإحصاء t المتعلقة بها غير معنوية عند مستوى المعنوية 0.05، وفيما يخص معامل التحديد $R^2 = 0.68$ فيدل على أن 68% من التغيرات التي تحدث في الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات PDS سببها التغير في إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS، في حين ترجع باقي التغيرات إلى العوامل العشوائية غير المدرجة في النموذج، وباعتبار أن معامل الارتباط $R = \sqrt{0.68} = 0.82$ فقيمته تدل على وجود ارتباط قوي وموجب بين إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS والرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات PDS.

4- اختبارات التشخيص:

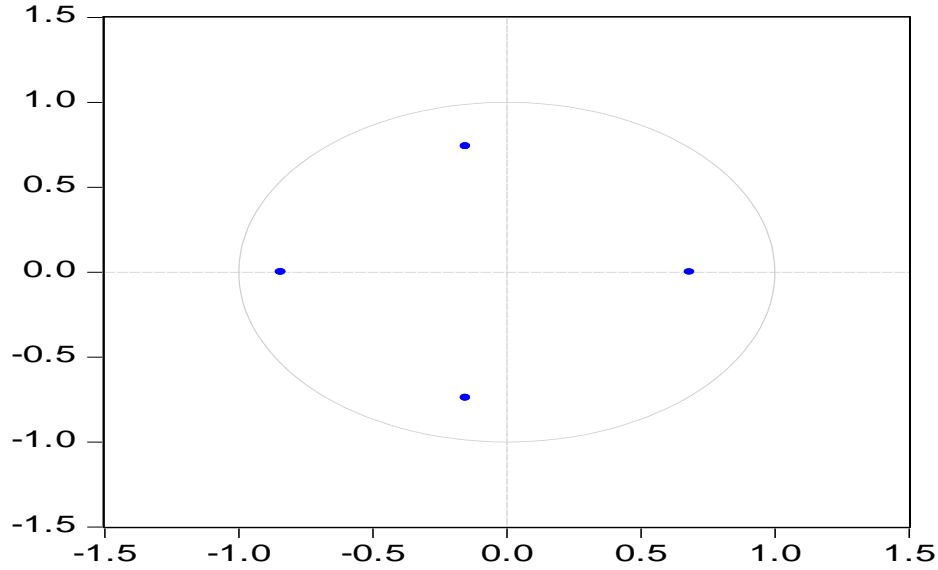
لاختبار صلاحية نموذج الانحدار الذاتي لا بد من القيام بـ:

أ- دراسة استقرارية بواقي النموذج:

للتأكد من استقرارية بواقي النموذج نستخدم اختبارات الجذور المتعددة، حيث تعتبر نتائج شعاع الانحدار الذاتي مستقرة إذا كانت كل الجذور أقل من الواحد، والشكل الموالي يبين نتائج هذا الاختبار.

الشكل رقم 43: اختبار AR للنموذج الأول

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews 10

يتبين من خلال الشكل رقم 43 أن مقلوب الجذور الأحادية لكثير الحدود داخل الدائرة الأحادية،
ومنه فنموذج VAR (2) مستقر .

ب-دراسة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج:

للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج نستخدم اختبار LM، حيث تنص
الفرضية الصفرية على عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج والنتائج ملخصة في الجدول
الموالي.

الجدول رقم 27: اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج الأول

VAR Residual Serial Correlation LM Tests

Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

Date: 03/02/21 Time: 07:22		
Sample: 2004 2018		
Included observations: 12		
Lags	LM-Stat	Prob
1	4.851288	0.3029
2	4.737692	0.3153
Probs from chi-square with 4 df.		

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

يشير الجدول رقم والذي قام بدراسة الارتباط الذاتي للبقايا، إلى قبول الفرضية الصفرية أي عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، لأن القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 5%.

ج- اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا:

للكشف عن طبيعة توزيع بواقي النموذج نستخدم اختبارات التالية التي يوضح الجدول التالي نتائجها.

الجدول رقم 28: اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا للنموذج الأول

VAR Residual Normality Tests			
Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)			
Null Hypothesis: residuals are multivariate normal			
Sample: 2004 2018			
Included observations: 12			
Component	Jarque-Bera	Df	Prob.
1	0.223511	2	0.8943
2	0.923775	2	0.6301
Joint	1.147285	4	0.8867

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

يتضح من خلال الجدول رقم 28 أن القيمة الاحتمالية لإحصاء Jarque-Bera أكبر من 5%، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية؛ أي أن سلسلة بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي.

د- اختبار عدم ثبات تباين الأخطاء:

للتأكد من ثبات تباين حد الخطأ نعتمد على اختبار وجود ارتباط ما بين الأخطاء من عدمه،
والنتائج موضحة في الجدول الموالي.

الجدول رقم 29: اختبار عدم ثبات تباين البواقي للنموذج الأول

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)				
Sample: 2004 2018				
Included observations: 12				
Joint test:				
Chi-sq	Df	Prob.		
22.81821	24	0.5306		
Individual components:				
Dependent	R-squared	F(8,3)	Prob.	Chi-sq(8)
res1*res1	0.963803	9.984922	0.0423	11.56563
res2*res2	0.774569	1.288483	0.4606	9.294832
res2*res1	0.601451	0.565914	0.7690	7.217415

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

من خلال الجدول رقم 29 وبمقارنة القيمة $LM = nR^2$ مع λ^2 يتضح أن $nR^2 < \lambda^2_{n,0.05}$ ، وعليه نقبل فرض عدم، وبالتالي التباين الشرطي للأخطاء متجانس.

5- التحليل الهيكلي لنموذج الانحدار الذاتي (VAR(2):

لدراسة التحليل الهيكلي لنموذج الانحدار الذاتي (VAR(2)، سيتم الاعتماد على:

أ- اختبار السببية:

يوضح الجدول الموالي نتائج اختبار السببية بين متغيري الدراسة، حيث:

الجدول رقم 30: اختبار السببية

Pairwise Granger Causality Tests

Sample: 2004 2018

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DRMBS does not Granger Cause DPDS	12	5.48409	0.0369
DPDS does not Granger Cause DRMBS		0.65963	0.5464

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

من خلال نتائج الجدول السابق رقم 30 يتضح أن القيمة الاحتمالية تساوي إلى 0.03 وهي أصغر من مستوى المعنوية 5%، وعليه لا نقبل فرض العدم التي مفادها أن إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني لا يسبب زيادة في الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات، وبالتالي توجد علاقة سببية تتجه من إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني إلى الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات، كما تظهر نتائج الجدول رقم 30 عدم وجود علاقة سببية تتجه من الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات نحو الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني.

ج- تحليل الصدمات:

يسمح تحليل الصدمات بقياس الأثر غير المفاجئ في متغير عشوائي معين على باقي المتغيرات المكونة لشعاع الانحدار الذاتي، وحسب تقديرات دالة الاستجابة الفورية الممتدة على أفق عشر سنوات كما هو موضح في الملحق رقم (2)، فإنه في حالة ما إذا حدثت صدمة ايجابية في إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني مقدرة بوحدة معيارية واحدة في السنة الأولى، فإن ذلك يؤثر إيجابا على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات في السنة الأولى، لكن ابتداء من السنة الثانية سيتولد عن هذه الصدمة أثر سلبي يقدر بـ 2 وحدة معيارية يتبعه أثر ايجابي بالتناوب إلى غاية السنة العاشرة.

د - تحليل التباين:

إن الهدف من تحليل التباين هو معرفة مدى مساهمة كل متغير في تباين خطأ التنبؤ، ومن خلال جدول تحليل التباين الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات الذي يتضمنه الملحق رقم (3)، يتضح أنه تقريبا 60% من تقلبات الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات ترجع إلى المتغير نفسه على المدى المتوسط والطويل، و100% على المدى القصير،

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي المالي

والباقى يرجع إلى إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكنى، من جهة أخرى تخضع تقلبات إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكنى إلى المتغير نفسه على المدى القصير، أما على المدى المتوسط والطويل فتساهم صدمات الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات في تفسير ما يقارب 17% من التقلبات.

وعليه فإن الصدمات في متغير إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكنى تساهم في تفسير التباين في خطأ التنبؤ لمتغير الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات في الأجل الطويل بشكل أكبر مقارنة بالمدى القصير، وهو ما يعكس دور إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكنى في تفسير تغير الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات.

الفرع الثاني: قياس أثر إصدارات IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات

لقياس أثر إصدارات IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات نعتمد كذلك على نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، وفيما يلي توضيح لخطوات إجراء هذه الدراسة القياسية.

أولاً: متغيرات الدراسة ومصادرها:

تتطلب دراسة أثر إصدارات الشركة ذات الغرض *Cagamas MBS* للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكنى IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات، استخدام متغيرين هما:

- **IPDS**: الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات، وهو المتغير التابع؛

- **IRMBS**: حجم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكنى، وهو المتغير المستقل.

وقد تم الحصول على البيانات المعتمد عليها في الدراسة القياسية كذلك من تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتقارير Cagamas خلال الفترة 2005-2018.

ثانياً: النتائج ومناقشتها:

1- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

قبل الشروع في تقدير نموذج الانحدار الذاتي $VAR(p)$ ، تتم دراسة استقرارية السلسلتين الزميتين المعتمد عليهما في تقدير النموذج القياسي، وتحديد درجة تكاملها، ولتحقيق ذلك تم استخدام اختبار ديكي فولر المطور (ADF)، وبالاستعانة ببرنامج Eviews 10، تم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول الموالي.

الجدول رقم 31: نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية ADF للنموذج الثاني

الفرق الأول			المستوى			البيان
بدون ثابت واتجاه	بثابت واتجاه	بثابت	بدون ثابت واتجاه	بثابت واتجاه	بثابت	
4.90- (0)	3.34- (0.01)	4.71- (0.0013)	0.14- (0.61)	3.77- (0.051)	3.91- (0.01)	IPDS
4.68- (0.0002)	5.7- (0.003)	1.55- (0.047)	0.46- (0.49)	3.38- (0.09)	2.47- (0.14)	IRMBS

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برمجية Eviews 10 .
من خلال نتائج اختبار ديكي فولر المطور يتضح ما يلي:

- السلسلة الزمنية IPDS غير مستقرة عند المستوى، لأن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيمة الجدولية بالقيمة المطلقة، ومن ثم قبول فرضية العدم التي تنص على وجود جذر الوحدة، وعند أخذ الفرق الأول أصبحت السلسلة مستقرة؛

- السلسلة الزمنية IRMBS غير مستقرة عند المستوى لأن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيمة الجدولية بالقيمة المطلقة، ومن ثم قبول فرضية العدم التي تنص على وجود جذر الوحدة، وعند أخذ الفرق الأول أصبحت السلسلة مستقرة؛

- أن السلسلتين الزميتين للمتغيرين محل الدراسة غير مستقرة في المستوى، لكنها تصبح مستقرة بعد أخذ الفرق الأول، وهو ما يعني احتمال وجود علاقة تكامل مشترك.

2- اختبار التكامل المشترك:

يرتكز اختبار التكامل المشترك على الخوارزمية التي اقترحها غرانجر وأنجل، وهي طريقة تعتمد على مرحلتين:

- اختبار درجة تكامل السلسلتين: يتمثل الشرط الضروري للتكامل في أن السلسلتين يجب أن تكونا متكاملتين من نفس الدرجة، وهو ما دل عليه اختبار استقرارية السلسلتين الزميتين؛
- تقدير العلاقة طويلة الأجل: من أجل قبول علاقة تكامل طويلة الأجل يجب أن تكون سلسلة بواقي التقدير مستقرة، وتقدير العلاقة طويلة الأجل أعطى النتائج التالية:

$$IPDS = 60.52 + 1.80IRMBS$$

$$(2.68) (0.22)$$

(t-Statistic)

- بعد اختبار استقرارية بواقي هذا النموذج، اتضح أنها غير مستقرة، مما يعني عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، وهو ما يعني إمكانية تطبيق نموذج VAR.

3- تقدير نموذج الانحدار الذاتي VAR:

- قبل تقدير نموذج الانحدار الذاتي VAR، يجب تحديد عدد الفجوات الزمنية المناسبة للنموذج، والجدول الموالي يبين فترات الإبطاء حسب نموذج VAR.

الجدول رقم 32: فترات الإبطاء حسب نموذج VAR للنموذج الثاني

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: DIPDS DIRMBS						
Exogenous variables: C						
Date: 03/02/21 Time: 07:00						
Sample: 2005 2018						
Included observations: 12						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-71.78264	NA	751.5416	12.29711	12.37792	12.26718
1	-69.34686	3.653661	995.9602	12.55781	12.80026	12.46805
2	-59.13658	11.91200*	385.6572*	11.52276*	11.92685*	11.37316*

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

من خلال الجدول يتضح أن درجة الإبطاء المناسبة هي 2، وبتقدير النموذج نتحصل على نتائج التقدير الموضحة في الملحق رقم (4)، ويكتب نموذج الانحدار الذاتي VAR(2) للمتغيرين محل الدراسة كما يلي:

$$DIPDS_t = 0.25DIPDS_{t-1} - 0.54DPDS_{t-2} + 38.14DIRMBS_{t-1} + 36.02DIRMBS_{t-2} - 5.40 \dots \dots \dots (2)$$

(0.57) (-1.40) (2.10) (1.77) (-0.46)

$R^2 = 0.50$

من خلال نتائج التقدير يتضح وجود أثر معنوي موجب لإصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات IPDS، فتغير IRMBS بوحدة واحدة خلال الفترة (t-1) يؤدي إلى تغير IPDS في نفس الاتجاه بـ 38.14 وحدة، نظرا لمعنوية هذا المتغير، كما يتبين من خلال قيمة الإحصاء المقدر بـ 2.10 والتي تسمح بإجراء الاختبار التالي:

H_0 : معامل الانحدار للمتغير IRMBS غير معنوي.

H_1 : معامل الانحدار للمتغير IRMBS معنوي.

أما باقي المتغيرات $IPDS_{t-1}$ و $IPDS_{t-2}$ و $IRMBS_{t-2}$ فلا تؤثر على المتغير المدروس، لأن قيم الإحصاء المتعلقة بها غير معنوية عند مستوى المعنوية 0.05، وفيما يخص معامل التحديد $R^2 = 0.50$ فيدل على أن 50% من التغيرات التي تحدث في الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات IPDS سببها التغير في إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني، في حين ترجع باقي التغيرات إلى العوامل العشوائية غير المدرجة في النموذج، وباعتبار أن معامل الارتباط $R = \sqrt{0.50} = 0.70$ ، فقيمه تدل على وجود ارتباط قوي وموجب بين إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS والرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات IPDS.

4- اختبارات التشخيص:

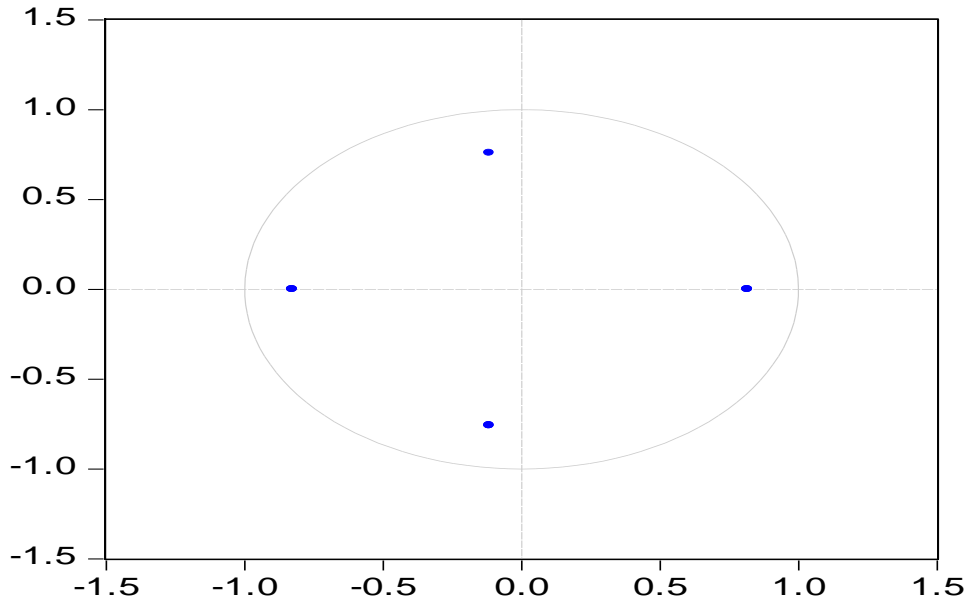
بعد القيام بعرض نموذج الانحدار الذاتي، لا بد من اختبار صلاحيته كما يلي:

أ- دراسة استقرارية بواقي النموذج:

للتأكد من استقرارية بواقي النموذج، نستخدم اختبارات الجذور المتعددة، حيث تعتبر نتائج شعاع الانحدار الذاتي مستقرة، إذا كانت كل الجذور أقل من الواحد، والشكل الموالي يبين نتائج هذا الاختبار.

الشكل رقم 44: اختبار AR للنموذج الثاني

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



المصدر: مخرجات برمجية 10 Eviews

يتبين من خلال الشكل رقم 44 أن مقلوب الجذور الأحادية لكثير الحدود داخل الدائرة الأحادية، ومنه النموذج (2) VAR مستقر.

ب- دراسة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج:

للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج نستخدم اختبار LM، حيث تنص الفرضية الصفرية على عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، والنتائج ملخصة في الجدول التالي:

الجدول رقم 33: اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج الثاني

VAR Residual Serial Correlation LM Tests		
Null Hypothesis: no serial correlation at lag order h		
Date: 03/02/21 Time: 07:01		
Sample: 2005 2018		
Included observations: 12		
Lags	LM-Stat	Prob
1	2.783215	0.5947
2	3.478753	0.4811
Probs from chi-square with 4 df.		

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

يشير الجدول رقم 33 إلى قبول الفرضية الصفرية أي عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج لأن القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 5%.
ج- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

للكشف عن طبيعة توزيع بواقي النموذج نستخدم الاختبارات التالية التي يوضح الجدول التالي نتائجها.

الجدول رقم 34: اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا للنموذج الثاني

VAR Residual Normality Tests			
Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)			
Null Hypothesis: residuals are multivariate normal			
Date: 03/02/21 Time: 07:02			
Sample: 2005 2018			
Included observations: 12			
<hr/>			
Component	Jarque-Bera	Df	Prob.
1	0.371483	2	0.8305
2	0.116490	2	0.9434
Joint	0.487972	4	0.9747

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

- يتضح من خلال الجدول أن القيمة الاحتمالية لإحصاءة Jarque-Bera أكبر من 5% ، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية؛ أي أن سلسلة بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي.
- د- اختبار عدم ثبات تباين الأخطاء:
- للتأكد من ثبات تباين حد الخطأ، نعتمد على الاختبار الذي يتضمن الجدول الموالي.

الجدول رقم 35: اختبار عدم ثبات تباين البواقي للنموذج الثاني

VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)				
Date: 03/02/21 Time: 07:02				
Sample: 2005 2018				
Included observations: 12				
Joint test:				
Chi-sq	Df	Prob.		
27.50861	24	0.2813		
Individual components:				
Dependent	R-squared	F(8,3)	Prob.	Chi-sq(8)
res1*res1	0.787112	1.386487	0.4331	9.445341
res2*res2	0.931776	5.121607	0.1033	11.18131
res2*res1	0.889651	3.023299	0.1964	10.67581

المصدر: مخرجات برمجية 10 Eviews

من خلال الجدول رقم 35 وبمقارنة القيمة $LM = nR^2$ مع λ^2 يتضح أن $nR^2 < \lambda^2_{n,0.05}$ ، وعليه نقبل فرض العدم، وبالتالي التباين الشرطي للأخطاء متجانس.

5- التحليل الهيكلي لنموذج الانحدار الذاتي (VAR(2):

لدراسة التحليل الهيكلي للنموذج، تتم دراسة ما يلي:

أ- تحليل الصدمات:

حسب تقديرات دالة الاستجابة الفورية الممتدة على أفق عشر سنوات كما هو موضح في الملحق رقم (5)، فإنه في حالة ما إذا حدثت صدمة ايجابية في إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني مقدرة بوحدة معيارية واحدة في السنة الأولى، فإن ذلك يؤثر سلبا على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات في السنة الأولى،

لكن ابتداء من السنة الثانية سيتولد عن هذه الصدمة أثر ايجابي يقدر بـ 2 وحدة معيارية، يتبعه أثر سلبي بالتناوب مع الأثر الايجابي إلى غاية السنة العاشرة.

ب- تحليل التباين:

إن الهدف من تحليل التباين هو معرفة مدى مساهمة كل متغير في تباين خطأ التنبؤ، ومن خلال جدول تحليل التباين الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات الذي يتضمنه الملحق رقم(6)، يتضح أنه تقريبا 80% من تقلبات الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات ترجع إلى المتغير نفسه على المدى المتوسط والطويل و100% على المدى القصير، والباقي يرجع إلى إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني، من جهة أخرى، تخضع تقلبات إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني إلى المتغير نفسه على المدى القصير، أما على المدى المتوسط والطويل فتساهم صدمات الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات في تفسير ما يقارب 21% من التقلبات.

وعليه فإن الصدمات في متغير إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني تساهم في تفسير التباين في خطأ التنبؤ لمتغير الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات في الأجل الطويل بشكل أكبر مقارنة بالمدى القصير، وهو ما يعكس دور إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني في تفسير تقلبات الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات.

الفرع الثالث: قراءة وتحليل النتائج:

لقد تبين من خلال الدراسة الإحصائية التي تم اعتمادها، وجود أثر معنوي موجب لإصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS على الرسملة البورصية للسوق المالي التقليدي والإسلامي في ماليزيا، وهو ما يدل على قيام هذه الشركة بدور هام في تنشيط هذين السوقين، الأمر الذي أدى إلى إثبات فرضيات البحث، حيث:

- **الفرضية الأولى:** تم إثبات بأنه يوجد أثر معنوي موجب لإصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات؛
 - **الفرضية الثانية:** تم إثبات بأنه يوجد أثر معنوي موجب لإصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات.
- كما تم التوصل إلى الإجابة عن الفرضية الثالثة وإثباتها، حيث تبين أن إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني تساهم بشكل أكبر في تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات مقارنة بسوق إصدارات سندات الشركات.
- يمكن شرح ذلك على النحو التالي:

أولاً: تأثير إصدارات RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات:

لقد تبين من خلال النموذج الإحصائي أن أثر إصدارات RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات هو أثر معنوي موجب، ولقد تبين ذلك من خلال المعادلة رقم (01)، فتغير RMBS بوحدة واحدة خلال الفترة (t-1) يؤدي إلى تغير PDS في نفس الاتجاه بـ 33.08 وحدة، كما تبين أن معامل التحديد = 0.68 والذي يدل على أن 68% من التغيرات التي تحدث في الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات PDS سببها التغير في إصدارات RMBS، في حين ترجع باقي التغيرات إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، وبما أن معامل الارتباط $R = \sqrt{0.68} = 0.82$ فإنه يدل على وجود ارتباط قوي وموجب بين إصدارات RMBS والرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات PDS. يمكن تفسير ذلك على النحو التالي:

- ساهمت شركة Cagamas MBS في زيادة حجم التعاملات في سوق سندات الشركات منذ سنة 2004، وهو تاريخ دخول الشركة إلى السوق المالي، حيث أدى ذلك إلى زيادة عدد الأوراق المالية المصدرة في السوق، وبالتالي استقطاب عدد كبير من المستثمرين، الأمر الذي أدى إلى زيادة درجة السيولة وارتفاع المنافسة في السوق؛

- يوضح الجدول الموالي تطور حجم إصدارات RMBS ونسبتها إلى إجمالي السندات

المصدرة في سوق الشركات الفترة 2004-2018

الجدول رقم 36: تطور حجم إصدارات RMBS ونسبتها إلى إجمالي السندات المصدرة في سوق الشركات
خلال الفترة 2004-2018

2/1	إجمالي حجم سندات الشركات (بليون رنجيت ماليزي) (2)	RMBS (بليون رنجيت ماليزي) (1)	البيان
4.76	32,6800	1,5550	2004
20.85	17,3400	3,6150	2005
10.69	33,8100	3,6150	2006
14.52	37,5000	5,4450	2007
5.39	96,8000	5,2200	2008
20.82	23,5400	4,9020	2009
17.78	23,2600	4,1354	2010
12.81	30,0000	3,8428	2011
9.92	32,2100	3,1953	2012
6.6	48,4500	3,1953	2013
5.86	42,0800	2,4645	2014
3.06	70,1300	2,1435	2015
2.77	77,2600	2,1435	2016
1.35	93,7600	1,2703	2017

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

3.27	38,9000	1,2703	2018
------	---------	--------	------

Source: - Cagamas, **Annual report**, (2018, p 36), (2016, p 28), (2014, p 30).
-Securities Commission Malaysia, **Annual reports**, (2005, p 21), (2007, p 49), (2009, p 51), (2011, p 53), (2013, p 135), (2015, p 28), (2017, p 45), (2018, p 165).

يتضح من خلال الجدول ما يلي:

- شهدت الفترة 2004-2007 إزدهار سوق التوريق في ماليزيا، فمنذ دخول شركة Cagamas MBS إلى السوق وإصدارها للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS سنة 2004، عرف السوق تحسنا واضحا، حيث شهدت سنة 2005 أعلى معدل للتعامل، فقد ساهمت Cagamas MBS بـ 20.85% من إجمالي الإصدارات في سوق سندات الشركات، لتتخفص نسبيا سنة 2006 وتعاود الارتفاع سنة 2007، لتصل نسبة مساهمتها في سوق سندات الشركات إلى 14% خلال نفس السنة، ويرجع ارتفاع نسبة مساهمة Cagamas MBS في تنشيط السوق خلال هذه الفترة، إلى إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني المصدرة من قبلها، باعتبارها منتوجا جديدا جذابا في السوق، فهي أوراق مالية مضمونة بأصول عقارية ذات تصنيف ائتماني جيد (AAA) من طرف وكالة التصنيف الائتمانية في ماليزيا (RAM)، وذات عوائد مغرية؛

- عرف سوق سندات الشركات تحسنا واضحا من حيث زيادة عدد الإصدارات سنة 2008 (96.8 بليون رنجيت مقارنة بـ 37.5 بليون سنة 2007)، في حين حافظت Cagamas MBS على استقرار حجم إصداراتها، الأمر الذي أدى إلى انخفاض مساهمتها في سوق سندات الشركات الخاصة خلال هذه السنة، بسبب زيادة حجم الإصدارات الكلية في السوق لدخول شركات جديدة؛

- منذ مطلع سنة 2009 عرف سوق سندات الشركات انخفاضا واضحا من حيث حجم الإصدار (23.54 بليون رنجيت سنة 2009 و 23.26 بليون رنجيت سنة 2010 مقارنة بـ 96.8 سنة 2008)، وبالرغم من الهبوط الحاد في حجم سوق إصدارات سندات الشركات، إلا أن شركة Cagamas MBS استمر تواجدها النشط في السوق، وكانت من أهم الشركات التي حركت السوق المالي في ماليزيا، إذ حافظت على استقرار حجم إصداراتها خلال تلك الفترة، وشكّلت أي الإصدارات 20.82% و 17.78% و 18.81% من حجم إصدارات سوق سندات الشركات خلال السنوات 2009 و 2010 و 2011 على التوالي، فقد أثبتت شركة Cagamas MBS مدى قدرتها على مواجهة تحديات

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

الأزمة المالية العالمية، وبقيت صامدة في السوق، وبالرغم من تذبذبات ظروف المحيط المالي والأسواق المالية خلال تلك الفترة، إلا أنها بقيت محافظة على تحقيق وتوزيع الأرباح، بالرغم من انخفاضها مقارنة بالسنوات قبل الأزمة، فقد وزعت الشركة متوسط ربح خلال الفترة 2008-2011 ما قيمته 21.05 مليون رنجيت ماليزي، الأمر الذي يدل على المركز المالي الجيد لهذه الشركة. والجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم 37: توزيعات الأرباح لشركة Cagamas MBS خلال الفترة 2004-2018

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
توزيعات الأرباح (مليون رنجيت ماليزي)	16.2	16.2	16.4	66.6	16.7	22.5	22.5	22.5	45.0
السنوات	2016	2017	2018	2013	2014	2015	2016	2017	2018
توزيعات الأرباح (مليون رنجيت ماليزي)	30.0	30.0	30.0	22.5	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0

Source : Cagamas, Annual report, (2018, p 36), (2016, p 28), (2014, p 30).

- تحسن حجم سوق إصدارات الشركات منذ سنة 2011، واسترجع نموه، واستمرت إصدارات الشركات في الزيادة - بسبب دخول شركات جديدة إلى السوق - حتى سنة 2018، أين شهدت هذه السنة انخفاضا في حجم الإصدار، في المقابل شهدت إصدارات Cagamas MBS استقرارا نسبيا خلال الفترة 2004-2018، بلغت في المتوسط 3.2 مليون رنجيت ماليزي، بالرغم من تذبذب نسبة مساهمتها في سوق الإصدار بسبب دخول شركات جديدة، لكنها بقيت من أهم الشركات المنشطة للسوق.

من خلال التحليل السابق، يمكن تقسيم الفترات التي ساهمت فيها Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات سندات الشركات في ماليزيا إلى ثلاث فترات أساسية مبينة بالجدول الموالي.

الجدول رقم 38: مساهمة Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات سندات الشركات

الفترة	2008-2004	2011-2009	2018-2012
الحدث	- دخول شركة Cagamas MBS للسوق سنة 2004؛ - ساهمت Cagamas MBS في تنشيط السوق بشكل واضح، خاصة سنة 2005 بسبب إقبال المستثمرين على شراء منتجاتها بسبب جاذبيتها	- انهيار سوق إصدارات سندات الشركات بسبب الأزمة المالية العالمية؛ - محافظة Cagamas MBS على تواجدتها في السوق بالرغم من انهياره، وبقيت أهم شركة حافظت على نشاط السوق واستقرار أرباحها	استقرار نسبي في إصدارات شركة Cagamas MBS وبقائها من أكبر منشطي السوق بالرغم من دخول شركات جديدة منافسة.

المصدر: من إعداد الطالبة.

ثانياً: تأثير إصدارات IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات:

لقد تبين من خلال المعادلة رقم (2) أن أثر إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات IPDS هو أثر معنوي موجب، فتغير IRMBS بوحدة واحدة خلال الفترة (t-1) يؤدي إلى تغير في نفس الاتجاه

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

ب 38.14 وحدة. أما معامل التحديد $R^2 = 0.50$ فيدل على أن 50 % من التغيرات التي تحدث في الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات IPDS سببها التغير في إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMB ، في حين ترجع باقي التغيرات إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما يدل معامل الارتباط $R = \sqrt{0.50} = 0.70$ على وجود ارتباط قوي وموجب بين إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS والرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات IPDS.

يبين الجدول الموالي تطور حجم إصدارات IRMBS ونسبتها إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الشركات خلال الفترة 2005-2018.

الجدول رقم 39: تطور حجم إصدارات IRMBS ونسبتها إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الشركات
خلال الفترة 2004-2018

2/1	إجمالي حجم صكوك الشركات المصدرة (بليون رنجيت)..(2)	IRMBS (بليون رنجيت)...(1)	البيان
4.73	43,3200	2,0500	2005
4.88	42,0000	2,0500	2006
3.43	121,3000	4,1600	2007
9.05	43,2000	3,9100	2008
11.56	34,0000	3,9300	2009
8.39	40,3300	3,3828	2010
4.28	79,0000	3,3828	2011
4.03	71,1000	2,8653	2012
2.89	99,1300	2,8653	2013
3.42	76,0700	2,6000	2014
4.29	48,3300	2,0750	2015

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

3.26	63,7300	2,0758	2016
1.34	94,1500	1,2614	2017
2.10	60,0000	1,2614	2018

Source: - cagamas, Annual report,(2018, p36), (2016, p28), (2014, p30).

-Securities commission malaysia Annual Reports, (2005, p 21), (2007, p 49), (2009, p 51), (2011, p 53), (2013, p 135), (2015, p 28), (2017, p 45), (2018, p 165).

■ يتضح من خلال الجدول رقم 39 ما يلي:

- عرفت إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS زيادة خلال الفترة 2005-2007، حيث شهدت أكبر حجم إصدار سنة 2007 بـ 4.16 بليون رنجيت أو نسبة 3.43% من إجمالي حجم صكوك الشركات، وقد لاقت الشركة خلال هذه الفترة إقبالا على شراء الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني من طرف المستثمرين الذين يرغبون في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛

- عرف سوق إصدارات صكوك الشركات هو الآخر انخفاضا واضحا خلال فترة الأزمة المالية العالمية شأنه في ذلك شأن السوق المالي التقليدي، فقد انخفضت حجم الإصدارات منذ سنة 2008، لتشهد سنة 2009 أقل حجم إصدار ب 34 بليون رنجيت مقارنة ب 221.3 بليون رنجيت سنة 2007، ليبدأ السوق في التعافي منذ سنة 2010، حيث زاد حجم الإصدار خلال هذه السنة، لكن وبالرغم من تراجع سوق إصدارات صكوك الشركات، إلا أن إصدارات Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني بقيت محافظة على تواجدتها النشط في السوق، فقد احتلت أكبر حصة سوقية خلال فترة الأزمة 2008-2010 (9.05% و 11.56% و 8.39% على التوالي)، الأمر الذي يدل على قدرة هذه الشركة على مواجهة آثار الأزمة وإقبال المستثمرين على شراء أدواتها المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، خاصة وأن الأزمة قد أثبتت قدرة التمويل الإسلامي على الاستقرار مقارنة بالتمويل التقليدي؛

- بعد سنة 2010، عاود سوق صكوك الشركات نشاطه بزيادة حجم الإصدارات، بالرغم من الانخفاض الذي شهدته الفترة 2014-2018 مقارنة بسنة 2013، كما شهدت إصدارات Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني استقرارا نسبيا، بلغت

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

نسبة مساهمتها في سوق إصدارات صكوك الشركات في المتوسط خلال الفترة 2011-2018،
3.2%.

- يمكن كذلك تقسيم مدى مساهمة إصدارات Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني في تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات إلى ثلاثة مراحل، حسب ما هي مبينة في الجدول الموالي.

الجدول رقم 40: مساهمة Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات

الفترة	2007-2005	2010-2008	2018-2011
الحدث	- دخول شركة Cagamas MBS المصدرة للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني للسوق سنة 2005، بلغت أعلى مستوى إصدار لها سنة 2007، مما ساهم في تنشيط السوق؛	- تدهور سوق إصدارات صكوك الشركات بسبب الأزمة المالية العالمية؛ - بقاء نشاط Cagamas MBS المصدرة للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني، وظلت نسبة مساهمتها في تنشيط السوق متذبذبة إلى مستقرة نسبياً، بسبب دخول شركات منافسة في سوق الصكوك وزيادة حجم الإصدارات، مما قلل من نسبة	- استقرار نسبي في إصدارات Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني، وظلت نسبة مساهمتها في تنشيط السوق متذبذبة إلى مستقرة نسبياً، بسبب دخول شركات منافسة في سوق الصكوك وزيادة حجم الإصدارات، مما قلل من نسبة

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

مساهمة MBS Cagamas الإسلامية في السوق.	ب 11.56%		
--	----------	--	--

المصدر: من إعداد الطالبة.

ثالثاً: تأثير إصدارات IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات أكبر من تأثير RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات:

وقد تبين ذلك من خلال النموذج الإحصائي، حيث أن معامل إصدارات RMBS في معادلة الانحدار رقم (01) والمقدر ب 33.08 أقل من معامل إصدارات IRMBS في معادلة الانحدار رقم (02) والمقدر ب 38.14.

يمكن أن يعزى ذلك إلى:

■ لقد ساهمت شركة Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات سندات الشركات وسوق إصدارات صكوك الشركات على حد سواء، وقد أثبتت الدراسة الإحصائية ذلك، من خلال زيادة الفرص الاستثمارية، عن طريق إصدار أوراق مالية تقليدية وإسلامية، لتمكين المستثمرين من استثمار فوائضهم المالية، وبالتالي تنشيط السوق المالي، فقد تميزت الأوراق المالية التقليدية والإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني بتصنيف ائتماني عالي حسب وكالة التصنيف الائتماني الماليزية (RAM)، حيث تحصلت هذه الأوراق على تصنيف AAA، وهو أعلى تصنيف ائتماني ممكن، الأمر الذي أدى إلى زيادة ثقة المستثمرين في منتجات هذه الشركة؛

■ يعود نجاح شركة Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات سندات الشركات وسوق إصدارات صكوك الشركات إلى توفر بيئة عمل ملائمة، والتي اشتملت على بنية تحتية متطورة لسوق رأس المال واستقرار الاقتصاد، بالإضافة إلى وجود مؤسسات فعالة منظمة ومراقبة؛

■ كان تأثير إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكني على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات أكبر من تأثيرها على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات، بسبب:

- ارتفاع معدل العائد على IRMBS مقارنة بمعدل العائد على RMBS ؛

- انخفاض تكاليف IRMBS مقارنة بنظيرتها التقليدية RMBS ؛

- الإقبال الواسع للمستثمرين ورغبتهم في استثمار فوائضهم المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

■ يمكن تلخيص نتائج الدراسة المحصل عليها في الجدول الموالي:

الجدول رقم 41: تلخيص نتائج الدراسة

تأثير IRMBS على الرسمة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات	تأثير RMBS على الرسمة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات
- أدت إصدارات IRMBS إلى تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات كذلك خاصة خلال الأزمة المالية العالمية؛ - تبيين تأثير إصدارات IRMBS على الرسمة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات بشكل واضح خلال الفترة 2008-2010؛	- أدت إصدارات RMBS إلى تنشيط سوق سندات الشركات خاصة خلال الأزمة المالية العالمية؛ - تبيين تأثير إصدارات RMBS على الرسمة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات بشكل كبير خلال الفترة 2009-2011؛
بناءً على النموذج القياسي، تم إثبات أن تأثير إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas	

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

MBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات كان أكبر من تأثيرها على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات، بسبب:

- ارتفاع معدل عائد IRMBS ؛
- انخفاض تكاليف IRMBS ؛
- رغبة المستثمرين في شراء الأوراق المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المصدر: من إعداد الطالبة.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل يتضح تطور أداء السوق المالي التقليدي والإسلامي المالي، والذي تبين من خلال أهم المؤشرات التي اعتمد عليها لقياس الأداء، كمؤشر الرسملة البورصية ومؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران، ويرجع ذلك إلى الإصلاحات الهامة التي قامت بها الحكومة الماليزية في أعقاب الأزمة الآسيوية، الأمر الذي أدى إلى تأسيس نظام المالي قوي مكن من الصمود أمام الأزمات الأخرى على غرار الأزمة المالية لسنة 2008.

كما تبين من خلال النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل مساهمة الشركات ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات بشكل أكبر مقارنة بسوق إصدارات سندات الشركات، وذلك راجع إلى ارتفاع معدل العائد على الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني مقارنة بمعدل العائد على الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن

الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي
المالي

العقاري، وانخفاض تكاليف الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني مقارنة بنظيرتها التقليدية، بالإضافة إلى الإقبال الواسع للمستثمرين ورغبتهم في استثمار فوائضهم المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، إذ تبلغ نسبة التدين في ماليزيا 98%، الأمر الذي يدفع مواطنيها لاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية مقارنة بالتقليدية.

الختامة

يؤدي السوق المالي دورا هاما في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، نظرا لمساهمته في تحقيق التنمية الاقتصادية، من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية المختلفة، الأمر الذي جعل الحكومة الماليزية تولي اهتماما كبيرا بالسوق المالي (التقليدي والإسلامي)، في إطار خططها الرامية إلى توفير بيئة استثمارية مناسبة وجاذبة للمدخرين والمستثمرين، وذلك بالاعتماد على إحدى ابتكارات الهندسة المالية، وهي الشركات ذات الغرض الخاص، هذه الأخيرة التي تقوم بإصدار أوراق مالية تقليدية وأخرى إسلامية في إطار عمليتي التوريق والتصكيك من أجل تنشيط الأسواق المالية؛

وانصب موضوع البحث على دراسة دور الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS في تنشيط السوقين الماليين التقليدي والإسلامي في ماليزيا، حيث تم إجراء دراسة قياسية مقارنة بين أثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات؛ وأثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات، وذلك لتحديد أي السوقين أكثر تأثرا بإصدارات هذه الشركة.

نتائج البحث

من خلال ما تم دراسته في الجانب النظري والتطبيقي، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج، يمكن تلخيصها في النقاط الموالية:

نتائج الدراسة النظرية

انطلاقا من الجانب النظري المتعلق بالدراسة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

- اختلاف تعاريف السوق المالي من اقتصادي إلى آخر، فقد ركز بعض الاقتصاديين على تعريف السوق المالي باعتباره سوقا شاملا لجميع الأسواق المالية (السوق النقدي وسوق رأس المال طويل الأجل)، أي السوق الذي يتم فيه تداول أدوات المالية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، في حين اعتبر البعض الآخر أن السوق المالي يضم سوق رأس المال طويل الأجل

- فقط، وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل، لهذا يستعمل العديد من الاقتصاديين مصطلحي السوق المالي وسوق رأس المال طويل الأجل على سبيل الترادف؛
- يتطلب إنشاء سوق مالي توفر مجموعة من الشروط كوجود إطار قانوني وتشريعي مناسب، ووجود أدوات استثمارية متنوعة، بالإضافة إلى توفر الحد الأدنى من الاستقرار السياسي، وتوفر نظم اتصال فعالة ومتطورة بين المتعاملين في السوق؛
 - يؤدي السوق المالي مجموعة من الوظائف تفسر أهميته الاقتصادية، تتمثل هذه الوظائف في توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات والمساعدة في التخصيص الكفء للموارد المالية والمساعدة في تنفيذ السياسة النقدية للدولة وتخفيض تكلفة الحصول على المعلومات المالية؛
 - ينقسم السوق المالي حسب معيار الآجال إلى قسمين هما: السوق النقدي، وهو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، ويتميز بسيولته العالية وقلة مخاطره، وسوق رأس المال الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل، ويعتبر أكثر مخاطرة وأقل سيولة من السوق النقدي؛
 - يتم تداول عدة أنواع من الأوراق المالية في الأسواق المالية، منها الأوراق المالية قصيرة الأجل المتداولة في السوق النقدي، ومن أهمها أدونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية، بالإضافة إلى الأوراق المالية طويلة الأجل المتداولة في سوق رأس المال، ومن أهمها الأسهم والسندات والمشتقات المالية،
 - يعرف السوق المالي الإسلامي بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتكون كل معاملاته خالية من الأنشطة المحظورة شرعا كالربا والقمار، وتتمثل أهم خصائصه في أن أغلبية أدواته تتشكل من أدوات الملكية والصكوك الاستثمارية، كما تقل المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، بالإضافة إلى اهتمامه بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ويعتبر أن معيار كفاءة السوق المالي هو مدى قيامه بدوره التمويلي للمشروعات المنتجة الجديدة،
 - يحظى السوق المالي الإسلامي بأهمية كبيرة نتيجة لمزاياه العديدة، حيث يعد آلية هامة لكل مستثمر يرغب في تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحا ومشروعية؛ كما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يمكن من خلاله التخلص والتحرر من السيطرة وقيود التبعية

الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، كما يدر السوق المالي الإسلامي سيولة مهمة في الاقتصاد؛

- ساعدت عدة عوامل على إقامة السوق المالي الإسلامي، تتمثل أهمها في رغبة المستثمرين المسلمين في الاستثمار في قنوات استثمارية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، حيث تعدّ صيغ الاستثمار الإسلامي في السوق المالي الإسلامي أكثر كفاءة مقارنة بنظيرتها في السوق المالي التقليدي، والرغبة في التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى؛

- يؤدي السوق المالي الإسلامي مجموعة من الوظائف، أهمها تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة، كما يعتبر هذا السوق مكانا لإتمام الصفقات بكل شفافية، مما يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، كما يعمل على تطوير أساليب الاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية، ومن خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال؛

- ينقسم السوق المالي الإسلامي شأنه شأن السوق المالي التقليدي إلى قسمين أساسين هما: السوق النقدي الإسلامي وهو السوق الذي يتم فيه التعامل بالأدوات المالية الإسلامية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال الإسلامي وهو السوق الذي يتم فيه التعامل بالأدوات المالية الإسلامية طويلة الأجل؛

- يقوم التعامل في الأسواق المالية الإسلامية على الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية في جميع معاملاتها، وتحديد الأسعار بطريقة عادلة وفق قانون العرض والطلب، بالإضافة إلى منع البيوع الصورية والمساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية؛

- يتمثل السوق المالي الإسلامي الكفاء في السوق الذي تعكس أسعار الأدوات المالية المتداولة فيه جميع المعلومات المتعلقة بهذه الأدوات، حيث توجد مجموعة من المؤشرات التي يمكن على أساسها الحكم على مدى كفاءة السوق المالي الإسلامي من بينها الكفاءة التجارية والكفاءة الاقتصادية؛

- تخضع عمليات السوق المالي الإسلامي إلى ضوابط شرعية وأخرى قانونية، تتمثل الضوابط الشرعية في وجود هيئة شرعية للفتوى والرقابة الشرعية، ووجود جهاز تدقيق شرعي داخلي، وتوافق الأوراق المالية المصدرة والمتداولة فيه مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما الضوابط

- القانونية فتتمثل في وجود هيئة رقابة قانونية والحصول على الترخيص القانوني من البنك المركزي أو الهيئات المسؤولة في نفس البلد، بالإضافة الحصول على موافقة البنك المركزي على كل الأوراق المالية المتداولة في السوق؛
- تتداول في السوق المالي الإسلامي مختلف الأدوات التي لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، سواء كانت هذه الأدوات متداولة أصلا في السوق المالي الإسلامي، أو كبديل عن الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي التقليدي؛
 - تعد الشركات ذات الغرض الخاص كيانات قانونية مستقلة، أنشئت لتأدية دور الوساطة بين الشركات المنشئة والمستثمرين، من خلال قيامها بعملية تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة قابلة للتداول في الأسواق المالية.
 - للشركات ذات الغرض الخاص أهمية كبيرة سواء بالنسبة للشركة المنشئة أو بالنسبة للمستثمرين، حيث تتجلى أهميتها بالنسبة للشركة المنشئة في تحويل مخاطر الائتمان ومخاطر سعر الفائدة، بالإضافة إلى توفير السيولة وتخفيض تكاليف التمويل، أما أهمية هذه الشركات بالنسبة للمستثمرين، فتتمثل في مساعدتهم على تنويع محافظهم الاستثمارية، من خلال إتاحة فرصة الاستثمار في أوراق مالية معينة تتميز بالسيولة وسهولة التداول، بالإضافة إلى إمكانية تتبع مخاطر أوراق معينة بدلا من تحليل الوضع العام للشركة؛
 - تتمثل أهم خصائص الشركات ذات الغرض الخاص في كونها كيانات مستقلة تفصل ميزانيتها عن ميزانية الشركات المنشئة لها، حيث تنقل جميع حقوق والتزامات أصول الشركات المنشئة والمراد توريقها إلى الشركات ذات الغرض الخاص، كما يتنوع الشكل القانوني للشركات ذات الغرض الخاص ويختلف من دولة إلى أخرى، حيث يمكن أن تأخذ شكل شركة مساهمة أو شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة أشخاص وغيرها، حيث يتم تحديد الغرض من إنشائها مسبقا؛
 - تعتبر الشركات ذات الغرض الخاص بعيدة عن الإفلاس، حيث أنها لا تتأثر بإفلاس الشركة المنشئة لها، وذلك راجع إلى عدة أسباب، من بينها عدم وجود إمكانية دمج الشركات ذات الغرض الخاص مع الشركات المنشئة لها، كما يتم تحويل الأصول من الشركات المنشئة إليها في إطار بيع حقيقي وليس قرض مضمون؛

- تنقسم الشركات ذات الغرض الخاص إلى ثلاثة أنواع رئيسية حسب الغرض الاقتصادي الذي أنشئت لأجله، حيث يمكن أن تنشأ في إطار مشروع مشترك أو من أجل القيام بعملية تأجير تركيب أو عملية التوريد؛
- يتوقف نجاح الشركات ذات الغرض الخاص على شرطين أساسين هما: توفر بيئة قانونية ومحاسبية وتنظيمية تتيح إمكانية تحويل الأصول بكفاءة من الشركة المنشئة إلى الشركات ذات الغرض الخاص، ووجود إقبال من المستثمرين على الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات؛
- ينطوي التعامل في إطار الشركات ذات الغرض الخاص على مخاطر عديدة، من بينها نقص مستويات الشفافية، وتأثيرها سلباً على سمعة الشركات المنشئة وعدم إمكانية حصول هذه الأخيرة على التمويل من الأسواق المالية، بسبب ضعف أداء الشركات ذات الغرض الخاص التابعة لها؛
- تعد الشركات ذات الغرض الخاص طرفاً أساسياً في عملية التوريد، فهي تقوم بعملية تحويل الأصول غير السائلة الموجودة لدى الشركات المنشئة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق المالي، وتحصل الشركات ذات الغرض الخاص على أرباحها المساوية للفرق بين ما دفعته إلى الشركة المنشئة والقيمة الاسمية لمحفظه الأوراق المالية، مضافاً إليها الفوائد المتفق عليها في عقد التوريد؛
- لإتمام عملية التوريد يجب توفر مجموعة من الشروط تتمثل أهمها في: أن تكون الديون محل التوريد ديوناً مضمونة بأصول عقارية أو نحوها وذات تدفقات نقدية مستمرة، كما يجب أن تكون السندات المصدرة متجانسة ومتوافقة مع الديون محل التوريد من حيث المقدار والأجال والفوائد والضمانات، بالإضافة إلى التحديد المسبق لفائدة المنشئ من وراء عملية التوريد وعدم وجود منافسين للمنشئ لضمان استغادته من مزايا بيع أصوله للشركة ذات الغرض الخاص، وفي حالة هيكله الأوراق المدعومة بالأصول (ABS) على أنها صكوك يجب أن تكون الأصول موضوع عملية التوريد متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- تتنوع أساليب التوريد بين حوالة الحق ونقل الأصول عن طريق التجديد والمشاركة الجزئية، ولإتمام هذه العملية يتدخل العديد من الأطراف أهمها الشركات المنشئة والشركات ذات الغرض الخاص والمستثمرين؛
- تؤدي الشركات ذات الغرض الخاص دوراً هاماً في عملية التوريد، باعتبارها الجهة التي تقوم بعملية إصدار الأوراق المالية وطرحها للتداول في الأسواق المالية، وتتمثل الأوراق المالية

التي تصدرها هذه الشركات في أوراق الرهن العقاري (أوراق مالية مضمونة بحزمة من القروض العقارية)، والأوراق المالية المضمونة بأصول (أوراق مالية تستند إلى قروض أخرى كقروض السيارات وبطاقات الائتمان..إلخ). ولحاملي الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات ذات الغرض الخاص حقوقا في المبالغ المالية التي يتم تحصيلها من قيمة الأصول التي اشترتها الشركات، بالإضافة إلى حقهم في تداول الأوراق المالية والاطلاع على المذكرة الإعلامية التي تقوم الشركات ذات الغرض الخاص بنشرها لغرض الحصول على تأشيرة لجنة السوق المالي؛

- يعتمد الحكم على ما إذا كانت الشركات ذات الغرض الخاص تتوافق أو تتعارض مع مقاصد الشريعة الإسلامية على طبيعة الأنشطة التي تقوم بها، وفي هذا الصدد ظهر فريقان، فريق يقول بأن فكرة الشركات ذات الغرض الخاص تخدم أو تتوافق مع مقاصد الشريعة الإسلامية، لأن إحدى مزايا الشركات ذات الغرض الخاص هي الحفاظ على الثروة وحماية أموال المساهمين حتى في حالة إفلاس الشركة المنشئة، كما تقلل من الالتزامات الضريبية والمتطلبات التنظيمية، الأمر الذي يؤدي إلى إزالة المشقة وتسهيل الأمور على الناس، في حين يرفض الفريق الثاني فكرة تطبيق الشركات ذات الغرض الخاص، بسبب أنها لا تحقق مقاصد الشريعة الإسلامية، لأن ممارسات الشركات ذات الغرض الخاص مضللة تؤدي إلى انعدام الشفافية وانتشار المفسدين.
- يستوجب قيام الشركات ذات الغرض الخاص بالالتزام بضابطين شرعيين هما: يجب أن تكون الشركات ذات الغرض الخاص مستقلة ماليا وقانونيا عن الشركة المنشئة لها، كما يجب أن تحرص هذه الشركات على حماية حقوق المستثمرين؛
- تعرف عملية التصكيك بأنها عملية يتم من خلالها تحويل الأصول غير السائلة من الشركة المنشئة إلى الشركة ذات الغرض الخاص، لتقوم هذه الأخيرة بإصدار الصكوك الإسلامية بالقيمة الكاملة لهذه الأصول لتلبية الاحتياجات التمويلية للمستثمرين بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.
- تتطلب عملية التصكيك توافر مجموعة من الشروط تتمثل أهمها في: يجب أن تكون عملية بيع الأصول من الشركة المنشئة إلى الشركة ذات الغرض الخاص بيعا فعليا، كما يجب أن تكون الشركة ذات الغرض الخاص شركة ليست لها أي التزامات تؤثر سلبا على نوعية الأوراق المالية

- المصدرة بمقتضى الأصول التي تملكها، بالإضافة إلى ضرورة استيفاء معايير السلامة المالية والمصرفية وفق لتوجيهات الجهة المشرفة على عملية التصكيك؛
- يوجد نوعين من التصكيك في الأسواق المالية هما: تصكيك الأصول أو الموجودات وتصكيك ثمن السلعة. ولإتمام عملية التصكيك يجب تدخل عدة أطراف، تتمثل أهمها في الشركات المنشئة والشركات ذات الغرض الخاص والمستثمرون وجهة الرقابة الشرعية.
 - تصدر الشركات ذات الغرض الخاص مجموعة من الأوراق المالية الإسلامية متمثلة في الصكوك الاستثمارية بمختلف أنواعها.

نتائج الدراسة التطبيقية

- تمّ التوصل من خلال الدراسة التطبيقية إلى النتائج التالية:
- ينقسم السوق المالي في ماليزيا إلى قسمين هما:
 - ↳ سوق مالي تقليدي، وينقسم بدوره إلى سوق الملكية وسوق السندات وسوق المشتقات، وقد عملت الحكومة الماليزية على تطوير هذا السوق منذ سنة 2001 في إطار خطة رئيسية لتطوير سوق رأس المال؛
 - ↳ سوق مالي إسلامي الذي أنشئ تلبية لرغبة المستثمرين والمدخرين في إجراء معاملات تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وقد عرف هذا السوق تطورا منذ بداية التسعينات، وتتداول فيه مجموعة من الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كالأسهم والصكوك الاستثمارية؛
 - تبين من خلال تحليل المعطيات المتعلقة ببعض مؤشرات أداء السوق المالي الماليزي (التقليدي والإسلامي)، والمتمثلة في: مؤشر الرسملة البورصية ومؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق و مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران أن أداء السوق المالي التقليدي وأداء السوق المالي الإسلامي كان جيدا؛
 - هناك مجموعة من القوانين في ماليزيا التي تعمل على تنظيم عملية إنشاء وعمل الشركات ذات الغرض الخاص، كما تشترط هيئة الأوراق المالية الماليزية مجموعة من الشروط لعمل هذه الشركات، إذ يجب أن يتولى إدارتها مدراء وأمناء مستقلين، كما يجب مراعاة مجموعة من المتطلبات حتى تكون الشركة ذات الغرض الخاص بعيدة عن الإفلاس؛

- تقوم عملية التوريق في ماليزيا على نظامين أساسيين، أحدهما إسلامي والآخر تقليدي، حيث يرجع أصل التوريق في ماليزيا إلى سنة 1986، عندما قامت الحكومة الماليزية بإنشاء شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas، والتي تعد الشركة ذات الغرض الخاص الوحيدة في سوق التوريق الماليزي التي تصدر أوراق مالية مضمونة بقروض الرهن العقاري؛
- تتميز تعاملات شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas بتعدد صيغ شرائها لقروض الإسكان، حيث تقدم الشركة منتجات واسعة باعتمادها على صيغة الشراء مع حق الرجوع كنموذج للسيولة، وصيغة الشراء بدون حق الرجوع كنموذج للتوريق، بإضافة إلى برنامج ضمان الرهن العقاري كأداة لإدارة مخاطر المؤسسات المالية؛
- تعد شركة Cagamas MBS فرعا من فروع شركة الرهن العقاري الوطنية Cagamas التي تم إنشاؤها سنة 2004 من أجل تطوير آلية التوريق في ماليزيا، حيث تقوم بإصدار أوراق مالية تقليدية مدعومة بالرهن العقاري السكني (RMBS) وأوراق مالية إسلامية مدعومة بالرهن العقاري السكني (IRMBS)، وقد حصلت هذه الأوراق على أعلى تصنيف ائتماني AAA من طرف وكالتي التصنيف الائتماني في ماليزيا؛
- تعمل شركة Cagamas MBS على تنشيط وزيادة عمق سوق السندات وسوق الصكوك في ماليزيا، من خلال إضافة فئة جديدة من الأوراق المالية التقليدية والإسلامية المتمثلة في الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS والأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS؛
- تبين من خلال النموذج الإحصائي المعتمد في الدراسة، إلى وجود أثر معنوي موجب لإصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات خلال الفترة 2004-2018، فتغير إصدارات RMBS بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات في نفس الاتجاه بـ 33.085 وحدة، فقد تبين من خلال معامل التحديد، أن 68% من التغيرات التي تحدث في الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات سببها التغير في إصدارات RMBS، في حين ترجع باقي التغيرات الأخرى إلى عوامل عشوائية غير مدرجة في النموذج؛ (إثبات الفرضية الأولى)

- تم التوصل كذلك من خلال الدراسة القياسية لأثر إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات خلال الفترة 2005-2018 إلى وجود أثر معنوي موجب لإصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات، فتغير إصدارات IRMBS بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير الرسملة البورصية في نفس الاتجاه بـ 38.14 وحدة، كما تبين من خلال معامل التحديد، أن 50% من التغيرات التي تحدث في الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات سببها التغير في إصدارات IRMBS، في حين ترجع باقي التغيرات إلى العوامل العشوائية غير المدرجة في النموذج؛ (إثبات الفرضية الثانية)

- تبين من خلال تقدير النموذجين (1) و(2) في الفصل الثالث، أن معامل إصدارات RMBS في معادلة الانحدار رقم (01) والمقدر بـ 33.08 أقل من معامل إصدارات IRMBS في معادلة الانحدار رقم (02) والمقدر بـ 38.14، وهو ما يدل على أن أثر إصدارات الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات خلال الفترة 2005-2018 كان أكبر من تأثير إصدارات الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS على الرسملة البورصية لسوق سندات الشركات خلال الفترة 2004-2018؛ (إثبات الفرضية الثالثة)

خلاصة: ساهمت الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS من خلال إصدارها للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS في تنشيط السوق المالي الإسلامي الماليزي (سوق إصدارات صكوك الشركات) خلال الفترة 2005-2018، بشكل أكبر من مساهمتها في تنشيط السوق المالي التقليدي الماليزي (سوق إصدارات سندات الشركات) عن طريق إصدار لأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS خلال الفترة 2004-2018.

المقترحات:

بعد عرض مجمل النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والتحقق من صحة الفرضيات المقدمة، يمكن إدراج بعض الاقتراحات لتعزيز دور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط الأسواق المالية، تتمثل في:

- تعزيز الفهم العام لماهية الشركات ذات الغرض الخاص؛
- التوعية بمزايا الشركات ذات الغرض الخاص وتشجيع استخدامها من أجل تنويع مصادر التمويل وتوفير السيولة من خلال خلق أدوات مالية جديدة، لكن لا بد من الحذر من التعامل مع الشركات ذات الخاص لأنها تتطوي على العديد من المخاطر يمكن أن تؤدي إلى حدوث أزمات مالية؛
- الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال استخدام الشركات ذات الغرض الخاص، من خلال العمل على توفير الإطار القانوني المناسب والشفاف لعمل هذه الشركات؛
- تشجيع البحث الاقتصادي الإسلامي في مجال آلية إنشاء وعمل الشركات ذات الغرض الخاص، حتى تكون متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي الاستفادة من مزاياها وتدارك مخاطرها.

أفاق الدراسة

- من خلال دراسة موضوع الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في تنشيط الأسواق المالية بين المنظور التقليدي والإسلامي، يمكن اقتراح الإشكاليات التالية لتكون مفاتيح لدراسات مستقبلية:
- دور الشركات ذات الغرض الخاص في إدارة السيولة في الأسواق المالية.
 - دور الشركات ذات الغرض الخاص في إدارة مخاطر الأسواق المالية .
 - أثر الشركات ذات الغرض الخاص على كفاءة الأسواق المالية.

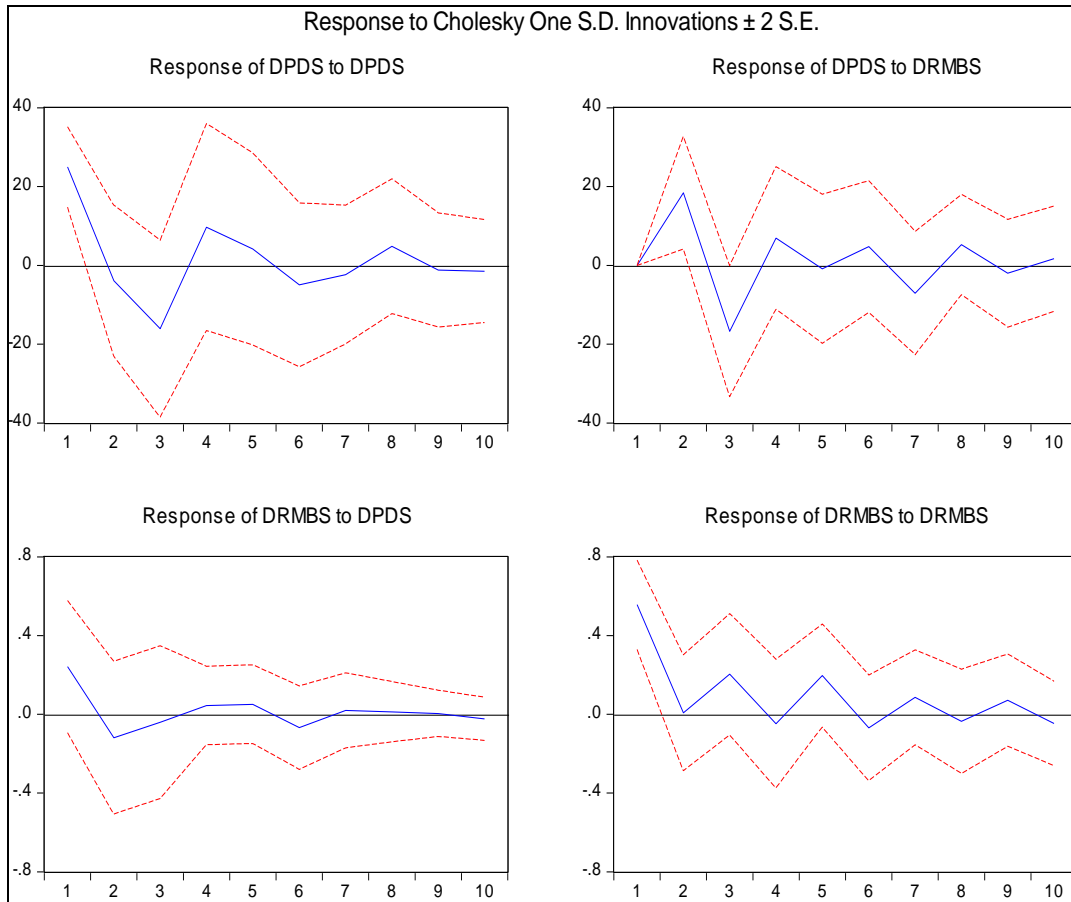
الملاحق

الملحق رقم (1): نتائج تقدير النموذج الأول VAR (2)

Vector Autoregression Estimates		
Date: 03/02/21 Time: 07:17		
Sample (adjusted): 2007 2018		
Included observations: 12 after adjustments		
Standard errors in () & t-statistics in []		
	DPDS	DRMBS
DPDS(-1)	-0.476866 (0.30490) [-1.56402]	-0.004887 (0.00741) [-0.65966]
DPDS(-2)	-0.416973 (0.27200) [-1.53299]	-0.007409 (0.00661) [-1.12108]
DRMBS(-1)	33.08559 (10.9020) [3.03482]	0.014120 (0.26490) [0.05330]
DRMBS(-2)	-14.72271 (9.04102) [-1.62843]	0.527279 (0.21969) [2.40016]
C	10.91994 (7.90807) [1.38086]	-0.169162 (0.19216) [-0.88034]
R-squared	0.686563	0.533866
Adj. R-squared	0.507456	0.267504
Sum sq. resids	4369.546	2.579899
S.E. equation	24.98441	0.607089
F-statistic	3.833254	2.004287
Log likelihood	-52.41231	-7.804324
Akaike AIC	9.568718	2.134054
Schwarz SC	9.770763	2.336098
Mean dependent	-0.330000	-0.195417
S.D. dependent	35.59971	0.709332
Determinant resid covariance (dof adj.)		193.4457
Determinant resid covariance		65.82528
Log likelihood		-59.17655
Akaike information criterion		11.52942
Schwarz criterion		11.93351

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

الملحق رقم (2): تحليل الصدمات للنموذج الأول



المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

الملحق رقم(3): تحليل التباين للنموذج الأول

Variance Decomposition of DPDS:			
Period	S.E.	DPDS	DRMBS
1	24.98441	100.0000	0.000000
2	31.28375	65.33741	34.66259
3	38.93324	59.17951	40.82049
4	40.71556	59.79139	40.20861
5	40.93314	60.16901	39.83099
6	41.50799	59.94883	40.05117
7	42.17295	58.38280	41.61720
8	42.77540	58.03331	41.96669
9	42.83972	57.93788	42.06212
10	42.89818	57.90124	42.09876

Variance Decomposition of DRMBS:			
Period	S.E.	DPDS	DRMBS
1	0.607089	15.91545	84.08455
2	0.618631	19.00770	80.99230
3	0.652511	17.46143	82.53857
4	0.655747	17.74387	82.25613
5	0.686535	16.74033	83.25967
6	0.693356	17.37415	82.62585
7	0.698973	17.17575	82.82425
8	0.700013	17.15786	82.84214
9	0.703688	16.98283	83.01717
10	0.705645	16.99741	83.00259

Cholesky Ordering:	
DPDS	DRMBS

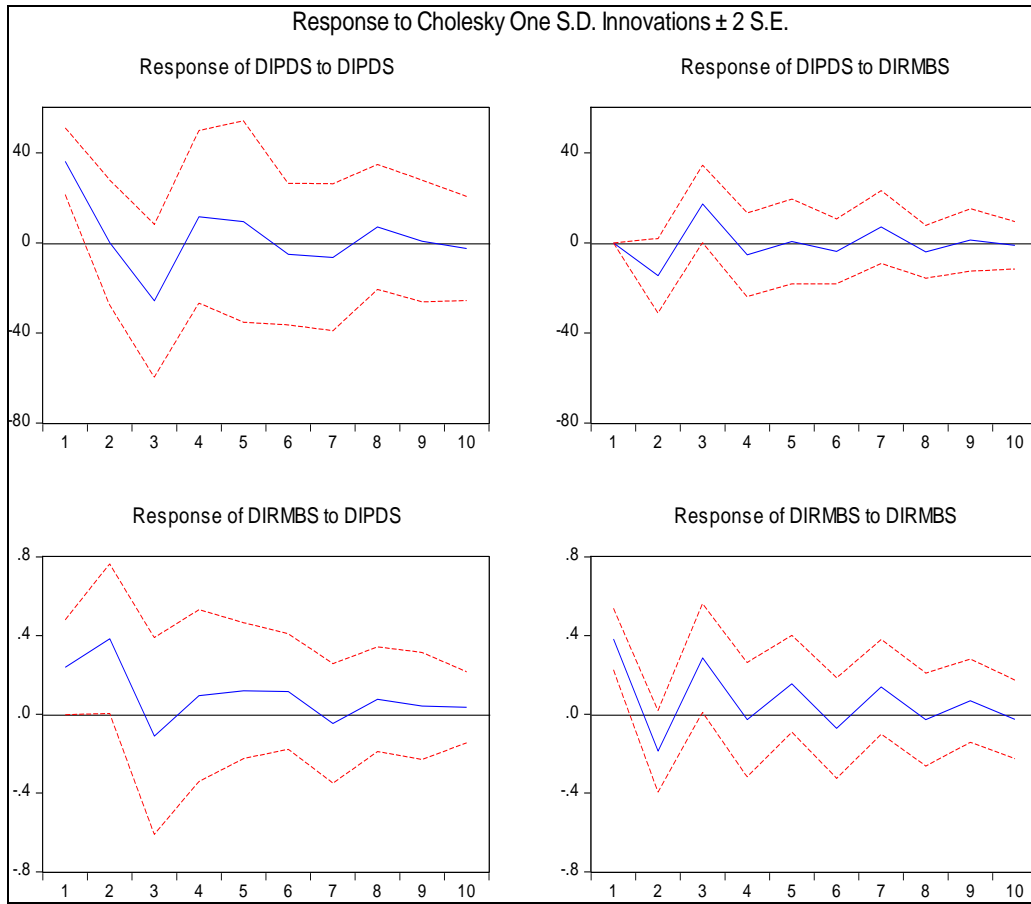
المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

الملحق رقم(4): نتائج تقدير النموذج الثاني VAR (2)

Vector Autoregression Estimates		
Date: 03/02/21 Time: 07:00		
Sample (adjusted): 2007 2018		
Included observations: 12 after adjustments		
Standard errors in () & t-statistics in []		
	DIPDS	DIRMBS
DIPDS(-1)	0.251370 (0.44075) [0.57032]	0.013812 (0.00549) [2.51578]
DIPDS(-2)	-0.545690 (0.38848) [-1.40466]	-0.004683 (0.00484) [-0.96775]
DIRMBS(-1)	38.14903 (18.1475) [2.10216]	-0.489413 (0.25097) [-1.95012]
DIRMBS(-2)	36.02117 (20.3385) [1.77109]	1.035378 (0.25334) [4.08685]
C	-5.403654 (11.5691) [-0.46708]	-0.310598 (0.14411) [-2.15530]
R-squared	0.502818	0.764203
Adj. R-squared	0.218714	0.629461
Sum sq. resids	9177.627	1.424018
S.E. equation	36.20897	0.451033
F-statistic	1.769839	5.671629
Log likelihood	-56.86497	-4.238718
Akaike AIC	10.31083	1.539786
Schwarz SC	10.51287	1.741831
Mean dependent	1.500000	-0.065750
S.D. dependent	40.96484	0.740955
Determinant resid covariance (dof adj.)		192.1614
Determinant resid covariance		65.38824
Log likelihood		-59.13658
Akaike information criterion		11.52276
Schwarz criterion		11.92685

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

الملحق رقم (5): تحليل الصدمات للنموذج الثاني



المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

الملحق رقم (6): تحليل التباين للنموذج الثاني

Variance Decomposition of DIPDS:			
Period	S.E.	DIPDS	DIRMBS
1	36.20897	100.0000	0.000000
2	39.04350	86.00724	13.99276
3	49.87900	79.44255	20.55745
4	51.47455	79.61162	20.38838
5	52.32777	80.25861	19.74139
6	52.71258	80.02143	19.97857
7	53.57039	78.94703	21.05297
8	54.18606	78.86872	21.13128
9	54.20472	78.83226	21.16774
10	54.27580	78.84602	21.15398

Variance Decomposition of DIRMBS:			
Period	S.E.	DIPDS	DIRMBS
1	0.451033	27.95295	72.04705
2	0.620922	52.87895	47.12105
3	0.692604	45.03372	54.96628
4	0.699570	45.97121	54.02879
5	0.726423	45.34556	54.65444
6	0.738903	46.25705	53.74295
7	0.753424	44.87651	55.12349
8	0.757763	45.37851	54.62149
9	0.762099	45.17255	54.82745
10	0.763355	45.23601	54.76399

Cholesky Ordering:			
Period	S.E.	DIPDS	DIRMBS
1	0.451033	27.95295	72.04705
2	0.620922	52.87895	47.12105
3	0.692604	45.03372	54.96628
4	0.699570	45.97121	54.02879
5	0.726423	45.34556	54.65444
6	0.738903	46.25705	53.74295
7	0.753424	44.87651	55.12349
8	0.757763	45.37851	54.62149
9	0.762099	45.17255	54.82745
10	0.763355	45.23601	54.76399

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

المراجع

1-المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة- دراسة فقهية-، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 2- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابنالجزري للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2008.
- 3- أحمد سفر قاض، التوسع المصرفي الإسلامي في الأسواق العربية والدولية، شركة المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، لبنان، 2017.
- 4- أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية-مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة، إستراتيجية مواجهتها-، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، أربد، الأردن، 2007.
- 5- أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية- أدوات لتحقيق التنمية-، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 6- أحمد عطا الله عبد الباسط، آليات التمويل المصرفية المعاصرة التي أنتجتها الهندسة المالية المعاصرة- دراسة فقهية مقارنة-، دار الكتب القانونية، القاهرة، مصر، 2015.
- 7- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 8- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-، داراليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 9- أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 10- أشرف محمد دوابه، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2006.
- 11- حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، دار إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2009.

- 12- حسني علي خربوش وعبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات-، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 13- حسين شحاته وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى ناشرون، القاهرة، مصر، 2001.
- 14- حكيم براضية وجعفر هني محمد، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 15- حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 16- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية- أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية-، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 17- دريد كامل آل شبيب، إدارة البنوك المعاصرة، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 18- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 19- رابح حريزي، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2015.
- 20- زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، دار عماد الدين للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 21- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 22- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 23- سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010.

- 24- سليمان حاكم الربيعي، ميثاق هاتف الفتلاوي، حيدر خضير جوان وعلي أحمد فار، المشتقات المالية- عقود المستقبلات، الخيارات والمبادلات-، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 25- سليمان خنجري، الأسواق المالية وأحكامها الفقهية، منشورات وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، الرباط، المملكة المغربية، 2010.
- 26- سليمانمختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2013.
- 27- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 28- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2002.
- 29- شقيري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، مهند فايز الدويكات ووسيم محمد الحداد، إدارة الاستثمار، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 30- شيرين محمد سالم قعنونة، الهندسة المالية الإسلامية -ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 31- ضياء مجيد الموساوي، البورصات -أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات-، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 32- عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية-دراسة مقارنة-، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015.
- 33- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية- من منظور إداري ومحاسبي-، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة، مصر، 2004.
- 34- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 35- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية-دراسة قانونية مقارنة-، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009.
- 36- عبد العزيز قاسم محارب، الاقتصاد الإسلامي علما وعملا -منهجيته، خصائصه، تطبيقاته، تاريخه، مستقبله-، المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2016.

- 37- عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص والسيدة عبد الفتاح إسماعيل، الأسواق المالية-أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، شركات الاستثمار-، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 38- عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون ومفكرون، عمان، الأردن، 2010.
- 39- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، لبنان، 2008.
- 40- عبد المطلب عثمان محمود، نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2015.
- 41- عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية- دراسة تحليلية-، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 42- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية - البورصة في ميزان الفقه الإسلامي-، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2006.
- 43- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية-البورصة-، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 44- علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 45- علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية-التوريق- وتطبيقاتها المعاصرة، دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- 46- فطوم حوجو، السياسات الاقتصادية والسوق المالي- سياسات تفعيل السوق المالي- السوق المالي السعودي نموذجاً، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 47- فؤاد حميد الدليمي، أحكام التصرف في الديون لدى المؤسسات المالية الإسلامية- دراسة فقهية مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 48- فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعملية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

- 49- قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار وأثرها على الأسواق المالية- البورصات-، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006.
- 50- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 51- محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية: سلسلة التعريف بالبورصة، دارهومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2002.
- 52- محمد أحمد غانم، التوريق في الشريعة الإسلامية وتطبيقاته على بعض الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 53- محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانون للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي، دار ابن حزم للنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2011.
- 54- محمد صالح الحناوي وجمال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 55- محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- 56- محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 57- محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 58- محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الإطار النظري والتطبيقات العملية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 59- محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
- 60- محمد ندا ندا البدة، الاستثمار العقاري ودوره في حدوث الأزمة المالية العالمية- دراسة فقهية اقتصادية مقارنة-، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، مصر، 2013.

- 61- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 62- محمود يونس وكمال أمين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، قسم الاقتصاد كلية التجارة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 63- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار الغريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2001.
- 64- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، داررسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009.
- 65- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية وصناديق الاستثمار-، دار المعرفة الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2014.
- 66- مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعه عقل، إدارة المشتقات المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 67- هوشيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 68- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية- قضايا نقدية ومالية-، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2003.
- 69- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 70- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها - الاستثمار، الصناديق الاستثمارية، الأوراق المالية والتجارية-، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2014.
- 71- يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر العاصمة، الجزائر، 2015.
- 72- موسى نوري شقيري، المصارف الإسلامية - الاستثمار والتمويل في الإسلام-، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.
- 73- محمد مبارك البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية -دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية- ، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

- 74- هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك والاستثمارية الإسلامية- دراسة تطبيقية فقهية-، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010.
- 75- نبيل مهدي الجنابي، التوقعات العقلانية- المدخل الحديث لنظرية الاقتصاد الكلي-، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- 76- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي- محاضرات وتطبيقات-، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

ثانيا: الرسائل العلمية

- 1- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 2013-2014.
- 2- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني- دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.
- 3- علي هلال مشرف البقوم، دور الشركات ذات الغرض الخاص في الصكوك الإسلامية - دراسة تطبيقية على المؤسسات المالية الإسلامية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الفلسفة، كلية العلوم الإسلامية العالمية، جامعة العلوم الإسلامية، عمان، الأردن، 2015.
- 4- مليكة بن علقمة، تطوير وترشيد عمليات التوريد - دراسة مقارنة بين النظام المصرفي التقليدي والنظام المصرفي الإسلامي -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، سطيف، الجزائر.
- 5- عبد القادر زيتوني، دور التصكيك الإسلامي في تفعيل الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية - دراسة تطبيقية على عينته من المصارف الإسلامية خلال الفترة 2003-2014-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016-2017.

- 6- سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال- دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015 - 2016.
- 7- صالح سراي، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية-دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016-2017.
- 8- مسعودة نصبه، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجا-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2012-2013.
- 9- الشيخ بن قايد، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2019-2020

ثالثا: المقالات والدوريات

- 1- إحسان بوبريمة، تطور إصدار الصكوك في تدعيم سيولة واستقرار السوق المالية العربية- دراسة مقارنة بين السندات، الأسهم والصكوك-،المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد4، العدد1، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2018.
- 2- أحمد عزوز وعبد الكريم عبيدات، الصكوك المالية الإسلامية بين الضوابط الشرعية وتحديات التطبيق، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد3، العدد 1، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، 2020،
- 3- إلياس سليمان وسعدية حمو ومقدم عبد الجليل، آليات وضوابط إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد 4، العدد 7، المركز الجامعي نور البشير، البيض، الجزائر، 2018.
- 4- حمو الزغبى، الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 20، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2007.

- 5- زكية بوسته و فطيمة الزهرة نوي، الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية بين التنظير والتطبيق، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018.
- 6- سعود بن ملح العنزي ومحمود علي السرطاوي، صكوك المراجعة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد 8، العدد 1، جامعة آل البيت، المرفق، الأردن، 2012.
- 7- سعيد سيف السبوسي، نظام التوريد كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث - دراسة وصفية تحليلية-، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2، مركز الحكمة للبحوث والدراسات، الجزائر، 2019.
- 8- سميرة مشراوي، أثر التصكيك في تحسين أداء المصارف الإسلامية، مجلة الباحث، المجلد 15، العدد 15، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.
- 9- صالح سراوي ونبيل بن مرزوق، دراسة اقتصادية تحليلية لأثر التضخم على مؤشرات أداء السوق المالية-حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1980-2015-، مجلة بحوث الإدارة والاقتصاد، المجلد 2، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2020.
- 10- عبد الناصر براني وسمير بركات، دور الهيئات الرقابية المالية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية- سوق رأس المال الإسلامي نموذجا-، مجلة الشريعة والاقتصاد، المجلد 5، العدد 10، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2012.
- 11- عثمان نقار ومنذر العواد، استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سورية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 2، جامعة دمشق، دمشق، سوريا، 2012.
- 12- عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 9، العدد 2، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2017.
- 13- العياشي زرار، سوق الأوراق المالية الإسلامية - تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، المجلد 7، العدد 1، مركز الدراسات والبحوث الإنسانية والاجتماعية، وجدة، المغرب، 2018.

- 14- فاطنة بوخاري، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتنشيط السوق المالي: التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 2، العدد2، جامعة حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2017.
- 15- فؤاد محيسن، الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 1، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2013.
- 16- لطيفة بهلول وحكيمة صيفاوي، أهمية منتجات الهندسة المالية الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومحاولة الاستفادة منها في الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 9، العدد1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر.
- 17- محمد خميسي بن رجم، التوريق ووقعه على الأزمات المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 4، العدد 2، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2010.
- 18- محمد علي القري، الشخصية الاعتبارية ذات الغرض الخاص (SPV)، دراسة مقدمة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.
- 19- منيرة بباس، التوريق بين الواقع العملي والتكليف الشرعي - دراسة حالة ماليزيا-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 4، العدد 1، جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، الجزائر، 2017.
- 20- هشام عياد، العلاقة السببية بين معدل الفقر، اللامساواة والنمو الاقتصادي باستعمال منهجية Toda Yamamoto، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات الإدارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 7، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، 2017.

رابعاً: البحوث والدراسات

- 1- أسيد الكيلاني، الصكوك (آليات وتحديات وترشيد)، مداخلة ضمن الملتقى الثاني حول الصناعة المالية الإسلامية (آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر، 2013.

- 2- علاء الدين زعتري، الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، ورقة عمل مقدمة في ورشة العمل حول الصكوك الإسلامية، تحديات تنمية، ممارسات دولية، عمان، الأردن، يومي 18 و19 جويلية 2010.
- 3- فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، جويلية 2008.
- 4- كريم بودخدخ ورحمة كرباش، دور وكالات التنقيط العالمية: بين الحد من الأزمات المالية والتسبب فيها، مداخلة في الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، الجزائر، يومي 19 و20 جوان 2013.
- 5- محمد عبد الحليم، نظام الوقف الإسلامي والنظم المشابهة في العالم الغربي - دراسة مقارنة-، مداخلة في المؤتمر الثاني للأوقاف حول الصيغ التنموية والرؤى المستقبلية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، يوم 27 نوفمبر 2008.

2- المراجع باللغة الفرنسية

Livres :

- 1-DovOgien, **Pratique des marchés financiers**, Dunod, Paris, 3^{ème} édition, 2010, p175.
- 2-Xavier Bradleyet et Christian Descamps, **Monnaie, banque, financement**, Dalloz, Paris, France, 2005.
- 3-Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik et Christophe Pérignon, **Marchés financiers « Gestion de portefeuille et des risques»**, Dunod, Paris, France, 6^{ème} édition, 2014.
- 4-Christian Zambotto, **Gestion financière «finance de marché»** , Dunod, Paris, France, 3^{ème} édition, 2002.
- 5-Dor Eric, **Econométrie**, Pearson, Paris, France, 2005.
- 6-Bourbonnais Régis, **Econométrie**, Dunod, Paris, France, 10^{ème} édition, 2018.

3- المراجع باللغة الإنجليزية

Books :

- 1- Bernhard Pfaff, **Analysis of integrated and cointegrated time series with R**, Springer Science & Business Media, Berlin, Germany, .2008
- 2- Bhardwaj Raj Kumar & banks paul, **Research data access and management in modern libraries**, IGI Global, Pennsylvania, USA, 2019.

- 3- Bhaskara B. Rao, **Cointegration: for the applied economist**, Martin's press, New York, USA, 2016.
- 4- Christiaan Heij, Paul de Boer and Philip Hans Franses, **Econometric methods with applications in business and economics**, Oxford university press, New York, USA, 2004.
- 5- Christian Gourierous & Alain Monfort, **Série temporelle et modèle dynamique**, Economica, Paris, France, 2005.
- 6- Eff Madura, **Financial markets and institution**, Cengage Learning, New York ,USA, 2010.
- 7- Eric Zivot&Jiahui Wang, Modeling financial time series with s-plus®, Acid-free paper, New York, USA, 2013.
- 8- Eric Zivot&Jiahui Wang, **Modeling financial time series with s-plus**, Springer Science, New York, USA, 2013.
- 9- Evžen Kočenda & Alexandr Černý, **Elements of time series econometrics- an applied approach**, Karolinum Press-, Prague, Czech, 2014.
- 10- Frederic Mishkin, **The economics of money: banking and financial markets**, Princeton University Press, London , Great Britain , 2010, p 29.
- 11- Greg Gregoriou, **The var modeling handbook - practical applications in alternative investing, banking, insurance-, and portfolio management**, McGraw Hill companies, New York, USA, 2010.
- 12- Helmut Lütkepohl, **New introduction to multiple time series analysis**, Springer – Verlag, Belin, Germany, 2007, p 193.
- 13- Jean Mari Dufouri, **Econometrie causalité et analyse des politiques**, université de Montréal, Montréal, Canada, 2006.
- 14- John Deacon, **Global securitization and CDOs**, John Wiley and Sons LTD, Chichester, Great Britain, 2004.
- 15- John T. Williams, **Multiple time series models**, Sage Publications, inc, California, USA, 2007.
- 16- Joseph Plasmans, **Modern linear and nonlinear econometrics**, Springer Science, Dordrecht, Netherlands, 2011.
- 17- Kirchgassner Gebhard & Wolters Jürgen, **Introduction to modern time series analysis**, Springer, Frankfurt, Germany, .2007
- 18- Lutz Kilian & Helmut Lütkepohl, **Structural vector autoregressive analysis**, Cambridge University Press, Cambridge, USA, 2017.
- 19- Moorad Choudhry, **The Bond and Money Market: Strategy, Trading, Analysis**, Butterworth Heinemann, London, Great Britain, 2001.
- 20- Sunil Parameswara, **Fundamentals of financial instruments**, John Wiley And Sons, New York , USA, 2011.
- 21- Thierry Vialar, **Handbook of mathematics**, Bod-books on demand, Paris, France, 2015.
- 22- Tristano Salnati, Giorgio Locatelli and Naomi Brookes, **Special purpose entities in megaprojects: empty boxes or real companies**, Project management journal, Vol 48, N2, Project management institute, Pennsylvania, USA, 2017.

Theses :

Ahmed M. Alkhan, **A critical analysis of special purpose vehicle in the Islamic banking industry: the kingdom of Bahrain as a case study**, Adissertationsubmittedinpartialfulfillmentof therequirementsforthedegreeofdoctorofphilosophyinIslamicFinance, CentreforIslamicFinanceUniversityofBolton, Great Britan, 2016.

Articles :

- 1- Gary B.Gorton and Nicholas S.Souleles, **Specialpurposevehicles and securitization**, A selection from a published volume from the national bureau of Economic Research, USA, 2007.
- 2- Matthew B. Farber, **Securitized lending, special purpose vehicles, and substantive consolidation**,lincoln law review, Vol 34,lincoln law school of San Jose, San Jose, USA, 2012.

Reports :

- 1- Bursa Malaysia, **The Islamic capital market**. in the site : <http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/10/The-Islamic-Capital-Market.pdf>.
- 2- Price Waterhouse Coopers, **Creating an understanding of Special Purpose Vehicles**, 2011. In the site: <https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spvs.pdf> .
- 3- **Report on special purpose vehicle entities**, 2009. In the site: <https://www.bis.org/publ/joint23.pdf> .
- 4- Securities commission Malaysia,**Annual reports**,2004-2020.
- 5- Securities Commission, **Guidelines on the offering of asset-backed securities**, 2004. In the site: <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=0dc160c4-ea22-478d-98b0-e8dd18e3ac1b>.
- 6- World Bank, **Financial Inclusion: Importance, key facts, and drivers**, Global Financial Development Report 2014.

4- مراجع أخرى على شبكة الانترنت

- 1- نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، دون سنة نشر. على الموقع: conferences.ju.edu.jo
- 2- عبد الباري مشعل، الشركة ذات الغرض الخاص في الصكوك: المعالجة المحاسبية، 2015، على الموقع: [https://assabeel.net/article/2015/10/28/\(25/05/2020\)](https://assabeel.net/article/2015/10/28/(25/05/2020))

- 3- Nicole EL Karoui, **Couverture des risques dans les marchés financiers**, 2003-2004. dans le site : <http://www.cmap.polytechnique.fr/~elkaroui/masterfin034.pdf>.
- 4- François Delarue, **Cours produits dérivés**. dans le site : http://math.unice.fr/~delarue/CoursM1_Finance.pdf.
- François Leroux, **la titrisation**, Note pédagogique MIC no 16. Dans le site: <http://neumann.hec.ca/pages/francois.leroux/Note%20pedagogique%20MIC16.pdf>.
- 5- NwademOsinachi, **Securitisation and spv: a critical assessment of the asset management corporation of nigeria (amcon)**, 2015. In The site: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2592924.
- 6- Paul Deméré, Michael Donohoe and Petro Liswsky , **Theeconomic effects of special purpose entities on corporate tax avoidance**, 2017. In the site: <https://ssrn.com/abstract=2557752> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2557752>.
- 7- <https://knoema.com/atlas/Malaysia/topics/Economy/Financial-Sector-Capital-markets/Stocks-traded-percent-of-GDP>.
- 8- <https://www.sc.com.my/data-statistics/listof-shariah-compliant-securities-by-scs-shariah-advisory-council/>.
- 9- <https://www.statista.com/statistics/1024062/malaysia-number-of-shariah-compliant-plc-listed-in-bursa-malaysia/> .

فهرس الجدول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
16	أهم الفروقات بين السوق الأولي والسوق الثانوي	01
25-23	أنواع وتقسيمات الأسهم	02
30-27	أنواع السندات ومزاياها	03
33-32	أنواع المشتقات المالية ومزاياها	04
45	الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالي الإسلامي	05
49-48	أنواع الأسهم وحكمها الشرعي	06
68-66	خصائص الشركات ذات الغرض الخاص	07
70	الفرق بين البيع الحقيقي والقرض المضمون	08
71	الاختلافات بين المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية ومبادئ المحاسبة الأمريكية	09
81	مساهمة الشركات ذات الغرض الخاص في أزمة الرهن العقاري سنة 2007	10
130	تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019	11
132	تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019	12
134	تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019	13
136	تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019	14
137	تطور عدد الأسهم المقيدة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2010-2020	15
138	تطور حجم السندات في ماليزيا خلال الفترة 2014-2020	16

144	تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2011 - 2019	17
145	تطور مؤشر عدد الشركات في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2016-2020	18
146	تطور حجم التداول في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2011-2015	19
148	تطور عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة 2010-2020	20
150	تطور صافي قيمة موجودات صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2010-2020	21
152	تطور إجمالي حجم الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2014-2020	22
157	حجم الأوراق المالية المدعومة بعقارات سكنية المصدرة في ماليزيا خلال الفترة 2004-2018	23
166	الصيغ المعتمدة من قبل شركة Cagamas لشراء قروض الإسكان	24
203	نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية ADF للنموذج الأول	25
205	فترات الإبطاء حسب نموذج VAR للنموذج الأول	26
208	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج الأول	27
208	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الأول	28
209	اختبار عدم ثبات تباين البواقي للنموذج الأول	29
210	اختبار السببية	30
212	نتائج اختبار جذر الوحدة للاستقرارية ADF للنموذج الثاني	31
213	فترات الإبطاء حسب نموذج VAR للنموذج الثاني	32
216	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي للنموذج الثاني	33
217	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي للنموذج الثاني	34
218	اختبار عدم ثبات تباين البواقي للنموذج الثاني	35
221	تطور حجم إصدارات RMBS ونسبتها إلى إجمالي السندات المصدرة	36

	في سوق الشركات خلال الفترة 2004-2018	
223	توزيعات الأرباح لشركة Cagamas MBS خلال الفترة 2004-2018	37
224	مساهمة Cagamas MBS في تنشيط سوق سندات الشركات	38
225	تطور حجم إصدارات IRMBS ونسبتها إلى إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الشركات خلال الفترة 2004-2018	39
227	مساهمة Cagamas MBS في تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات	40
229	تلخيص نتائج الدراسة	41

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
8	أركان السوق المالي	01
15	أقسام سوق رأس المال	02
31	طبيعة المشتقات المالية	03
42	أقسام السوق المالي الإسلامي	04
44	مؤشرات كفاءة السوق المالي الإسلامي	05
61	مفهوم الشركة ذات الغرض الخاص	06
63	مراحل تطور الشركات ذات الغرض الخاص	07
65	أهمية الشركات ذات الغرض الخاص	08
74	اختلاف هياكل SPV باختلاف البلدان	09
75	الشركات ذات الغرض الخاص في إطار المشروع المشترك	10
76	الشركات ذات الغرض الخاص في إطار التأجير التركيبي	11
79	مخاطر الشركات ذات الغرض الخاص	12
89	خطوات إتمام عملية التوريق	13
97	الضوابط الشرعية لقيام الشركات ذات الغرض الخاص	14
104	الأطراف المتدخلة في عملية التصكيك	15
108	آلية إصدار صكوك المشاركة	16
110	آلية إصدار صكوك المضاربة	17
112	آلية إصدار صكوك المساقاة	18
114	آلية إصدار صكوك المرابحة	19
115	آلية إصدار صكوك السلم	20
118	آلية إصدار صكوك الاستصناع	21

121	آلية إصدار صكوك الإجارة	22
128	أهداف خطة تدعيم السوق المالي التقليدي الماليزي	23
131	تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019	24
133	تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019	25
135	تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008-2019	26
136	تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2008 - 2019	27
138	تطور عدد الأسهم المقيدة في السوق المالي التقليدي الماليزي خلال الفترة 2010-2020	28
139	تطور حجم السندات في ماليزيا خلال الفترة 2014 - 2020	29
144	تطور مؤشر الرسملة البورصية في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2011 - 2019	30
146	تطور مؤشر عدد الشركات في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2016-2020	31
147	تطور حجم التداول في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2011-2015	32
149	تطور عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية خلال الفترة 2010-2020	33
151	تطور صافي قيمة موجودات صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة 2010 - 2020	34
152	تطور إجمالي حجم الصكوك في ماليزيا خلال الفترة 2014 - 2020	35
162	المساهمون في شركة Cagamas	36

163	فروع شركة Cagamas	37
169	مراحل عملية التوريد في ماليزيا ودور شركة Cagamas	38
171	أنواع الأوراق المالية المصدرة من قبل Cagamas	39
172	موقع شركة Cagamas MBS ضمن نماذج عملشركة Cagamas	40
174	آلية إصدار RMBS من قبل شركة Cagamas MBS	41
199	منهجية تودا- ياماموتو	42
207	اختبار AR للنموذج الأول	43
215	اختبار AR للنموذج الثاني	44

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	البسمة
	شكر وتقدير
	الإهداء
	المقدمة
57-1	الفصل الأول: مدخل عام إلى الأسواق المالية
2	تمهيد
35-3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية
9-3	المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية
6-3	الفرع الأول: تعريف السوق المالي والشروط الأساسية لتكوينه
9-6	الفرع الثاني: أركان ووظائف السوق المالي
17-9	المطلب الثاني: أقسام السوق المالي والمشاركين فيه
16-9	الفرع الأول: أقسام السوق المالي
17-16	الفرع الثاني: المشاركون في السوق المالي
35-17	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي
21-18	الفرع الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي
26-21	الفرع الثاني: أدوات الملكية المتداولة في سوق رأس المال
30-26	الفرع الثالث: أدوات الدين المتداولة في سوق رأس المال
35-30	الفرع الرابع: المشتقات المالية كأدوات مستحدثة متداولة في سوق رأس المال
55-36	المبحث الثاني: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية الإسلامية
42-36	المطلب الأول: أساسيات حول السوق المالي الإسلامي
38-36	الفرع الأول: تعريف وخصائص وأهمية السوق المالي الإسلامي

40-38	الفرع الثاني: مراحل وعوامل تطور السوق المالي الإسلامي
42-40	الفرع الثالث: وظائف وأقسام السوق المالي الإسلامي
47-43	المطلب الثاني: مبادئ السوق المالي الإسلامي ومؤشرات كفاءته وضوابطه
45-43	الفرع الأول: مبادئ ومؤشرات كفاءة السوق المالي الإسلامي
47-45	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالي الإسلامي
55-47	المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي
50-47	الفرع الأول: الأسهم والسندات من المنظور الشرعي
55-50	الفرع الثاني: المشتقات المالية من المنظور الشرعي
56	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في الأسواق المالية
58	تمهيد
91-59	المبحث الأول: الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في صناعة التوريد
65-59	المطلب الأول: تعريف الشركات ذات الغرض الخاص ونشأتها وأهميتها
63-59	الفرع الأول: تعريف ونشأة الشركات ذات الغرض الخاص
65-63	الفرع الثاني: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص
74-65	المطلب الثاني: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص وأشكالها القانونية
71-66	الفرع الأول: خصائص الشركات ذات الغرض الخاص
74-71	الفرع الثاني: الأشكال القانونية للشركات ذات الغرض الخاص
81-74	المطلب الثالث: الأغراض الاقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص وشروط نجاحها ومخاطرها
77-75	الفرع الأول: الأغراض الاقتصادية للشركات ذات الغرض الخاص
81-77	الفرع الثاني: شروط نجاح الشركات ذات الغرض الخاص ومخاطرها.
91-81	المطلب الرابع: مدخل إلى صناعة التوريد
85-82	الفرع الأول: تعريف وشروط عملية التوريد وأنواعها

89-85	الفرع الثاني: أساليب وأطراف عملية التوريق
91-89	الفرع الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التوريق
122-92	المبحث الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص ودورها في صناعة التصكيك
97-92	المطلب الأول: الشركات ذات الغرض الخاص من المنظور الإسلامي
95-93	الفرع الأول: الشركات ذات الغرض الخاص وتحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية
97-95	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لقيام الشركات ذات الغرض الخاص
105-97	المطلب الثاني: مدخل إلى صناعة التصكيك
99-97	الفرع الأول: تعريف وشروط التصكيك
104-99	الفرع الثاني: أنواع وأطراف عملية التصكيك
105	الفرع الثالث: أهمية الشركات ذات الغرض الخاص في عملية التصكيك
-106 122	المطلب الثالث: الصكوك الاستثمارية المصدرة من طرف الشركات ذات الغرض الخاص
-106 107	الفرع الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الاستثمارية
-107 122	الفرع الثاني: أنواع الصكوك الاستثمارية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص
123	خلاصة الفصل
-124 230	الفصل الثالث: دراسة قياسية مقارنة لدور الشركات ذات الغرض الخاص في تنشيط السوق المالي الماليزي
125	تمهيد
-126 153	المبحث الأول: عموميات حول السوق المالي الماليزي
-126 140	المطلب الأول: السوق المالي التقليدي الماليزي
-126 129	الفرع الأول: نشأة ووظائف السوق المالي التقليدي الماليزي
-129	الفرع الثاني: نظرة عامة حول تطور أداء السوق المالي التقليدي الماليزي

137	
-137 140	الفرع الثالث: أقسام السوق المالي التقليدي الماليزي
-140 153	المطلب الثاني: السوق المالي الإسلامي الماليزي
-141 143	الفرع الأول: نشأة وخصائص السوق المالي الإسلامي الماليزي
-143 147	الفرع الثاني: نظرة عامة حول تطور أداء السوق المالي الإسلامي الماليزي
-147 153	الفرع الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي الماليزي
-154 176	المبحث الثاني: صناعة التوريد والشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا
-154 160	المطلب الأول: مدخل إلى عمليات التوريد والشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا
-154 158	الفرع الأول: نشأة وصور ومنتجات عملية التوريد في ماليزيا
-158 160	الفرع الثاني: الشركات ذات الغرض الخاص في ماليزيا
-160	المطلب الثاني: دور شركة Cagamas في سوق التوريد في ماليزيا
-161 167	الفرع الأول: نشأة وأهمية ومزايا شركة Cagamas
-167 171	الفرع الثاني: مراحل عملية التوريد والأوراق المالية التي تصدرها شركة Cagamas
-171 176	الفرع الثالث: تقديم شركة Cagamas MBS
-177 229	المبحث الثالث: دور الشركات ذات الغرض في تنشيط السوق المالي الماليزي التقليدي والإسلامي -دراسة قياسية-
-177	المطلب الأول: تعريف نماذج شعاع الانحدار الخطي وخصائصها

181	
-177 180	الفرع الأول: تعريف نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR
-180 181	الفرع الثاني: خصائص نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR
-181	المطلب الثاني: خطوات تطبيق نماذج شعاع الانحدار الخطي VAR
-182 189	الفرع الأول: الحكم على استقرارية السلاسل الزمنية واختبار التكامل المتزامن وتحديد درجة تأخير نموذج شعاع الانحدار الخطي VAR
-189 202	الفرع الثاني: تقدير نموذج شعاع الانحدار الخطي VAR واختبار جودته وتحليله هيكليا
-202	المطلب الثالث: قياس أثر إصدارات شركة Cagamas MBS في تنشيط السوق المالي الماليزي
-202 211	الفرع الأول: قياس أثر إصدارات RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات.
-211 219	الفرع الثاني: قياس أثر إصدارات IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات
-219 229	الفرع الثالث: قراءة وتحليل النتائج:
230	خلاصة الفصل
	الخاتمة
	الملاحق
	قائمة المراجع
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	فهرس المحتويات
	الملخص

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة دور الشركات ذات الغرض الخاص ومدى مساهمتها في تنشيط الأسواق المالية بين المنظور التقليدي والمنظور الإسلامي: دراسة تطبيقية مقارنة. وللإلمام بجوانب الموضوع، تمت دراسة حالة ماليزيا، من خلال بناء نموذج قياسي لبيانات سنوية، باستخدام نماذج الانحدار الذاتي، لمقارنة وقياس أثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات خلال الفترة 2004-2018، وأثر إصدارات الشركة ذات الغرض الخاص Cagamas MBS للأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات خلال الفترة 2005-2018. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي موجب لإصدارات RMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات سندات الشركات، ووجود أثر معنوي موجب لإصدارات IRMBS على الرسملة البورصية لسوق إصدارات صكوك الشركات، كما تبين كذلك أن إصدارات IRMBS تساهم في تنشيط سوق إصدارات صكوك الشركات بشكل أكبر مقارنة بمساهمة إصدارات RMBS في تنشيط سوق إصدارات سندات الشركات خلال فترتي الدراسة.

الكلمات المفتاحية: شركات ذات غرض خاص، أسواق مالية، توريق، تصكيك، شركة Cagamas MBS، الأوراق المالية التقليدية المدعومة بالرهن العقاري السكني، الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالرهن العقاري السكني، سوق إصدارات سندات الشركات، سوق إصدارات صكوك الشركات.

Abstract

This research aims to study the role of special purpose vehicle and the extent to which they contribute to revitalizing the financial markets between the traditional and Islamic perspectives: a comparative applied study. In order to understand all the aspects of the subject, the case of Malaysia was studied through building a econometric model of annual data, using vector autoregressive model so as to compare and measure the impact of Cagamas MBS issuance of Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) on the market capitalization of the corporate bond issuance market during the period 2004 -2018, and the impact of Cagamas MBS issuances of Islamic Residential Mortgage-Backed Securities IRMBS on the market capitalization of the corporate sukuk issuance market during the period 2005-2018. The study concluded that there is a positive significant effect of RMBS issuances on the market capitalization of corporate bond issuances, and the existence of a positive significant effect of IRMBS issuances on the market capitalization of the corporate sukuk issuance market. RMBS in revitalizing the corporate bond issuance market during the two study periods.

Keywords: special purpose vehicle, financial markets, securitization, sukuk, Cagamas MBS company, Residential Mortgage-Backed Securities, Islamic Residential Mortgage-Backed Securities, corporate bond issuance market, corporate sukuk issuance market.