وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة محمد بوضياف -المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم : العلوم الاقتصادية

Université de Mohamed boudiaf –m'sila
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département : Sciences Économiques

العنوان

دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية

– دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2009–2014) –

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر(أكاديمي) في العلوم الاقتصادية

تخصص: إقتصاديات البنوك والتمويل

إعداد الطالب:

– طرافي يوسف

إشراف الأستاذ:

– لقليطي الأخضر

لجنة المناقشة

أعضاء اللجنة	الرتبة	الصفة
1– قشي حبيبة	أستاذ مساعد أ	رئيسا
2– لقليطي الأخضر	أستاذ مساعد أ	مشرفا ومقررا
3– غفصي توفيق	أستاذ مساعد ب	ممتحنا

السنة الجامعية: 2015/2014

" وقل رب زدني علما " 114

الآية 114 من سورة طه.

شكر وعرفان

قال تعالى: أعوذ بالله من الشيطان الرجيم

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِيٓ أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ ٱلَّتِيٓ أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَٰلِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَٰلِحًا تَرْضَىٰهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ ٱلصَّٰلِحِينَ ﴿١٩﴾ ﴾ النمل

الحمد للّه حمدا كثيرا طيبا مبارك فيه فهو الأحق بالحق ، والشكر على جزيل نعمه، ووقوفا عند قول النبي عليه الصلاة والسلام :"من لم يشكر الناس لم يشكر اللّه ".

أستاذنا الفاضل :لقليطي الأخضر

للنجاح أناس يقدرون معناه، وللإبداع أناس يحصدونه، لذا نقدر جهودك المضنية فانت أهل للشكر والتقدير..

فوجب علينا تقديرك..

فلك منا كل الثناء والتقدير.

كما نتقدم بالشكر لكل القائمين على قسم العلوم الاقتصادية من أساتذة وإداريين وعمال ، وإلى رفقاء الدرب والأصدقاء في الدراسة .

و إلى كل من ساعدنا في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد ولو بكلمة أو دعاء .

وفي الأخير نتمنى من اللّه عزوجل أن يرشدنا إلى سواء السبيل ويحقق هدفنا النبيل ، فإن أصبنا فمن اللّه وحده وإن أخطأنا فمن أنفسنا ومن الشيطان.

الفهرس العام		الصفحة
شكر وعرفان الإهداء		
الفهرس العام		I -II
قائمة الجداول		III
قائمة الأشكال		IV
الملخص		V
المقدمة العامة		أ – و
الفصل الأول : الإطار العام لسوق الأوراق المالية		
تمهيد للفصل		2
المبحث الأول : ماهية سوق الاوراق المالية		3
المطلب الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية وتطورها التاريخي		3
المطلب الثاني : تصنيفات سوق الأوراق المالية		7
المطلب الثالث : وظائف سوق الأوراق المالية		11
المبحث الثاني : المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية		13
المطلب الأول : *ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية*		13
المطلب الثاني : الضوابط الشرعية لسوق الاوراق المالية الاسلامية		16
المطلب الثالث : المبادئ الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الإسلامية		22
المبحث الثالث : الأحكام الفقهية لإجراءات وقواعد التداول في سوق الأوراق المالية		24
المطلب الأول : أعضاء السوق		24
المطلب الثاني : أوامر البيع والشراء		27
المطلب الثالث : تسعير الأوراق المالية		32
خلاصة الفصل		35
الفصل الثاني : الصكوك الاسلامية ضوابطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية		
تمهيد للفصل		37
المبحث الأول : مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية		38
المطلب الأول : نشأة الصكوك الإسلامية		38
المطلب الثاني : مفهوم الصكوك الإسلامية		40

المطلب الثالث : الخصائص العامة للصكوك الإسلامية		42
المبحث الثاني : الصكوك الإسلامية أنواعها وأهميتها الاقتصادية		46
المطلب الأول : الصكوك القابلة للتداول		46
المطلب الثاني : الصكوك الغير قابلة للتداول		55
المبحث الثالث : مقارنة الصكوك الإسلامية بالأوراق المالية التقليدية		59
المطلب الأول : المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم		59
المطلب الثاني : المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية		62
خلاصة الفصل		68
الفصل الثالث : دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية		
تمهيد للفصل		70
المبحث الأول : التجربة الماليزية في سوق رأس المال		71
المطلب الأول : سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها وأقسامها		71
المطلب الثاني : السوق المالية الإسلامية الماليزية		76
المطلب الثالث : أهم المؤشرات الإسلامية		78
المبحث الثاني : إصدار الصكوك وأثره في سوق الأوراق المالية الماليزية		80
المطلب الأول : واقع سوق الصكوك الاسلامية		80
المطلب الثاني: تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزية		85
المطلب الثالث: دور أنواع الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية		92
خلاصة الفصل		97
الخاتمة		99
قائمة المراجع		108-104

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية	67
02	إصدار الصكوك من هيئات سيادية للمرة الأولى	82
03	إصدار الصكوك من شركات بارزة للمرة الأولى	83
04	إصدار الصكوك من الهيئات متعددة الجنسيات	84
05	أهم أسواق الصكوك الإسلامية 2013-2014	85
06	تطور إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات 2009-2013	91

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميا خلال الفترة 2009-2014	80
02	تطور حجم الصكوك الماليزية خلال الفترة 2009-2014	87
03	أهم أسواق الصكوك العالمية القائمة (الربع الثالث 2014)	88
04	إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب العملة (الربع الثالث 2014)	89
05	تطور إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات 2009-2013	91
06	تطور إصدار صكوك المرابحة (2009-2014)	93
07	تطور إصدار صكوك المشاركة (2009-2014)	94
08	تطور إصدار صكوك المضاربة (2009-2014)	95
09	تطور إصدار صكوك الإجارة (2009-2014)	96

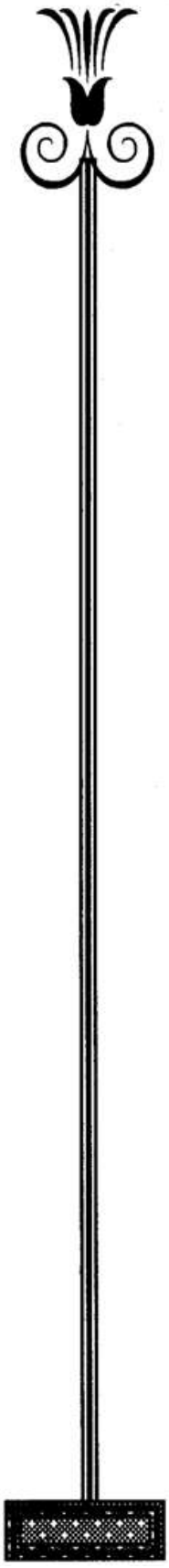
الملخص:

تُعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، ومن وسائل جذب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة، لتمويل مختلف المشروعات التنموية والحيوية ذات الجدوى الإقتصادية والاجتماعية وبطرق مشروعة، كما أنها تعتبر من الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة ومميزة في الاسواق المالية في مختلف دول العالم الغربي والإسلامي.

ويأتي هذا البحث لتوضيح مختلف جوانب الصكوك الإسلامية مع تسليط الضوء على أهميتها الكبيرة ودورها الهام في تنشيط وتطوير الأسواق المالية .

Abstract:

Islamic Sukuk are considered as one of the most significant products in the Islamic finance industry as well as one of the best means of attracting real savings and raising the required funds to finance in a legal way the various and vital development enterprises with economic and social importance, They are also one of the Islamic finance instruments that have held a significant position all around the world. The present paper aims to reveal the different aspects of Islamic Sukuk while shedding light on their vital importance and significant role in stimulating and developing the financial markets.



المـــقدمة العامة

المقدمة العامة

استطاع قطاع الخدمات المالية الإسلامية من التغلب وبجدارة على تداعيات الأزمة العالمية وتبعاتها، حيث تمكن في السنوات الأخيرة من تحقيق انجازات كبيرة ونجاحات عديدة حيث زادت وارتفعت قيمة الأصول الإسلامية العالمية، و يتوقع أن تصل الى أكثر من 3 تريليون دولار بنهاية السنة 2015، بعد أن كانت 150 مليار دولار في منتصف تسعينات القرن الماضي.

ويرجع سبب نمو وتطور قطاع الخدمات المالية الاسلامية، إلى الطلب المتزايد والاقبال المستمر وتفضيل المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة في الأسواق الاسلامية والتقليدية، ومن أهم هذه المنتجات الصكوك الإسلامية، التي تمثل مكونا أساسيا وعنصرا رئيسيا لسوق رأس المال الاسلامي الذي يعد الهيكل الثاني بعد الأسهم، فهي تعتبر من أهم الأدوات الإسلامية التي تمكنت من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم الغربي والإسلامي على حد سواء، وصارت متاحة للجميع سواء كانوا أفرادا أم شركات أم حكومات في مختلف أنحاء العالم.

ورغم أن الصكوك الاسلامية ظهرت كواحدة من الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة خلال السنوات القليلة الماضية، إلا أنها شهدت انتشارا وإقبالا واسعا في مختلف دول العالم، وتمكنت على مر السنوات الماضية من تحقيق نجاحات عديدة وقفزات نوعية من حيث العوائد، كما شهدت السوق العالمية للصكوك رواجا كبيرا، حيث تنامت واتسعت بصوة كبيرة وحققت أرقام قياسية خلال السنوات الأخيرة.

ولذلك تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الاسلامية التي سيكون لها دور كبير في تفعيل وتطوير الأسواق المالية، من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة السوق الأولية وتنشيط وتطوير أسواقها الثانوية .

1- إشكالية البحث

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

ما هو دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية ؟

من خلال هذه الاشكالية الرئيسية يمكن طرح مجموعة من التساؤلات الجزئية الآتية:

- ما مفهوم سوق الأوراق المالية ؟ وما أدواتها ؟ ماهي وظائفها وأهميتها الاقتصادية ؟
- ما مفهوم الصكوك الإسلامية ؟ هل توجد أنواع للصكوك الإسلامية ؟ ماهي قواعد وآلية إصدارها وتداولها ؟ ما أهميتها الاقتصادية ؟ وهل توجد فروق بينها وبين الأدوات التقليدية ؟
- ما إسهامات الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية ؟

2- فرضيات البحث

وللإجابة عن إشكالية البحث تم بناء الفرضيات التالية :

- تساهم الصكوك الإسلامية في تنشيط أسواق الأوراق المالية بشكل إيجابي، وهذا لما تمتلكه من مقومات ذاتية ومرونة.
- تمثل الصكوك الإسلامية أداة مالية حديثة تخضع في إصدارها وتداولها في سوق الأوراق المالية لنفس الضوابط والأسس والهيكلة، التي تصدر بها باقي الأوراق المالية التقليدية الاخرى.
- توجد علاقة إيجابية بين إصدارات الصكوك الإسلامية وتطور سوق الأوراق المالية الماليزية.

3- أهداف البحث

تتلخص أهم أهداف البحث في ما يلي :

- تحديد ماهية سوق الأوراق المالية، ومدى إمكانية الوصول لتحقيق الفاعلية لهذه الأسواق، مع تبيان المكانة المتنامية لهذه الأسواق والدور الذي تلعبه في إيجاد الأدوات التمويلية الحديثة لمختلف المؤسسات.
- إلقاء نظرة عامة وشاملة على سوق الصكوك الإسلامية، للوقوف على مدى نموها وتطورها خصوصا في السنوات الأخيرة .

– إبراز دور الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها في أسواق الأوراق المالية، وتوضيح الفرق بين الصكوك والسندات التقليدية والأسهم بدراسة أهم صور إصدارها وتداولها، مع بيان لضوابطها وآلية إصداراتها المتنوعة في أسواق الأوراق المالية.

– إبراز الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في إيجاد أدوات تمويلية حديثة ومتنوعة للحكومات والشركات، تنافس الأدوات الأخرى التقليدية، بما يساهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية ويزيد في فعاليتها.

– الوصول إلى نتائج واقتراحات تثمن التجربة الماليزية في إصدار وتداول الصكوك الاسلامية في سوق الأوراق المالية ومدى نجاحها، لإمكانية تعميم هذه التجربة على سائر الأسواق المالية الأخرى.

4- أهمية البحث

تكمن أهمية البحث من أهمية الموضوع، فالصكوك الاسلامية تشهد تطورا ونموا متسارعا في الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة، وتتجلى أهمية هذا البحث من خلال الاعتبارات التالية:

– زيادة إهتمام إقتصاديات الدول المتقدمة بالصكوك الإسلامية، والسماح بإدراج هذا النوع من الأوراق المالية بأسواقها بالإضافة الى سرعة انتشارها عالميا، حيث لاقت رواجا كبيرا وأحدثت نقلة نوعية في الاقتصاد الإسلامي.

– العمل على إبراز مساهمة أسواق الاوراق المالية في توفير الأدوات التمويلية الحديثة المبتكرة مما يسهل في جذب المزيد من مدخرات الأفراد والشركات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية الجيدة، وما تتميز به هذه الاسواق من درجة كفاءة تسهم في إعادة تسييلها من جديد.

– إقبال دول غير إسلامية على إصدار الصكوك، مع تنبؤ لخبراء الاقتصاد بوصول حجم الاصدارات الكلية إلى آلاف المليارات من الدولارات في السنوات القادمة.

5- أسباب إختيار الموضوع

تكمن دوافع الباحث في اختيار هذا الموضوع في عدة عوامل يمكن تلخيصها :

– رغبة الباحث في معرفة الأدوات المحركة لأسواق المال التقليدية منها أو الإسلامية، وكيف يمكن إصدارها وتداولها، والتعرف على تطبيقات الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية، خاصة بعدما زاد الحديث عنها في مختلف وسائل الإعلام، مما زاد الفضول وشغف البحث والرغبة في المعرفة والحاجة للتعلم.

– المساهمة بتوفير دراسة متخصصة جادة وجديرة بالبحث، لأن هناك حاجة عملية وعلمية ماسة لإبراز دور الصكوك الإسلامية في أسواق الأوراق المالية، تدعم به المكتبة الاقتصادية وتوفر المادة العلمية التي تكون لبنة بحوث عليمة أخرى.

6- حدود الدراسة

الصكوك الاسلامية كأداة تمويلية حديثة متفقة مع أحكام الشريعة، معرفة في كتب الفقه وعديد الفتاوى المعاصرة وكثير من الدراسات والأبحاث، حيث نجد تفصيلا لشروطها وأحكامها، وما تقوم به من دور في سوق الأوراق المالية، وسنقوم بدراسة هذا الموضوع من الجوانب الاقتصادية والمالية في اطار القواعد المالية الاسلامية، ولا نعنى بتفاصيل المسائل والخلافات الفقهية إلا بقدر ما يخدم الهدف الأساسي من الرسالة، ولذلك:

– سنتطرق في هذا البحث للصكوك الشرعية دون غيرها من الاسهم والسندات.

– البحث سيتناول دراسة دور الصكوك الإسلامية دون غيرها من الأدوات المالية في تنشيط سوق الاوراق المالية بالخصوص.

– أخذ السوق الماليزية كمثال للدراسة دون غيرها من بلدان شرق آسيا، لكونها سوق مالية ناشئة وكذا لأنها تعتبر كمركز عالمي للصيرفة الاسلامية رغم حداثة سوقها المالي، بالإضافة لتمتعها بميزة الابداع والابتكار في الادوات التمويلية، من الفترة 2009 الى 2014م.

7- منهج البحث

بالنظر الى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف البحث والاحاطة بمختلف جوانبه، فان المنهج المتبع في هذه الدراسة يتمثل في المنهج الوصفي التحليلي، الذي يقوم على تجميع البيانات والمعلومات المرتبطة بالصكوك والأسواق المالية خلال الفترة 2009-2014

لغرض دراستها وتحليلها بشيء من التفصيل، بإستخدام وسائل وأدوات إيضاحية مختلفة كالجداول التوضيحية والأشكال والمنحنيات البيانية، للوصول إلى نتائج واضحة ودقيقة يمكن تعميمها .

8- هيكل البحث

تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول تمثلت في :

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، تطرقنا في المبحث الأول للإطار النظري لسوق الأوراق المالية من خلال تقديم مفهوم لها وشروط إقامتها وأقسامها وأنواعها والأطراف المتداخلة فيها، وتطرقنا في المبحث الثاني إلى المقومات الاساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال التعرض إلى ماهية سوق الأوراق الإسلامية، وضوابطها الشرعية وكذا مبادئها الإقتصادية أما المبحث الثالث تناولنا فيه الأحكام الفقهية لإجراءات وقواعد تداول الأوراق المالية.

الفصل الثاني: الصكوك الاسلامية ضوابطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، تطرقنا في المبحث الأول لماهية الصكوك الاسلامية من خلال تقديم مفهوم لها وعرض خصائصها، وتطرقنا في المبحث الثاني إلى أهم أنواع الصكوك وأهميتها الإقتصادية، أما المبحث الثالث تناولنا فيه الفرق بين الصكوك والأوراق المالية التقليدية .

الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، تطرقنا في المبحث الأول إلى سوق رأس المال الماليزي مفهومه ونشأته وأقسامه وللسوق المستحدثة للأوراق المالية الاسلامية، وتطرقنا في المبحث الثاني إلى سوق الصكوك في ماليزيا، من حيث حجم الإصدارات وعددها وقيمتها وتطور اصدارها مقارنة مع السندات، وأهم أنواع الإصدارات ودور القطاع الخاص في اصدار مختلف أنواع الصكوك وأثرها في سوق الأوراق المالية الماليزية .

9- الدراسات السابقة

ومن بين الدراسات التي تناولت بعض جوانب هذا الموضوع نذكر:

– **دراسة أسامة عبد الحليم الجورية بعنوان ": صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد "** وهي رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية مقدمة إلى معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق سنة 2009، حيث تناول فيها الباحث لأنواع الأوراق المالية التقليدية ثم تطرق لصكوك الاستثمار تعريفها وتاريخ نشأتها وخصائصها، و العمليات على الصكوك من بيع وإجارة ورهن وإطفاء للصكوك، كما استعرض الباحث أنواع مختلفة للصكوك بالإضافة إلى تداولها وحجمها في أسواق المال، وبالرغم من أن هذه الدراسة بينت دور الصكوك الاستثمارية في الحياة الاقتصادية بصفة عامة، لم يتطرق الباحث بشيء من التفصيل لعمليات وآلية إصدار وتداول الصكوك ولا عن ضوابطها.

– **دراسة بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية " دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"**، وهي عبارة عن رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008، وقد تناول هذا البحث اساليب الاستثمار من وجهة نظر إسلامية، ودراسة أدوات سوق الاوراق المالية الإسلامية ، إلا أنه لم يتطرق إلى عمليات السوق بشكل معمق .

– **دراسة سعيدة حرشوف بعنوان: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق – دراسة حالة سوق ماليزيا** – وهي عبارة عن رسالة ماجستير في علوم التسيير جامعة يحي فارس المدية، 2009، وكانت هذه الدراسة في معظمها نظرية، ولم تأخذ الدراسة التطبيقية الحجم الكافي، وتخصصت الدراسة في دراسة الضوابط الشرعية لسوق الاوراق المالية الإسلامية.

– **دراسة ربيعة بن زيد بعنوان: الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها – دراسة تقيمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية بسوق الخرطوم للأوراق المالية 2005–2010** ، وهي عبارة عن رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، وتهدف الدراسة إلى إبراز أهمية إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، حيث اعتمدت الباحثة في دراستها على تقييم الصكوك المدرجة في سوق الخرطوم خلال الفترة 2005–2010.

إلا أن الدراسة اقتصرت على إبراز أهمية إدارة المخاطر دون التطرق إلى تأثير إصدار الصكوك على تطور سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال هذه الفترة .

الفصل الأول:

الإطار العام لسوق الأوراق المالية

تمهيد :

تمثل سوق الأوراق المالية أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، من خلال تحريك المدخرات المالية وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الاستثمارية، وتعتبر سوق الأوراق المالية جزء من السوق المالي وموازية لسوق النقد، ويمكن اعتبارها أداة من الأدوات التي تعكس أوضاع الشركات والأفراد، نظرا لدورها الفعال في التنمية الاقتصادية.

ونظرا للمزايا التي تقدمها أسواق الأوراق المالية ارتأينا دراستها من المنظور الإسلامي ذلك لأن الأحوال الراهنة لهذه الأسواق لا تعتبر في غالبيتها النماذج المحققة لأهداف التنمية والاستثمار والتمويل من وجهة نظر إسلامية، ولأن العالم الاسلامي يتمتع بكافة المقومات التي تؤهله لإنشاء أسواق الأوراق المالية الإسلامية والتي تتمتع بالضوابط والأسس الشرعية، هذه الأخيرة التي قد تضبط الكثير من المخالفات والتجاوزات التي تتم على مستوى الأسواق، كما قد توفر مجالات عدة للاستثمار والتمويل أمام الكثير من المسلمين الذين يراعون الاعتبارات الدينية في تنمية أموالهم.

هذا وقبل تطرقنا إلى دراسة الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية وعملياتها من وجهة نظر إسلامية، قمنا باستعراض قواعد واجراءات التداول في سوق الأوراق المالية وتكييفها فقهيا لتتوافق مع السوق الاسلامية من خلال الإبقاء على ماهو متوافق مع الشريعة الاسلامية وتجنب ما يخالفها.

لهذا قمنا بتقسيم الفصل الأول إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

- ✓ المبحث الأول: ماهية سوق الاوراق المالية.
- ✓ المبحث الثاني: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- ✓ المبحث الثالث: الأحكام الفقهية لإجراءات وقواعد التداول في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في تحريك المدخرات من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، من أجل استثمارها الأمر الذي يؤدي إلى خدمة عمليات التنمية الاقتصادية، وقد ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي التي مرت به مختلف دول العالم، حيث تتميز سوق الأوراق المالية بمزايا كثيرة على مستوى اقتصاديات الدول من خلال الوظائف الهامة التي توفرها للشركات والأفراد.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وتطورها التاريخي

يختلف الاقتصاديون في توحيد المصطلح الدقيق لسوق الأوراق المالية، فمنهم من يطلق عليها سوق الأسهم والسندات، سوق الأوراق المالية، سوق رأس المال، بورصة الأوراق المالية، ولكن هذه المصطلحات قد لا تختلف كثيرا في معانيها، وعليه سنعتمد في كامل دراستنا هذه على مصطلح واحد هو سوق الأوراق المالية.

1- التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم التعامل فيها عن طريق تبادل السلع (المقايضة)، إلى أن ظهرت النقود أين أصبح يتعامل بها بدلا من المقايضة.

وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال واللقاء المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريق هذه الوسائل بشكل مباشر، أو بواسطة الوسطاء و الوكلاء"[1]، وبذلك لم تعد وحدة المكان شرطا أساسيا لقيام الأوراق المالية.

كما أن كبر حجم المنتجات وتنوعها أدى إلى ظهور أسواق متخصصة في سلع معينة، كأسواق المواد الغذائية، أسواق الذهب، وظهرت أيضا أسواق متخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية.

ولقد مر نشوء سوق الأوراق المالية بالمراحل التالية[2] :

1.1- مرحلة إنشاء أسواق البضائع (بورصة البضائع) : إن التطور والإنتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، اقتضى وجود

---

[1] مبارك بن سليمان آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص:53 .

[2] شعبان محمد إسلام البراوي، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، دار الفكر، دمشق، 2002، الطبعة الأولى، ص ص: 32-34.

سوق عالمي للإتجار بالحاصلات الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل الاتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحصولات سميت بورصة البضائع، وأنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م.

2.1- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول.

3.1- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق: ذكرنا أن التعامل في الأوراق المالية كان يجري في بورصة البضائع، ولكن بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدأوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق.

4.1- مرحلة استقلال سوق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها: صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية.

فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية اخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن الأسواق المشهورة في العالم والتي استقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر : سوق (البورصة) لندن 1773 م ثم باريس 1808م ونيويورك وطوكيو في1821 م .

2- مفهوم سوق الأوراق المالية

يتكون مصطلح سوق الأوراق المالية من مصطلحين، الأول السوق والثاني الأوراق المالية، وبذلك سنقوم أولا بتعريف السوق ثم الأوراق المالية، ثم نتطرق الى تعريف سوق الأوراق المالية.

1.2 – السوق

- **السوق لغة:** هي موضع البياعات، وهي التي يتعامل فيها[1]، والسوق – بضم السين- معروفة تذكر وتؤنث، مشتقة من سوق الناس بضائعهم، والجمع أسواق [2].

[1] ابن منظور، **لسان العرب**، المجلد العاشر، دار صادر للطباعة والنشر، لبنان، 1994، الطبعة الثالثة، ص:167 .
[2] أحمد الشرباصي، **المعجم الاقتصادي الإسلامي**، دار الجيل، 1981، ص:231.

– **السوق في الاصطلاح الاقتصادي:** يختلف مفهوم السوق في الاصطلاح الاقتصادي عنه في الاستعمال الشائع، فإذا كانت كلمة السوق تطلق في المفهوم الشائع على المكان المعروف الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعة معينة أو سلع متنوعة، فإنها تستعمل في الاصطلاح الاقتصادي المعاصر في معنى أوسع، إذ يكفي مجرد وجود تعامل على سلعة أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق، سواء تم هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين البائعين والمشترين أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال: كالبريد والهاتف وشبكة المعلومات وغيرها[1] .

2.2 – الأوراق المالية

هناك مجموعة من التعريفات للأوراق المالية نذكر منها:

– **التعريف الأول:** "الأوراق المالية هي الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الحكومية وغيرها (سندات حكومية طويلة الأجل، أذون الخزانة، أسهم الشركات العامة، أسهم وسندات الشركات المساهمة...إلخ)، فالورقة المالية تعتبر صكا وذات حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة من هذا الأصل، أي أنها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر"[2].

– **التعريف الثاني:** "الورقة المالية هي صك يعطى لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو أصول منشأة ما، أو الحقين معا، ومن أمثلتها الأسهم والسندات وأذونات الخزانة"[3] .

– **التعريف الثالث:** " تمثل الورقة المالية السلعة (الأصل) الذي يجري تداولها بيعا وشراء في السوق المالية، لذلك فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة، والورقة المالية تمثل حقا قانونيا لحاملها (أو المسماة له) في أصل رأسمالي (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار"[4] .

3.2– تعريف سوق الأوراق المالية

هناك مجموعة من التعريفات لسوق الأوراق المالية نذكر منها :

– **التعريف الأول:** "سوق الأوراق المالية هي سوق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل: الأسهم والسندات وهي تجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر

---

[1] مبارك بن سليمان آل سليمان، **مرجع سابق**، الجزء الأول، 2005، ص:27 .
[2] عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص:21 .
[3] صلاح السيد جودة، **بورصة الأورق المالية علميا عمليا**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى،2000، ص:18.
[4] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص:85 .

عن الوسيلة التي يتحقق بها الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه "[1] .

– **التعريف الثاني:** "سوق الأوراق المالية هي السوق التي تنهض بعمليات توظيف أموال (مدخرات) المستثمرين، وتمويل المشروعات طويلة الأجل عن طريق تسييل استثماراتها في شكل أوراق مالية وتسهيل عمليات تداولها"[2].

– **التعريف الثالث:** "سوق الأوراق المالية هي سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في شكلها التقليدي، أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة وهي بذلك توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعا وشراء "[3] .

– **التعريف الرابع:** "سوق الأوراق المالية هي إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالية، وهي موقع (جغرافي أو لا جغرافي) لعرض وطلب الأوراق المالية "[4] .

التعريف الخامس: " تعرف سوق الأوراق المالية بأنها الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تيسير عملية التداول، وتعتبر سوق الأوراق المالية من الأسواق الثانوية حيث أن الأصول المالية التي يتم تبادلها قد صدرت في وقت سابق "[5] .

هذه جملة من التعريفات وعلى ضوئها يمكن إبراز مجوعة من الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية على النحو التالي:

– **الأدوات:** تتمثل أدوات سوق الأوراق المالية في الأوراق المالية طويلة الأجل، بأشكالها المختلفة، التقليدية(الأسهم و السندات) والمستحدثة(المشتقات).

---

[1] حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، **الأسواق المالية**، دار زهران، الاردن، 1998، ص: 16 .

[2] محمد بن علي العقلا، **"الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"**، **المؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"**، جامعة الامارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، 6-8 مارس 2007، ص:7 .

[3] صلاح السيد جودة، **مرجع سابق**، 2000، ص:11 .

[4] محمود محمد الداغر، **مرجع سابق**، 2005، ص:239 .

[5] محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 53 .

– **المكان:** تجمع سوق الأوراق المالية بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، دون اشتراط توفر المكان، بمعنى أن وحدة المكان ليس شرطا أساسيا لقيام هذه الأسواق.

– **المتعاملون:** الشركات، السماسرة، المختصون، المضاربون، الأفراد....إلخ، بصفة عامة كل المتعاملين على الورقة المالية من بائعين ومشترين ووسطاء.

– **العمليات** : تداول الأوراق المالية بيعا وشراء.

– **الوسائل:** قنوات اتصال فعالة تمكن من الجمع بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض.

– **مراحل عمل سوق الأوراق المالية** : تتكون من مرحلتين مرحلة الإصدار أو ما يسمى بسوق الإصدار أو السوق الأولية، ومرحلة التداول أو ما يسمى سوق التداول أو السوق الثانوية .

– **الوظيفة:** جمع وتعبة مدخرات الأفراد والشركات لتسهيل عمليات التمويل، أي تيسير حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال من الفئات ذات الفائض المالي.

ومن خلال العناصر السابقة يمكن سياق التعريف التالي: سوق الأوراق المالية هي المجال الذي يتم فيه الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، عبر قنوات اتصال فعالة ويكون التعامل فيها من خلال إصدار أدوات مالية طويلة الأجل وتداولها، مما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار.

المطلب الثاني: تصنيفات سوق الأوراق المالية

تصنف سوق الأوراق المالية إلى أساس عدة معايير نذكر منها :

1- التصنيف على أساس معيار التسليم

تقسم سوق الأوراق المالية إلى أسواق حاضرة و أخرى آجلة :

1.1- الأسواق الحاضرة : "وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة"[1].

[1] بوكساني رشيد، **معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2006، ص:6 .

2.1- الأسواق الآجلة :"هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بين البائع والمشتري بالإتفاق على تسليم سلعة أو أصل(ورقة مالية) في تاريخ لاحق على أن يدفع المشتري الثمن عند التسليم"[1].

وتعرف أيضا على أنها "عمليات تنعقد في الحال و لكن يتراخى تنفيذها لتاريخ لاحق هو ما يعرف بيوم التصفية"[2] وهي تقسم إلى:

1.2.1- **أسواق الخيارات:** ويتم فيها تبادل عقود الخيار، وهذه العقود تعطي لصاحبها الحق في البيع أو الشراء في وقت محدد، وهي عقود غير ملزمة فله الخيار في التنفيذ أو عدم التنفيذ عند تاريخ الاستحقاق .

2.2.1- **أسواق المستقبليات:** تتعلق بالشراء أو البيع عند سعر معين ووقت معين، وهي عقود ملزمة فليس فيها خيار التنفيذ أو عدمه.

3.2.1- **أسواق المبادلات:** ويتم مبادلة نوع من التدفق النقدي أو أصل معين، مقابل تدفق أو أصل آخر، بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد.

2- التصنيف على أساس معيار الإصدار

تقسم الأسواق الحاضرة على أساس معيار الإصدار إلى سوق أولية وأخرى ثانوية :

1.2- السوق الأولية: "الأسواق الأولية يتم فيها طرح الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، وقد يكون المصدر لهذه الأوراق شركة جديدة تماما، أو شركة تعمل في مجال معين لعدد من السنوات، وقد تكون الأوراق المالية المصدرة جديدة من وجهة نظر الشركة المصدرة مثل قيام إحدى الشركات المساهمة بإصدار سندات لأول مرة، أو قد تكون هذه الأوراق المالية كميات إضافية لنوع معين من الأوراق المالية سبق إصدارها من قبل "[3].

والسوق الأولي هو السوق الذي تحصل منه الشركة على الموارد المالية لتمويل استثماراتها عندما تطرح أصولها المالية، ولذلك فالسوق الأولي هو سوق الاستثمار الحقيقي للشركة[4] .

---

[1] بن الضيف محمد عدنان، **الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية**، رسالة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة،2008، ص:58 .

[2] مبارك بن سليمان آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، الجزء الثاني، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص:787 .

[3] أحمد سعد عبد اللطيف، **بورصة الأوراق المالية**، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، الطبعة السابعة، 1998، ص:4 .

[4] أحمد أبو الفتوح علي الناقة، **نظرية النقود والأسواق المالية**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001، ص:15.

وتتم الإصدارات في هذه السوق عن طريق [1] :

- **الاكتتاب العام:** وهو الاكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، أو من قبل شركات قائمة بالفعل بغرض زيادة مواردها المالية .
- **الاكتتاب المغلق:** وهو الاكتتاب الذي يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل والمقصود بالاكتتاب المغلق أن شركة المساهمة قد لا تطرح أسهمها للاكتتاب العام، وإنما يقتصر الاكتتاب فيها على مؤسسي الشركة .

2.2- السوق الثانوية: وإذا كان السوق الإصدار مهما لكل من الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، بما يمثله من بوابة أمام المشروعات والحكومات للحصول على ما يلزمها من تمويل لتوسعاتها واستثماراتها، وما يمثله أمام المدخرين أصحاب الفوائض المالية لتوظيف واستثمار ما لديهم من موارد، وإن هذه المهمة لا تكتمل على الوجه المرضى دون وجود خطوة أخرى تالية تتمثل في تمكن أصحاب أو حملة الأوراق المالية من التصرف في هذه الأوراق بسهولة وفي الوقت المناسب وبالسعر المناسب [2].

وبذلك فإن التوقف عند السوق الأولي (سوق الإصدار) يفقد أهم خاصية للورقة المالية والمتمثلة في سهولة تسييلها، وهذه الأخيرة لا تتحقق إلا بوجود سوق آخر للتداول(السوق الثانوية) التي تعتبر الوجه الثاني المحفز والمنشط لسوق الأوراق المالية، لما توفره من مرونة واستمرارية للأوراق المالية، وتعرف السوق الثانوية :

" هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية"[3] .

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية "دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الاسلامية"**، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص:44 .

[2] شوقي أحمد دنيا، **"البورصة حلم وكابوس"**، **المؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"**، جامعة الامارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، أيام 6-8 مارس2007، ص:4 .

[3] صلاح السيد جودة، **مرجع سابق**، 2000، ص: 22 .

ومن جهة أخرى فإن سوق التداول يستمد قوته وفعاليته من سوق الإصدار، فكلما كان سوق الإصدار قويا وفعالا كلما كان سوق التداول قويا وفعالا هو الآخر، والعكس صحيح، وكثيرا ما تبين أن كثيرا من جوانب الضعف في أسواق التداول مرجعها ضعف سوق الإصدار[1].

3- التصنيف على أساس معيار التنظيم

تقسم الأسواق الثانوية على أساس التنظيم إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة:

1.3- السوق المنظمة :" الأسواق المنظمة تعني بورصة الأوراق المالية ذات الموقع الثابت والصالات المحددة للتداول، وإجراءات التداول القانونية المحددة، والسجلات المخصصة التي تسجل فيها الأوراق المالية المتداولة فيها وفقا لإجراءات وقواعد قانونية معينة، ويتميز السوق المنظم بأن له مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق كما أنه يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق"[2] .

2.3- السوق غير المنظمة :" وهي التي يتم على أساسها المعاملات خارج البورصات وعن طريق وسيط ويطلق عليها المعاملات على المنضدة أو السوق الموازية[3]، ولا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع ما بين السماسرة والتجار والمستثمرين أي أن هذا السوق يعتبر أسلوبا لأداء الصفقات أكثر منه مكان لعقد الصفقات[4]، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض من خلال شبكة الاتصالات، هذا وقد يوجد في الأسواق غير المنظمة ما يسمى بالاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم اختبارات معينة مؤهلة، كما أن هذا الاتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل"[5] .

وتقسم هذه السوق بدورها إلى سوقين السوق الثالث والسوق الرابع :

---

[1] شوقي أحمد دنيا، **مرجع سابق**،2007، ص:5 .
[2] محمد بن علي العقلا، **مرجع سابق**،2007، ص:9 .
[3] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق المال**، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2006، ص:94.
[4] محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، **المؤسسات المالية، البورصة والبنوك التجارية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001، ص:16 .
[5] صلاح السيد جودة، **مرجع سابق**، 2000، ص ص: 23-24 .

1.2.3- السوق الثالث:" يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ممن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة" .

2.2.3- السوق الرابع: " وهي سوق التعامل المباشر على الأوراق المالية غير المقيدة في البورصة (السوق المنظمة)، ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق ولايرجع السبب في قيام هذه الأسواق إلى حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ بعض الصفقات بأحجام كبيرة وبأقل تكلفة ممكنة "[1].

المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية العديد من الوظائف ذات الدور المهم للاقتصاد، ومن هذه الوظائف نذكر ما يلي:

1- إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية : وذلك لإمكانية استرداد المستثمر لمدخراته فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة للنقود، فالتعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم و سندات[2].

2- تشجيع الادخار و تسهيل عمليات الاستثمار: تخلق سوق الأوراق المالية وتتيح فرصا لاستثمار الأموال ففي بعض الأوقات يكون هناك فائض مالي لدى الشركات أو الأفراد إما لموسمية أعمالهم أو لوجود كساد مؤقت يطرأ على هذه الأعمال مما ينتج عن ذلك فائض في السيولة، لذلك فإنهم يلجأون إلى استثمار هذا الفائض في أوراق مالية عن طريق سوق الأوراق المالية مع ثقتهم في إمكانية تسييل هذه الاستثمارات عند الحاجة إليها[3].

---

[1] سمير عبد الحميد رضوان، **مرجع سابق**،1996، ص:78 .

[2] خالد عيجولي، **وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية**، رسالة ماجيستير في علوم التسيير تخصص مالية ونقود، جامعة الجزائر، 2006، ص:17 .

[3] نظير رياض محمد الشحات، **إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات**، بدون دار النشر،2007، ص:151 .

كما أنها تقوم بتوجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية، الأمر الذي يولد عائد ملائم للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد الوطني[1].

3- أداة تحذير وتنبيه للمخاطر المحتملة: تعمل سوق الأوراق المالية كموجه للاستثمارات حيث يتوجه المستثمر إلى المشروعات التي ترتفع قيمة أسهمها ويتجنب الاستثمار في المجالات الأخرى، لما توفره هذه الأسواق من المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة .

4- مؤشر للأحوال الاقتصادية: سوق الأوراق المالية تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها[2]، حيث يعتبر مؤشرا يوميا عن ظروف الاستثمار واتجاهاته، وهو مؤشر يعكس قوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه، كما أنه يعكس مستوى الأداء للقطاعات الاقتصادية وكذلك الأداء المالي للشركات الاستثمارية .

فعند انخفاض الأسعار مثلا فهذا دليل على أن البلاد قد تتعرض لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهة نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة اتخاذ القرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها[3].

5- المساهمة في تمويل خطط التنمية : تساهم سوق الأوراق المالية في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلد، حيث تقوم بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية عن طريق طرح الحكومة أوراق مالية(سندات الدين العام) في هذه الأسواق مما يمكنها من رفع كفاءتها في تنفيذ سياستها المالية والنقدية المقررة.

---

[1] جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى،2002، ص:38 .
[2] خالد عيجولي، **مرجع سابق**،2006، ص:18 .
[3] بن الضيف محمد عدنان، **مرجع سابق**،2008، ص:64 .

المبحث الثاني: المقومات الأساسية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاد، لما توفره للمستثمر من ضمان للسيولة والربحية، ولهذا فقد اهتم باحثو الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق لتنميتها واستغلالها بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما يؤكد علماء الاقتصاد الإسلامي والمتخصصين العاملين في هذا المجال أن العالم الإسلامي يمتلك كافة المقومات التي تؤهله لإنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية، ووجود مثل هذه الأسواق ضرورة لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، لذلك نحن في حاجة لمعرفة الضوابط الشرعية والمبادئ الاقتصادية لقيام سوق الأوراق المالية، إضافة إلى التحديات والمشاكل التي قد تحول دون قيام مثل هذه الأسواق في الدول الإسلامية.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

1- مفهوم سوق الاوراق المالية الاسلامية : لقد أمر الله تعالى بحفظ المال شأنه في ذلك شأن المال العام فقال عز وجل :**{وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّـهُ لَكُمْ قِيَامًا وَارْزُقُوهُمْ فِيهَا وَاكْسُوهُمْ وَقُولُوا لَهُمْ قَوْلًا مَّعْرُوفًا ﴿٥﴾}**[1]، وهذا دليل على حفظ المال .

وقد نظم الله تعالى أمور المسلمين ونظم تداولهم للمال من خلال فقه المعاملات، فحلل البيع وحرم الربا ، قال الله تعالى : **{ وَأَحَلَّ اللَّـهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا }** [2]، ووضع شروطا واركانا للبيع والشراء وأخلاقيات وضوابط للتعامل والتعاقد[3] .

وقيام سوق الأوراق المالية لا يعد تناقضا مع الشريعة الاسلامي، " لأن الرسول عليه الصلاة والسلام أمر ببناء سوق اسلامي في المدينة بدلا من سوق اليهود، وكان عليه الصلاة والسلام يمر ويراقب بنفسه السوق، وقد تبعه الصحابة والتابعين في ذلك"[4]، ولكن تختلف سوق الاوراق المالية عن السوق في ذلك الوقت من حيث الاختصاص، حيث ان الاسواق في عصرنا هذا تتميز بتخصصها في نوعية السلع المعروضة فيها، فهناك سوق البضائع، سوق الذهب، سوق

---

[1] **سورة النساء** الآية: 5.
[2] **سورة البقرة** الآية: 275 .
[3] خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، **"نحو أسواق مالية إسلامية"**، **المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة**، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية ، غزة، 2005، ص:4 .
[4] خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده ،**المرجع نفسه** ، 2005، ص:5 .

العملات، سوق الاوراق المالية ... إلخ.

لكن ما يجعل قيام هده الاسواق محظورا في الشريعة الاسلامية، هو نوعية السلع المتداولة وقواعد التعامل والتعاقد، فإن توافقت السلع (الأدوات المالية) المتداولة وقواعد التعامل والتعاقد مع الشريعة الاسلامية فلا يصبح هناك ما يمنع قيام مثل هذه الاسواق .

ولأن الاقتصاد الاسلامي اقتصاد مشاركة فإن الاوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات بطريقة المساهمة في ملكية رأس المال والمشاركة في مخاطر الاستثمار وفي أرباحه ومنها أسواق الأوراق المالية هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الاسلامي، ومناسبة لطبيعته لأنها توفر للصيغ التي تكمن من توفير الاموال للمستثمرين، وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن الحدود الشرعية[1] .

وبناءا على هذا يمكن تعريف سوق الاوراق المالية الاسلامية على النحو التالي :

" سوق الاوراق المالية الاسلامية هي المجال الذي يتم فيه الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، عبر قنوات إتصال فعالة ويكون التعامل فيها من خلال إصدار ادوات مالية اسلامية طويلة الاجل وتداولها، مع مراعاة ضوابط وقواعد التعامل والتداول الشرعية، ومراقبة السوق من طرف هيئات شرعية تراقب الأدوات والتعاملات في السوق، مما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار في إطار شرعي " .

وتتميز سوق الاوراق المالية الاسلامية بالخصائص التالية[2] :

- أنها سوق لا تشكل أدوات الدين السمة الغالية في تعاملاتها وإنما تشجع على تداول أدوات أنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، جراء حظر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلا لعمليات المضاربة .
- الملكية بشكل واسع، أنها سوق لا تتحكم بها الاحتكارات والرشاوي ولا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق المالية فيها .

ولكي يكون هناك رقابة في السوق من الناحية التنظيمية والشرعية لابد من إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة، فتعطي بذلك اسم هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الاسلامية ولها

---

[1] خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، **مرجع سابق**، 2005 ، ص:5 .

[2] أحمد سفر، **المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية**، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص ص :151-152 .

مهام رقابية من الناحية التنظيمية والشرعية، فتراقب الأدوات المالية المستعملة في السوق من حيث الضوابط الشرعية ومن حيث تسعيرها والصفقات القائمة في السوق، وتراقب التنظيم المبني عليه السوق من سماسرة وبائعين ومشتريين .

2- مشاكل وتحديات قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

1.2 - المشاكل : ومن أهم المشاكل التي تواجه قيام سوق الاوراق المالية الاسلامية ما يلي[1] :

- ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية المالية في الدول الاسلامية ، لان النظام التقليدي الرأسمالي هو السائد إلى حد كبير في معظم الدول الاسلامية .
- سيادة النمط العائلي للشركات المساهمة ، وهذا النمط من الشركات يتوقف عليه الاحتفاظ في أسهم هذه الشركة او تلك في يد أفراد العائلة أو عدد محدد من الناس .
- تمتلك الحكومات نسبة كبيرة من اسهم الشركات المساهمة وقد تصل إلى أكثر من 50 % ولا تسمح هذه الانظمة بطرحها للاكتتاب العام .
- قد تكون أيضا من أهم المشكلات انخفاض معدل الدخل النقدي في معظم الدول الاسلامية وهذا يؤثر في الادخار الفردي حيث ينفق الدخل على الاستهلاك ولا توجد زيادة للادخار.
- انخفاض العائد الصافي على الاوراق المالية يعتبر شكلا من أشكال الإعاقة امام الاستثمار في الأوراق المالية .
- غياب جهات الرقابة الشرعية على أدوات وعمليات السوق .
- تبني النظام الرأسمالي في معظم الدول الاسلامية مما يؤدي إلى ضعف وعدم الإقبال على الأسواق المالية الاسلامية .

2.2- التحديات : ومن أهم التحديات الكبيرة التي تواجه السوق المالي الاسلامية ما يلي [2] :

- ضعف التعاون بين المؤسسات المالية الاسلامية، والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الاسلامية .

---

[1] زكريا سلامة عيسى شنطاوي، **الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى ، 2009، ص:234 .

[2] زكريا سلامة عيسى شنطاوي، **المرجع نفسه** ، 2009، ص:234 .

- عدم اطلاق برنامج ونظم ادارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الاسلامية، من خلال إقرار معايير معترف بها دوليا في مجالي الجودة وتطوير المنتجات .
- محدودية المنتجات الاسلامية المبتكرة والمجازة شرعا، وعدم تغيير الانظمة الضريبية وقوانين الاستثمار غير المناسبة .
- ضعف الروابط القانونية والتكنولوجية بين أسواق المال المحلية والاسواق العالمية .

المطلب الثاني : الضوابط الشرعية لسوق الاوراق المالية الاسلامية

يقصد بالضوابط الشرعية التعاملات التي تتبني على عدم اضطراب العلاقات بين الافراد هذا من جهة، وعلى ضرورة مراعاة المبادئ الشرعية في المعاملات المالية بين الناس من جهة اخرى ومن اهم هذه الضوابط ما يلي :

1- خلو المعاملات في سوق الاوراق المالية من الربا

عرف الربا منذ العصور القديمة وتطور خلالها في مختلف المجتمعات، سواء الوثنية او المتدنية وخضع لدراسات ومناقشات على مدى الحقب التاريخية، ولقد حرمت الشريعة الاسلامية الربا مؤكدة بذلك مواقف الشرائع السماوية السابقة[1] .

1.1- تعريف الربا : الربا لغة هي الزيادة والنمو ، ربا الماء يربو أي زاد وارتفع ،ومنه قوله تعالى : **{ وَتَرَى الْأَرْضَ هَامِدَةً فَإِذَا أَنزَلْنَا عَلَيْهَا الْمَاءَ اهْتَزَّتْ وَرَبَتْ وَأَنبَتَتْ مِن كُلِّ زَوْجٍ بَهِيجٍ ﴿٥﴾}** [2] وربت : أي ارتفعت وزادت .

اما الربا اصطلاحا : فهو الزيادة في المال مقابل أجل، وفي تعريف آخر فهو فضل مال بلا عوض في معاوضة مال بمال، وقيل أيضا الزيادة على اصل المال بغير بيع[3] .

---

[1] عائشة الشرقاوي المالقي، **البنوك الإسلامية بين الفقه والقانون والتطبيق**، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، الطبعة الأولى،2000، ص: 548 .

[2] **سورة الحج** الآية: 5.

[3] سعد الدين محمد الكبي، **المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام**، المكتب الإسلامي، بيروت، الطبعة الأولى،2002 ، ص: 154.

2.1- حكم الربا في الاسلام :

- **الربا في القرآن الكريم :** تحدث القرآن الكريم عن الربا في أربع من سوره، وكان الختام هو آيات الربا في سورة البقرة، قال تعالى : **{الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّـهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَن جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّـهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾ يَمْحَقُ اللَّـهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّـهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ ﴿٢٧٦﴾ إِنَّ الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَأَقَامُوا الصَّلَاةَ وَآتَوُا الزَّكَاةَ لَهُمْ أَجْرُهُمْ عِندَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ ﴿٢٧٧﴾ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّـهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُم مُّؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّـهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾}** [1] .

فالقرآن الكريم حرم الربا مستعملا طريقته الخاصة في محاربة كل الآفات التي كانت ثابتة في حياة الناس، وهو ما أتبعه في تحريم الخمر بصفة خاصة، حيث بدأ في التمهيد لتحريم الربا قبل الهجرة، فذكره مقرونا بالصدقة (وذلك في الآية 39 من سورة الروم)، مستخدما أسلوب المقارنة بين النظامين، مظهرا أن الربا يشتمل على الاستغلال والظلم والصدقة على البر والاحسان، ثم أتى بآيات تضمنت درسا مستخلصا من تجربة اليهود الذين مارسوا الربا، رغم تحريمه عليهم والعقاب الذي أنزله الله بهم تبعا لذلك (وذلك في الآيتين 160-161 من سورة النساء)، فجاء التحريم الصريح بعد ذلك ،ولكن بشكل نسبي لأنه تعلق بالربا عندما يكون أضعافا مضاعفة (وذلك في الآية 130 من سورة آل عمران)، وأخيرا أتى التحريم القطعي المقرون بالتهديد والوعيد لكل من يتعامل به (وذلك في الآيات 275-279 من سورة البقرة).

- **الربا في السنة المطهرة :** جاءت السنة المطهرة مؤكدة تحريم الربا الذي جاء في القرآن الكريم وتبين أنه من أكبر الكبائر، وانه من السبع الموبقات ففي الحديث : عن أبي هريرة رضي الله عنه عن النبي صلى الله عليه وسلم قال :" اجتنبوا السبع الموبقات، قالوا يا رسول الله ومن هن ؟

[1] **سورة البقرة** الآيات: 275-279 .

قال : الشرك بالله، والسحر وقتل النفس التي حرم الله الا بالحق، وأكل الربا، وأكل مال اليتيم والتولي يوم الزحف، وقذف المحصنات المؤمنات الغافلات " متفق عليه[1]، ووجه الدلالة هنا أن النبي صلى الله عليه وسلم أمر باجتناب الربا وهذا دليل حرمته، والثاني ان عده من المهلكات واقترانه بالشرك والسحر وقتل النفس التي حرم بغير الحق وأكل مال اليتيم، كل هذا يدل على أنه من أكبر الكبائر[2]، وأن اللعنة على كل من يرتكبه أو يشترك في ارتكابه، عن ابن مسعود رضي الله عنه قال : " لعن رسول الله صلى الله عليه وسلم آكل الربا وموكله " رواه مسلم[3]، ووجه الدلالة هنا أن اللعن يدل على شيئين الأول : أن المنهي عنه محرما شرعا، والثاني : أنه كبيرة من كبائر الذنوب، إذ لا لعن شرعا الا على كبيرة .

- **الربا في الاجماع** : فقد أجمعت الأمة سلفا وخلافا على تحريم الربا، سواء كان قليلا أو كثيرا وقد نقل الينا هذا الاجماع الكثير من العلماء، قال النووي : فقد اجمع المسلمون على تحريم الربا وعلى أنه من أكبر الكبائر، وأنه كان محرما في جميع الشرائع .

3.1- أنواع الربا : يقسم الربا الى نوعين هما ربا البيوع والربا الديون :

1.3.1- ربا الديون (ربا النسيئة) : ربا النسيئة هو الذي كان مشهورا في الجاهلية ، لأن الواحد منهم كان يدفع ماله لغيره الى أجل على أن يأخذ منه كل شهرا قدرا معينا وراس المال باق لحاله، فاذا حل طالبه برأس المال، فان تعذر عليه الأداء زاد في الحق والأجل[4]، وهو المقصود من الربا في حديثنا هذا لأن المعاملات المالية المعاصرة تقوم على هذا النوع من الربا.

ب- ربا البيوع : وهو الربا الذي حرمته السنة النبوية، ومعه كل عملية أو وسيلة تؤدي اليه فصورته، بيع الشيء بمثله مع الزيادة بدون مقابل، لاسيما في تبادل الأموال التي تسمى ربوية بمثلها.

---

[1] أبي زكريا يحي بن شرف النووي الدمشقي، **رياض الصالحين**، كتاب الأمور المنهي عنها، باب تغليظ تحريم الربا، دار المأمون للتراث، دمشق، الطبعة العشرون،2001، ص:479 .

[2] رمضان حافظ عبد الرحمن، **موقف الشريعة الإسلامية من البنوك ، المعاملات المصرفية، التأمين** ، دار السلام للنشر والتوزيع، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2005، ص:14 .

[3] أبي زكريا يحي بن شرف النووي الدمشقي، **مرجع سابق**، 2001،ص:479 .

[4] أحمد على السالوس، **الاقتصاد الاسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة**، الجزء الأول، مؤسسة الريان للنشر والتوزيع، الدوحة، 1998، ص: 105 .

2- خلو المعاملات في سوق الأوراق المالية من الاحتكار

من صور التعامل في سوق الأوراق المالية التعاملات التي تتبني على الاحتكار، والتي يصنعها المضاربون وتسمى عمليات الاحراج، والتي يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق، ونقدم فيما سيأتي المقصود بالاحتكار وموقف الشريعة الاسلامية منه :

1.2- تعريف الاحتكار : الاحتكار لغة احتباس الشيء لغلائه، واصل الحكرة وهو الجمع والامساك[1] .

ولا يختلف معنى الاحتكار الشرعي الاصطلاحي عن معناه اللغوي، وقد عرف عند الفقهاء بتعريفات متقاربة في المعاني والالفاظ، وأشملها عند المالكية ويعني الادخار للمبيع وطلب الربح بتقلب الاسواق، ومن شروط الاحتكار المتفق عليها [2]:

- أن يكون الاحتكار وقت ضيق وضرورة
- أن يترتب على هذا الاحتكار اضرار وتضييق على الناس
- أن يقصد بالاحتكار اغلاء السلعة على الناس وتحقيق الربح أي أن يكون الغرض هو تحقيق الربح عند تقلب الأسواق .

2.2- حكم الاحتكار : لقد إتفق الفقهاء على أن الاحتكار أمر محظور شرعا نظرا لأنه يؤدي إلى إلحاق الضرر بعامة الناس، ولكنهم اختلفوا حول هذا الحظر للحرمة أو للكراهية، فهو حرام عند جمهور الفقهاء، وعند الشافعية فهو مكروه، والراجح بلا شك هو الرأي الأول .

ومن أدلة حظر الاحتكار قوله تعالى: **{وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ }** [3]، وما رواه أبو هريرة رضي الله عنه قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم : " من احتكر حكرة يريد أن يغلى بها على المسلمين فهو خاطئ "[4].

---

[1] أحمد الشرباصي، **مرجع سابق**،1981، ص:19 .

[2] ماجد أبو ريخة وآخرون، **بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة**، المجلد الثاني، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 1998، ص:19 .

[3] **سورة البقرة** الآية : 188 .

[4] أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، **فتح الباري بشرح صحيح البخاري**، الجزء الرابع، كتاب البيوع، الحديث رقم :2134، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الرياض، الطبعة الأولى، 2001، ص:408 .

3- خلو المعاملات في سوق الأوراق المالية من الغرر

1.3- الغرر لغة : اسم مصدر من التغرير وهو الخدعة، وبيع الغرر منهي عنه، وهو ما كان ظاهره يغر المشتري وباطنه مجهول[1] .

2.3- الغرر شرعا : هو ما يكون مجهول العاقبة، لا يدري أيكون أم لا، وهو حرام ومنهي عنه لما يتضمنه من تدليس وخداع، ويقال هو بيع السمك في الماء والطير في الهواء، وعن نافع ابن عمر قال : أن رسول الله صلى الله عليه وسلم " نهى عن بيع الغرر"[2].

وهو أيضا بيع الغرور أي بيع الأشياء الاحتمالية غير المحققة الوجود والحدود[3].

4- خلو المعاملات في سوق الأوراق المالية من القمار و الميسر

إن الغرر المفرط يماثل القمار، وقد حرمت آيات القرآن الكريم والسنة النبوية الربح الناتج عن لعبة الحظ وهو ما يعرف بالميسر، يقول الله تعالى:**{ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴿٩٠﴾ إِنَّمَا يُرِيدُ الشَّيْطَانُ أَن يُوقِعَ بَيْنَكُمُ الْعَدَاوَةَ وَالْبَغْضَاءَ فِي الْخَمْرِ وَالْمَيْسِرِ وَيَصُدَّكُمْ عَن ذِكْرِ اللَّـهِ وَعَنِ الصَّلَاةِ فَهَلْ أَنتُم مُّنتَهُونَ ﴿٩١﴾}** [4]، وبالنسبة للعمليات التي تشمل محاولة التنبؤ بالقيمة السوقية للورقة المالية من خلال تحليل وتفسير المعلومات ذات العلاقة، وهذه الحالة تتسق وعقلانية الإسلام.

أما فيما يتعلق بأي عملية يغيب عنها بشكل كامل المعلومات المتعلقة بقيمة الورقة المالية أو تشوبها ظروف حالة عدم تأكد مفرطة فإن الأمر يتعلق بالعمليات المماثلة للعبة الحظ أو القمار وبالتالي تكون محرمة[5].

5- خلو سوق الأوراق المالية من البيوع الباطلة و البيوع الفاسدة

البيع الصحيح هو البيع الذي استوفى أركانه وشرائطه المقررة له شرعا، ويثبت أثره الشرعي في الحال، وأما البيع غير الصحيح فهو البيع الذي اختلى ركن من أركانه أو شرط من شروطه

---

[1] ابن منظور، **مرجع سابق**، المجلد الرابع، 1994، ص: 89 .
[2] صحيح البخاري، **مرجع سابق**، كتاب البيوع، الحديث رقم :2143،2001، ص:418 .
[3] بن الضيف محمد عدنان، **مرجع سابق**، 2008، ص:69 .
[4] **سورة المائدة** الآية: 90-91 .
[5] خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، **مرجع سابق**، 2005، ص ص: 14-15 .

ويشتمل الباطل والفاسد، وهما لفظان مترادفان عند جمهور الفقهاء[1]، ونذكر من بين أنواع البيوع الفاسدة و البيوع الباطلة ما يلي:

1.5- بيع الدين بالدين: وهو ما يعرف ببيع الكالئ بالكالئ، وقد يكون لمن عليه الدين أو لغير من عليه الدين، وله ثلاثة صور[2] :

- **ابتداء الدين بالدين:** وهو تأجيل تسليم البديلين (الثمن والمثمن) محل العقد إلى أجل معلوم.
- **فسخ الدين في الدين:** وهو فسخ ما في ذمة المدين في شيء يتأخر قبضه سواء أكان دينا أم عينا.
- **بيع الدين بالدين:** وقد يكون للمدين، وذلك بان يشتري الرجل شيئا إلى فإذا حل الأجل لم يجد الثمن الذي يقضي به الدين فيقول الدائن: بعنه إلى أجل آخر بزيادة شيء، فيبيعه ولا يجري بينهما التقابض، أو يكون لغير المدين، وذلك بأن يكون لشخص على آخر دين فيبيعه لثالث بدين بقبض بعدة مدة.

2.5- بيع المعدوم: أي غير الموجود وقت التعاقد، كبيع الحمل الموجود، وبيع الثمر والزرع قبل ظهوره، ومثله ما له خطر العدم، ويلحق به بيع لؤلؤ الصدف وبيع الصوف على ظهر الغنم وبيع الكتاب قبل طبعه...إلخ[3].

3.5- بيع النجس و المتنجس: وهو بيع باطل غير منعقد كبيع الخمر والخنزير والميتة والدم.

4.5- بيع المجهول أو بيع بثمن مجهول جهالة فاحشة: والجهالة هي التي تؤدي إلى المنازعة، والبيع يكون بذلك فاسد.

5.5- بيع الشيء المملوك قبل قبضه: وهو أن يبيع الشخص المبيع قبل أن يقبضه من بائع آخر، أي قبل تملكه لشيء المباع .

6.5- البيعتان في البيعة: وهو وجود صفقتين من البيع في عقد بيع واحد، كأن شخص ما لآخر بعتك سيارتي بكذا على أن تبيعني أرضك بكذا.

---

[1] وهبة الزحيلي، **المعاملات المالية المعاصرة**، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002، ص:29 .

[2] أحمد ريان، **فقه البيوع المنهي عنها مع تطبيقاتها في المصارف الإسلامية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، السعودية، الطبعة الثالثة،2003، ص:34 .

[3] وهبة الزحيلي، **مرجع سابق**، 2002، ص:31 .

المطلب الثالث: المبادئ الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بالمبادئ الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الضوابط الشرعية المتعلقة بالجانب الاقتصادي والتي قد تساهم بشكل فعال إلى جانب الضوابط الشرعية العامة السابق ذكرها في استقرار السوق، ومن أهمها ما يلي:

1- حرية التعاقد[1]

لقد ضمن الإسلام حرية التعاقد، فلا يتم ولا يصح التعاقد إلا برضى الطرفين، قال الله تعالى: **{يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَن تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنفُسَكُمْ إِنَّ اللَّـهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿٢٩﴾}** [2].

2- حرية المنافسة

الأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث إن التعامل في شريعة الإسلام مبنية على الحرية، وصحة ما يتراضى عليه المتعاقدان وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق[3] .

3- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي

تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإجارات وغيرها من العقود .

4- الإفصاح عن المعلومات

نظرا لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن مركزها المالي ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية، ومن وسائل الإفصاح: نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين، والرقابة الخارجية عليها من خلال مكاتب المحاسبة،

---

[1] خالد الزهار، رامي صالح عبده، **مرجع سابق**، 2005، ص:15 .
[2] **سورة النساء** الآية: 29 .
[3] زكريا سلامة عيسى شنطاوي، **مرجع سابق**، 2009، ص ص: 230-231 .

وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق، وكذلك بيان هياكل الإدارة وصلاحياتها ونسب ربحية المشروع أو خسارته إلى رأس المال الحقيقي، كما أن الإسلام أعطى أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق، فحرم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري، قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:" البيعان بالخيار ما لم يفترقا، فإن بينا وصدقا بورك لهما في بيعهما، وإن كذبا وكتما، محقت بركة بيعهما"[1]، وصدقا هنا تفيد ضرورة الإفصاح و البيان.

كما أكد علماء الإسلام على أن أية عملية التعاقد يجب أن تخلو من الغش والجهالة، وبالتالي فإن تأسيس السوق يتسم بالشفافية والإفصاح* هو أمر غاية الأهمية ويجب أن تعقد الصفقات من خلاله بعد الأخذ بعين الاعتبار كل المعلومات ذات العلاقة، وبالنسبة للأوراق المالية فإن الإسلام يفرض أن يتم تمكين المستثمرين في السوق وبشكل متساوي من الحصول على كافة المعلومات ذات العلاقة بالتدفق النقدي المتوقع وبقيمة الأصل، وهذا بالتأكيد يشمل حق المستثمرين في البحث عن المعلومات بدون أية غش[2].

5- عدم التحكم في الأسعار

يجيز الإسلام السوق الحر حيث تتحد الأسعار بفعل قوتي العرض والطلب وبالتالي يرى أن لا ضرورة للتدخل في وضع الأسعار حتى من قبل المنظمين وهذا الجواز خاضع لظروف تثبيت السعر من أجل التغلب على حالة غير إعتيادية ناتجة عن عدم توفر شروط المنافسة الحرة*.

أيضا المطلوب في السوق الحر أن يكون العرض والطلب حقيقي وغير زائف وخال من أية عناصر مفتعلة، بالتالي فالإسلام يرفض محاولة التأثير في أسعار السوق ويعتبر أي محاولة لرفع الأسعار من خلال اصطناع طلب وهمي غير أخلاقية وهي نجس تدخل في دائرة الحرام[3].

---

[1] أبي عبد الرحمان أحمد بن شعيب بن علي النسائي، **سنن النسائي**، كتاب البيوع، الحديث رقم: 4464، مكتبة المعرف للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى،1996، ص:685 .

* يقصد **بالشفافية** في المعنى الإصطلاحي قيام شركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص، وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الإطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، إلا المعلومات التي من شأنها الإضرار بمصالح الشركة، أما **الافصاح** فهو ليس فقط مجرد توفير البيانات والمعلومات والسماح بالاطلاع عليها، بل أن تتعهد تلك الشركات بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية، وكذلك في الحلات الاستثنائية إلى الجهات الرقابية مثل البورصة وهيئة سوق المال، بل تلتزم أيضا أن تحملها إلى علم المساهمين وإلى كافة الجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين.

[2] خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، **مرجع سابق**،2005، ص: 16 .

* ومن أهم هذه الشروط: وجود عدد كبير من المشترين والبائعين، حرية الدخول إلى السوق، توفر المعلومات بشكل كامل .

[3] خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، **مرجع سابق**،2005، ص: 15 .

المبحث الثالث: الأحكام الفقهية لإجراءات وقواعد التداول في سوق الأوراق المالية

تتمثل قواعد وإجراءات التداول في سوق الأوراق المالية، في الأوامر التي يتلقاها الوسيط أو السمسار من وكيله، من أجل بيع أو شراء الأوراق المالية، وكذلك كيفية تسعير الأوراق المالية في السوق لذلك سنقوم باستعراض هذه القواعد والإجراءات محاولين إبراز الجوانب التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية للإبقاء عليها، والجوانب التي لا تتوافق والشريعة الإسلامية لاجتنابها أو تكييفها وفق المنهج الإسلامي للاستفادة منها، وذلك بالتطرف إلى المقصود بأعضاء السوق من سماسرة وتجار ومتخصصين، وما يقومون به من وظائف، مستعرضين بذلك الأحكام الفقهية لعملهم، إضافة إلى الأحكام الفقهية للأوامر التي يتلقونها من عملائهم، كما سنتطرق إلى كيفية تسعير الأوراق المالية، ونظرة الشريعة الإسلامية لهذه العملية.

المطلب الأول: أعضاء السوق

يقصد بأعضاء السوق الأشخاص الذين يعينون في السوق المنظمة للقيام بعمليات الوساطة سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين، ويوجد ثلاث أنواع من الأعضاء: السماسرة(الوسطاء) التجار، صناع السوق (المتخصصون)، ولكن في غالبية الدول العربية لا يوجد إلا نوع واحد وهم السماسرة أو الوسطاء[1]، كما أنه ليس من حق أي شخص العمل في سوق الأوراق المالية والتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية، إلا بعد الحصول على عضوية السوق أو ما يسمى بالحصول على مقعد، وذلك مقابل مبالغ كبيرة نوعا ما[2].

1- السماسرة

1.1- تعريف السمسار

- **السمسار في اللغة** : هو المتوسط بين البائع والمشتري، أي الذي يدخل بينهما، متوسطا لإمضاء البيع، وهو لفظ فارسي معرب[3].

---

[1] مبارك بن سليمان آل سليمان، **مرجع سابق**، الجزء الأول،2005، ص: 417 .
[2] سعيد توفيق عبيد، **الاستثمار في الأوراق المالية**، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص: 74 .
[3] ابن منظور، **مرجع سابق**، المجلد الرابع، 1994، ص: 380 .

– **السمسار في الاصطلاح** : عرف السماسرة في الاصطلاح على أنهم وكلاء بالعمولة، يقومون بالتوسط لبيع وشراء الأوراق المالية، ويحصلون على عمولة مقابل الخدمة التي يقدمونها[1].

ويفهم من هذا التعريف أن عمل السمسار يقتصر على التوسط بين البائع والمشتري، أي الجمع بينهما، دون أن يباشر العقد بنفسه، ولكن يبدو أن هذا المفهوم غير المراد إذ أن عمل السمسار ليس قاصرا على ذلك، بل أن السماسرة هم الذين يبرمون العقود نيابة عن عملائهم، ولا يسمح بدخول العملاء إلى قاعات التداول.

ويتم تصنيف السماسرة إلى سماسرة وكلاء وسماسرة الصالة:

- **السمسار الوكيل:** هو سمسار يتبع إحدى شركات السمسرة، يقوم بتنفيذ أوامر العملاء الخاصة بالشراء أو البيع[2] .
- **سمسار الصالة:** وهو سمسار مستقل، يقوم بتنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية نيابة عن السمسار بالعمولة في حالة تعذر هذا الأخير عن القيام بها، وذلك مقابل جزء من العمولة.

2.1– شروط السمسار: يشترط في السمسار الشروط الآتية[3]:

- الأهلية القانونية: كحمله جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وسن العمل.
- الكفاءة المالية: وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة سوق الأوراق المالية.
- الكفاءة الفنية: أي حصوله على حد أدنى من التعليم، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة معينة تحدد من طرف لجنة سوق الأوراق المالية عادة بـ 3 سنوات.
- الشروط الإجرائية: كاجتياز الاختبارات الكتابية والشفوية، والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة سوق الأوراق المالية.
- النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه، وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة القوانين المالية

[1] سعيد توفيق عبيد، **مرجع سابق**، 1998، ص:77 .
[2] سمير عبد الحميد رضوان، **مرجع سابق**، 1996، ص:163 .
[3] شعبان محمد إسلام البراوي، **مرجع سابق**، 2002، ص:56 .

3.1- الخدمات التي يقدمها السمسار في سوق الأوراق المالية : السمسار هو المستشار الأمين الذي يرشد المستثمر ويساعده على حسن اختيار الأوراق المالية، ويوضح له أفضل أوقات الشراء والبيع، حيث يقدم السمسار النصائح والمشورة والرؤية المستقبلية فيما يتعلق بالسوق ككل، ويقوم ببيع وشراء الأوراق المالية نيابة وباسم العملاء، وإبلاغهم بتطور الأسعار وتقلباتها أولا بأول[1] .

4.1- الحكم الفقهي لسمسار سوق الأوراق المالية : السمسرة هي كما قلنا عمل يقوم به محترفها خدمة لغيره بأجر معلوم لقاء هذه الخدمة، وعلى ذلك فهي عمل مباح طالما أن أصل السلعة المباعة أو المشتراة صالحة للتعامل فيها شرعا، وقد كان السماسرة في عهد الرسول صلى الله عليه وسلم فلم ينكر عليهم عملهم[2].

وأجمع الفقهاء على مشروعية السمسرة وعمل السمسار، حيث تعتبر أعمال السمسرة من الأعمال المباحة شرعا وفقا للقاعدة الشرعية: ((الأصل في العقود الإباحة فلا يحرم منها إلا ما حرمه الله ورسوله، ولم يحرم الله عقدا فيه مصلحة للمسلمين بلا مفسدة))، وتأسيسا على ذلك أن أي عقد مستجد في الحياة المعاصرة يكون مقبولا شرعا إذا لم يتصادم مع دليل شرعي يشتمل على مفسدة راجحة. ويعتبر عمل السمسار أحد صيغ التعاون في تنفيذ عمليات البيع والشراء وما في حكمها في إطار أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

قال الله تعالى: **{ وَتَعَاوَنُوا عَلَى الْبِرِّ وَالتَّقْوَىٰ وَلَا تَعَاوَنُوا عَلَى الْإِثْمِ وَالْعُدْوَانِ وَاتَّقُوا اللَّـهَ إِنَّ اللَّـهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ ﴿٢﴾}** [3] .

ومما يدل على جواز عمل السمسرة ما يلي:

1- شيوع التعامل بها وانتشارها في عهد النبي عليه الصلاة والسلام، من غير أن ينهى عنها مما يدل على جوازها[4] .

---

[1] محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة ،الطبعة الثانية، 1999، ص: 57 .
[2] بن الضيف محمد عدنان، **مرجع سابق**، 2008، ص:78.
[3] **سورة المائدة** الآية :2.
[4] مبارك بن سليمان آل سليمان، **مرجع سابق**، الجزء الأول،2005، ص:441 .

2- عن ابن طاوس عن أبيه عن ابن عباس: نهى رسول الله عليه الصلاة والسلام أن يتلقى الركبان، ولا يبيع حاضر لباد، قال فقلت لابن عباس: لا يبيع حاضر لباد، قال :" أن لا يكون له سمسارا "، ومفهومه أنه يجوز أن يكون له سمسارا في بيع الحاضر للحاضر[1].

2- تجار الأوراق المالية

1.2- تعريف تجار الأوراق المالية

- **تعريف التاجر في اللغة:** الذي يبيع ويشتري.

- **تعريف تاجر الأوراق المالية:** وهو الذي يقوم بتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لحسابه الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة[2].

ويوجد نوعان من تجار الأوراق المالية وهما: تجار الصالة، وتجار الطلبيات الصغيرة .

2.2- الحكم الفقهي للمتاجرة بالأوراق المالية : عن حكم المتاجرة بالأوراق المالية يتوقف على حكم بيعها، من الأوراق المالية الجائز بيعها والأوراق المالية غير الجائز بيعها، ومن أدلة جواز المتاجرة بالأوراق المالية الجائز بيعها:

- جواز عمل التجارة قال الله تعالى: **{ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَن تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنفُسَكُمْ إِنَّ اللَّـهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿٢٩﴾}**[3]، وهذا يدل على جواز التجارة ومنها تجارة الأوراق المالية.

- أن تعامل الناس بالأوراق المالية الجائزة شرعا، بيعا وشراء، بقصد تحقيق الربح من فروق الأسعار أمر جرى به العرف، فكان ذلك جائزا، إذ العرف أصل شرعي معتبر[4].

المطلب الثاني: أوامر البيع والشراء

يتوقف التعامل بين العميل (المستثمر)، والسمسار على أنواع الأوامر التي يتلقاها هذا الأخير من طرف المستثمر لإتمام عمليات البيع أو الشراء، ويوجد أكثر من نوع للأوامر التي يصدرها العميل تبعا لتوقعاته حول ما يتعلق بالتعامل في السوق، وتعتبر الأوامر الدور الرئيسي

---

[1] صحيح البخاري، **مرجع سابق**، كتاب الإجارات، باب أجر السمسرة، الحديث رقم: 2274، 2001، ص ص: 527-528 .
[2] فليح حسن خلف، **الأسواق المالية والنقدية**، جدارة للكتاب العالمي، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص:116 .
[3] **سورة النساء** الآية: 29 .
[4] مبارك بن سليمان آل سليمان، **مرجع سابق**، الجزء الأول، 2005، ص:513 .

لسوق الأوراق المالية حيث تسمح بمقابلة الأوامر على الورقة المالية المدرج، من أجل إنشاء السعر الذي يحقق أكبر حجم من المعاملات، وسنتطرق إلى أنواع الأوامر التي يصدرها العميل وإلى أحكامها الفقهية كما سيأتي:

1- مفهوم الأوامر وأنواعها

1.1- مفهوم الأوامر

- **الاوامر في اللغة** : جمع أمر ومعناه الطلب.

- **الأوامر في الاصطلاح** : وهي طلبات الشراء أو البيع التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة، هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للسمسار بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للسمسار المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الامر وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للسمسار قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف السمسار، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر[1].

2.1- أنواع الأوامر : وتتنوع الأوامر تبعا للاعتبارات التالية:

1.2.1- أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر، أو عدمه : وتنقسم إلى الأنواع التالية:

- **الأمر محددا السعر:** وفيه يحدد العميل للسمسار سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه[2]، أما إذا كان الأمر المحدد خاص بالشراء فإن السمسار سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد او يتساوى معه، أي أن العميل يحدد السعر الأدنى في حالة البيع، والسعر الأعلى في حالة الشراء.

- **الأمر السوقي:** وفيه يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري أوراقا مالية وفقا لأحسن سعر متاح، ولا يحدد له السعر مسبقا، وهذا النوع من الأوامر يجري تنفيذه من قبل السماسرة فور تسلمهم له من عملائهم، وفقا لأفضل الأسعار السائدة وقت التنفيذ.

---

[1] شمعون شمعون، **البورصة**، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص:65 .

[2] محمد صالح الحناوي، وآخرون، **الاستثمار في الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص:29 .

- **الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال:** من المعلوم أنه يوجد ما يسمى بسعر الفتح وهو السعر المعروض في أول الجلسة أما سعر الإقفال فهو السعر الذي يتحدد لنفس الورقة المالية آخر الجلسة، وفي هذه الحالة قد يصدر العميل أوامر بالبيع أو الشراء على أساس أول سعر أو آخر سعر.

- **الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي:** وذلك بأن يحدد المتعامل للسمسار سعرا معينا، مع تفويضه في البيع أو الشراء بسعر مقارب لذلك السعر، حيث يمكنه البيع بسعر أدنى من ذلك السعر بقليل، أو الشراء بسعر أعلى منه بالقليل.

-**أمر الإيقاف:** وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعودا أو هبوطا) مختلفا بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين، وبذلك فإن على السمسار أن ينفذ الأمر إذا بلغت الأسعار الأمر المحدد، وبأفضل سعر ممكن حتى إذا نزلت الأسعار عن السعر المحدد، في حالة الأمر بالبيع، أو زادت عليه في حالة الأمر بالشراء.

2.2.1- أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر: وتتنوع إلى الأوامر التالية :

- **الأمر المؤقت بمدة معينة:** قد يكون البعد الزمني للتنفيذ يوما أو أسبوعا أو شهرا أو أكثر دون تحديد مسبق لأسعار البيع أو الشراء، وفي هذه الحالة يقوم السمسار بتنفيذ الأمر لصالح العميل بأفضل سعر ممكن، ففي الأمر اليومي يتعامل السمسار بموجب هذا الأمر حتى نهاية العمل ويعتبر الأمر بعد هذه الفترة ملغيا[1].

- **الأمر مفتوح المدة:** وهو الأمر الذي يبقى ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو إلغاؤه من قبل العميل.

[1] سعيدة حرفوش، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق ماليزيا"**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، 2009، ص:37 .

3.2.1- أنواع الأوامر من حيث الشروط المقرونة بالأمر: وتتنوع إلى :

- الأمر بالبيع أو الشراء، مع تنفيذ الأمر فور تسلمه من العميل، أو إلغاؤه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر كله، أو إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

- الأمر بالبيع أو الشراء، مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه بمجرد وصول الأمر، أما الجزء الذي لم ينفذ فيعتبر لاغيا.[1]

- الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة، بشرط أن يكون السمسار قد اشترى أو باع أوراقا مالية اخرى وكل بشرائها أو بيعها قبل ذلك.

4.2.1- أنواع الأوامر من حيث حجم الطلب: وتتنوع إلى:

- **الأمر الكسري(الطلبية الصغيرة):** وتعكس أمرا لشراء أو بيع أوراق مالية بعدد يقل عن الوحدة المقررة من قبل إدارة سوق الأوراق المالية المنظمة، وعادة تقدر بـ100ورقة مالية، وعادة ما تكون تكلفة السهم داخل الكمية الكسرية أعلى تكلفة من السهم داخل الكمية غير الكسرية، وذلك لأن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله داخل الكمية غير الكسرية[2].

- **الأمر غير الكسري(الطلبية الدائرية):** ويعكس أمرا لشراء أو بيع أوراق مالية وفقا للوحدة المقررة من طرف سوق الأوراق المالية المنظمة، أو مضاعفتها.

5.2.1- الأوامر المطلقة: في مثل هذه الأوامر يترك للسمسار حرية إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسبا للعميل سواء من حيث نوع الأوراق المالية التي يجرى التعامل عليها ووقت التنفيذ لعملية البيع أو الشراء.

2- الحكم الفقهي للأوامر

الأمر ببيع أو شراء الأوراق المالية هو في الحقيقة توكيل بالبيع أو الشراء، وفيما يلي نعرض الأحكام الفقهية لأنواع الأوامر الصادرة عن العميل للسمسار:

---

[1] سعيدة حرفوش، **مرجع سابق** ، 2009، ص:37 .
[2] سعيدة حرفوش، **المرجع نفسه**، 2009، ص:38 .

1.2- حكم الأمر محدد السعر: هذا يتفق مع ما هو مقرر شرعا من وجوب التزام الوكيل بالبيع بالثمن الذي قدره له الموكل، أو بأكثر منه، والشراء بالثمن الذي قدره له أو بأقل منه، ذلك لأن التوكيل بالبيع أو الشراء لا يجلو إلا أن يكون مطلقا أو مقيدا، وفي الأمر محدد السعر الوكالة مقيدة، وهي جائزة شرعا.

2.2- حكم الأمر السوقي: في الوكالة بالبيع أو الشراء فإن ذكر الثمن ليس بشرط في الوكالة بالبيع في جميع المذاهب، كما أنهم نصوا جميعا على أن الموكل إذا أطلق الوكالة بالبيع، ولم يسمي ثمنا، أنه يلزم الوكيل بالبيع بالثمن المثل، أما في الوكالة بالشراء فقد وقع الخلاف في حكم التوكيل من غير تقدير الثمن على قولين، الأول صحة التوكيل من غير تقدير الثمن، والثاني أن الوكالة لا تصح إلا بذكر الثمن، والمرجح في ذلك القول الأول، وبالتالي يتبن جوازا إصدار هذا النوع من الأوامر، ونوع الوكالة هنا هي وكالة مطلقة.

3.2- حكم الأمر بسعر الفتح أو الإقفال: البيع أو الشراء بسعر الافتتاح أو الإقفال، هو في حقيقته توكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن، ذلك لأن السعر في وقت إصدار الأمر غير معلوم للعميل ولا للسمسار، إلا أن الوكالة هنا هي وكالة مقيدة غير مطلقة، وهو أن يكون البيع أو الشراء بسعر الافتتاح أو الإقفال، ليس بسعر آخر، وبالتالي يكون هذا النوع من الأمر جائزا لأن التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن جائز، غير أن على السمسار أن يلتزم بالقيد الوارد في الأمر، لأن هذا هو الشأن في الوكالة المقيدة.

4.2- حكم الأمر بسعر تقريبي: البيع أو الشراء بسعر تقريبي، هو في حقيقته توكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن، إلا أنه ليس أمرا مطلقا، بل هو مقيد بأن يكون البيع أو الشراء بسعر مقارب للسعر المحدد في الأمر، يزيد عليه قليلا أو ينقص عليه قليلا، وإصدار هذا النوع من الأوامر جائز، لكن هذا النوع من الأوامر قد تؤدي إلى النزاع وذلك لعدم وجود ضابط محدد لما يعد سعرا مقاربا للسعر المحدد في الأمر، فقد يبيع السمسار أو يشتري بسعر يراه مقاربا للسعر المحدد، في حين يراه الأمر غير ذلك، لكن يمكن الرجوع غلى العرف في هذه الحالة.

5.2- حكم أمر الإيقاف: أمر البيع أو الشراء بسعر السوق، مع وقف تنفيذه حتى تبلغ الأسعار في السوق سعرا محددا، هو في حقيقته وكالة منجزة، مع تعليق التنفيذ على شرط مستقبل، وهو أمر جائز.

6.2- حكم الأمر المؤقت: يجوز إصدار الأمر المؤقت بمدة معينة، سواء كان العقد مع السمسار عقد إجارة أو جعالة أو وكالة بأجر.

7.2- حكم الاوامر المشروطة: يجوز إصدار الأوامر المشروطة، لأنها في حقيقتها وكالة مقيدة ويجب على السمسار الالتزام بالشروط، لأن هذا موجب الوكالة المقيدة، هذا فيما يتعلق بالأنواع الثلاثة الأولى، أما النوع الرابع فهو وكالة مع تعليق التنفيذ على شرط، وهو أيضا جائز.

8.2- حكم الأمر المطلق: الأمر المطلق جائزا، سواء حدد الموكل للسمسار نوع الأوراق التي يبيعها أو يشتريها أم لا، وسواء حدد مقدار الثمن أم لا، بشرط أن تكون الأوراق مما يجوز التعامل به، ويكون الموكل بهذا قد فوض الوكيل(السمسار)إلى رأيه، والسمسار مقيد بالعرف، وبما يليق بحال الموكل.

المطلب الثالث: تسعير الأوراق المالية

عملية تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية لا تختلف كثيرا عما يحدث في الأسواق العادية حيث إن التنافس الحاصل بين عارضي الأصول المالية وطالبيه يحدث تفاعلا بين قوى العرض وقوى الطلب، وبذلك تحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية[1].

وسنتطرق فيما يلي إلى مفهوم التسعير، وطرقه في سوق الأوراق المالية، وأحكامه الفقهية:

1- مفهوم التسعير

- **التسعير في اللغة:** التسعير لغة، وسعروا تسعيرا، أي اتفقوا على السعر.

- **التسعير في الاصطلاح:** وهي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما، أثناء إحدى جلسات السوق والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعيرة، وللوصول إلى سعر معين في سوق الأوراق المالية لا بد من توافر بائعين ومشترين لأوراق معينة، وتجنبا من فروق كبيرة في الأسعار تتضمن

[1] محفوظ جبار، **سلسلة التعريف بالبورصة**، الجزء الثاني، دار هومه، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص:114 .

أنظمة أسواق الأوراق المالية المختلفة عادة أحكاما خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل لا تتجاوز فيه نسبا معينة تنص عليها لوائح تلك الأسواق[1].

2- الحكم الفقهي للتسعير

الأصل في الأسعار أن تحدد ففي السوق بتفاعل قوى الطلب مع قوى العرض، وهذا رأي جمهور العلماء الذين يستدلون بالحديث الذي رواه أنس قال: (غلا السعر على عهد رسول الله صلى الله عليه وسلم فقالوا يا رسول الله لو سعرت لنا، فقال إنا الله هو القابض، الباسط، الرازق المسعر وإني لأرجو أن ألقى الله عز وجل ولا يطلبني أحد بمظلمة ظلمتها إياه في دم ولا مال) وهذا ما يحدث في سوق الأوراق المالية إذ أن الأسعار تتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب وبذلك فإن التسعير بالطرق الثلاث جائز شرعا .

3- طرق التداول وتكييفها فقهيا

1.3- طرق التداول

يتم تداول الأوراق المالية في الأسواق المنظمة وفق طريقتين:

1.1.3- طريقة التداول المباشر: ويتم العمل فيها بطريقتين:

- **طريقة المناداة:** وفيها يقوم السمسار بالمناداة بصوت مرتفع لطلب أو عرض أوراق مالية معينة، حتى يجد مناديا آخر ينادي على نفس النوع من الأوراق المالية، فإذا تراضيا على السعر انعقدت الصفقة، وإلا بقيا في المناداة.
- **طريقة الكتابة على لوحة الطلب والعرض:** وهي لوحة يكتب فيها طلبات وعروض السماسرة إلى أن يجدوا مجيبا، وتكون هذه العملية بتقديم بطاقات خاصة بطلبات أو عروض السماسرة إلى الكاتب الموجود في القاعة، وذلك قبل بدأ الجلسة بمدة زمنية قصيرة، ويلغى السعر الأول إذا تم تقديم سعر أقل في حالة البيع، وسعر أعلى في حالة الشراء.

[1] سعيدة حرفوش، **مرجع سابق**،2009، ص: 40 .

2.1.3- الطريقة الالكترونية: وهو نظام اتصالات بين أطراف التعامل، يبدأ بقبول رسائل المتعاملين في شكل أوامر بيع وشراء، ويبثها في صورة عروض وطلبات، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة، وجوهر هذا النظام تنفيذ أوامر البيع والشراء التي يتم إدخالها من قبل السماسرة حيث يتم تنفيذ هذه الأوامر آليا عندما تتوفق الأسعار المعروضة للشراء مع الأسعار المعروضة للبيع لورقة مالية معينة.

2.3- الحكم الفقهي لطرق التداول :

كل من الطريقتين السابقتين في بيع وشراء الأوراق المالية تقوم على المزايدة أو المناقصة:

- **بيع المزايدة :** عقد المزايدة من العقود الشائعة في الوقت الحاضر، وهو عقد معاوضة يعتمد دعوة الراغبين نداءا أو كتابة للمشاركة في المزاد ويتم عند رضا البائع، وهذا ما يحدث عادة في سوق الأوراق المالية، "والمزايدة هي جائزة شرعا، ذلك لأن الأصل في العقود الإباحة، بل أن الأحاديث الدالة على النهي عن النجش دليل على جواز بيع المزايدة، لأن النجش: هو زيادة سعر السلعة دون رغبة في شرائها، وهذا يدل على جواز الزيادة في الثمن لمن يريد الشراء".

- **بيع المناقصة:** المناقصة من المعاملات الحديثة، وتعرف على أنها: طلب أقل عوضا في عمل مخصوص يلتزم صاحبه الوفاء بشروطه، وهي تشبه المزايدة، حيث أن هذه الأخيرة تكون في البيع وهي طلب سعر أعلى، أما المناقصة فتكون في الشراء وهي طلب سعر أدنى، وعقد المناقصة يعني أن يطلب مشتري شراء سلعة معينة فيتنافس الباعة على عرض أقل الأسعار رغبة في البيع، وهذا ما يحدث في سوق الاوراق المالية عندما يطلب مشتر شراء ورقة مالية.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تم تداوله في هذا الفصل يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية مجال يتم بموجبه الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، عبر قنوات اتصال فعالة ويكون التعامل بها من خلال إصدار أدوات مالية طويلة الأجل وتداولها، مما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار، ويصنف سوق الأوراق المالية إلى عدة تصنيفات على أساس عدة معايير، كما تؤدي بهذه التصنيفات عدة وظائف، من أهمها إتاحة سوق مستمرة لـلأوراق المالية المساهمة في تمويل خطط التنمية من خلال وظيفتي تشجيع الادخار وتسهيل عمليات الاستثمار كما أنها أداة تحذير وتنبيه للمخاطر ومؤشر لـلأحول الاقتصادية.

كما تم التوصل إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية لا يختلف كثيرا في مفهومه عن سوق الأوراق المالية من المنظور الوضعي، سوى أن السوق الإسلامي يتمتع بضوابط شرعية أخلاقية اجتماعية واقتصادية يجب مراعاتها، كما يجب توافر هيئات على مستوى السوق تراقب الأدوات والتعاملات .

وبدراستنا لأحكام وإجراءات وقواعد التداول تم التوصل إلى أن الوساطة في سوق الأوراق المالية جائزة من الناحية الشرعية، سواء كانت السمسرة في محل عقد إيجارة أو عقد وكالة بأجر، وكذلك الأمر بالنسبة للمتاجرة بالأوراق المالية، وبالنسبة للمتخصصين فإن عملهم جائز شرعا، وفيما يتعلق بالأوامر الصادرة عن العملاء للسماسرة فإنها تختلف هذه الأوامر بحسب عدة اعتبارات، وتعتبر كلها جائزة من الناحية الشرعية.

وفيما يتعلق بتسعير الورقة المالية فهي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما، أثناء إحدى جلسات السوق، والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعيرة، وتعتبر من أهم إجراءات التداول، وتوجد عدة طرق لتسعير الورقة المالية، وهي كلها جائزة من الناحية الشرعية لأنها تعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب في السوق، كما أنه يتم تداول الورقة المالية وفق طريقتين طريقة التداول المباشر، والطريقة الالكترونية وهما طريقتان تقومان على أساس المزايدة أو المناقصة، ولا يوجد مانع شرعي فيهما.

الفصل الثاني:

الصكوك الاسلامية ضوابطها الشرعية وأهميتها الاقتصادية

تمهيد :

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

وشهدت عديد الأسواق المالية انتشار العمل بأنواع عديدة من الصكوك الإسلامية، التي تعتبر من أفضل وسائل اجتذاب المدخرات وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية، وتتضمن عمليات إصدار وتداول الصكوك إجراءات فنية وضوابط شرعية عامة كانت أم خاصة، تبدأ من الاكتتاب فيها لتوافقها في عمليات التداول وتستمر حتى اطفاء الصكوك وانتهاء أجلها.

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

كما تزايدت الأهمية الاقتصادية للصكوك الاسلامية في الآونة الأخيرة، بزيادة إصدارها وذلك بالنسبة للشركات والحكومات المصدرة وبالنسبة للمستثمرين عامة، أو بالنسبة للاقتصاد ككل.

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

- ✓ المبحث الأول : مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية.
- ✓ المبحث الثاني : الصكوك الإسلامية أنواعها وأهميتها الاقتصادية .
- ✓ المبحث الثالث : مقارنة الصكوك الإسلامية بالأوراق المالية التقليدية .

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، إذ تشكل أحد الموضوعات الجديدة التي ظهرت حديثا في رحاب الإقتصاد الإسلامي، والتي تحتاج إلى تسليط الضوء عليها، وقد أصبحت صناعة الصكوك الإسلامية واقعا فرض نفسه في الساحة المالية العالمية، حتى ولت العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية وجهها إليه، لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للإستثمارات، فضلا عن المواءمة بين المعضلات الثلاث: الربحية والسيولة وقلة المخاطر[1].

المطلب الأول: نشأة الصكوك الإسلامية

إن نشأة الصكوك الإسلامية تعود إلى عام 1983م، وذلك بعد أن اتضح لمسؤولي البنك المركزي الماليزي عزوف "بنك إسلام ماليزيا" – أول بنك إسلامي في ماليزيا– عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزانة، كونها مخالفة للشريعة الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا.

ثم أصدر مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم (5) بتاريخ 1988/8/4م، بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار ففتح الباب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الناشئة، وقد قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين 1986م وبين 2009م، وهي كالتالي[2]:

– تم إصدار سندات مقارضة وسندات للتنمية والاستثمار في أكتوبر عام 1986م، فقام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بالتأكيد على أهمية موضوع السندات، كما كلف باحثين متخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الصائب بشأن هذه السندات.

– في فبراير عام 1988م أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة .

– قام المجمع بإصدار فتوى في مارس عام 1990م مفادها تحريم السندات واقتراح البديل لها

---

[1] أشرف محمد دوابه، **الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2009، ص:9 .

[2] أشرف محمد دوابه، **المرجع نفسه**، 2009، ص:17 .

وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة .

– أصدرت رابطة العالم الإسلامي – وهي تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي الدولي– فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات وذلك بتاريخ يناير عام 2002م، وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية.

– قامت جهة ثالثة وهي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين بإصدار معيار شرعي لصكوك الاستثمار حددت فيه أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها والمبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك – التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار– وكان ذلك في ماي عام 2003م.

– قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي في مارس عام 2004م بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما أنه أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.

– أوصى المجمع بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك مثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون، وذلك في شهر جوان عام 2006م [1].

– أما صندوق النقد الدولي فقد جاء دوره للتأكيد على الطفرة في معاملات التوريق الإسلامي حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضا على أن عددا متناميا من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك، كما بيَّن الصندوق أن أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية، كان ذلك في شهر سبتمبر 2007م .

– ظهرت زكاة صكوك المقارضة، حيث أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة في افريل عام 2008م فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكي زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها.

– بعد ذلك أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى في يوليو عام 2008م على أهمية الصكوك

[1] أشرف محمد دوابه، **مرجع سابق**، 2009، ص:17 .

الإسلامية السيادية (الحكومية)، والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقى اهتماما أكثر سواء من المسلمين أو من غيرهم، كما أكد الصندوق على أن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك هي القوانين والخلاف الفقهي .

– وفي نفس تاريخ المرحلة السابقة ظهرت الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة، حيث أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافع الأعيان، فيمكن بذلك من الاستفادة منه من خلال الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة فهي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك مرونة وضبطا .

– في هذه المرحلة أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي في افريل عام 2009م وقف الصكوك مبينا الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك، كما استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها .

المطلب الثاني : مفهوم الصكوك الإسلامية

1– **مفهوم الصكوك لغة:** الصكوك جمع صك، كفلس أو فلوس وتجمع أيضا على صكاك وأصك مثل بحر، وبحور وأبحر وبحار[1]، وقد ورد المصطلح بكافة مشتقاته في قواميس ومعاجم اللغة.

والصك: كتاب وهو فارسي معرب أصله جك، ومن معانيه، وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو وثيقة تتضمن إثبات حق سواء أكان مالا أو غيره[2]، وقد عرف المسلمون قديما الصكوك على صفة الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه، بأن يكتب فيها الانسان كذا وكذا من الطعام وغيره .

2– مفهوم الصكوك الإسلامية اصطلاحا: الصك في الإصطلاح هو ورقة مالية، والورقة المالية تطلق على الأسهم والسندات، وكل صك مستند له قيمة مالية[3].

---

[1] محمد علي القري بن عيد، **"الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي**، إمارة الشارقة، الإمارات، 26-30 أفريل 2009، ص :1.

[2] أشرف محمد دوابه، **مرجع سابق** ، 2009، ص:13 .

[3] محمد علي القري بن عيد،" **كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية**، البحرين،27-28 ماي 2008، ص :1 .

وتعرف الورقة المالية أيضا بأنها في الظاهر ورقة مطبوعة عليها بيانات منها إسم مصدرها وقيمتها الإسمية، ولكنها في الجوهر عبارة عن حق والتزام، لصاحبها الحق في الحصول على ما تغله من دخل، وعلى ما لها من قيمة في نهاية مدتها، وعلى مصدرها الإلتزام بدفع ذلك الدخل وتلك القيمة.

وقد جرى في إصطلاح الفكر المالي التقليدي إطلاق لفظ صك على الأوراق المالية عموما بما في ذلك الأسهم والسندات، كما جاء في المادة (9) من لائحة قانون سوق المال المصري رقم(95) لسنة 1992م، لفظ "صكوك الأسهم وصكوك السندات"، أي أن الصك يشمل السهم والسند وكل مستند له قيمة، لكن ليس ذلك شائعا، بل الشائع المشهور أن لكل منهما معنى يخصه، والفقهاء المعاصرون فضلوا إستعمال لفظ الصكوك كبديل عن لفظ السندات .

وقد تعددت عبارات الباحثين والهيئات والمجالس في الإقتصاد المالي الإسلامي من حيث تحديد مفهوم الصكوك الإسلامية :

- فقد عرفها كل من مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره الخامس بشأن سندات المقارضة بأنها أداة إستثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها بإعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه[1].

- وعرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها "الصكوك جمع صك ويشار لها عادة(السندات الإسلامية)، يمثل الصك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط إستثماري"[2].

- وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها إسم (صكوك الإستثمار)، تمييزا لها عن الأسهم والسندات، بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء استخدامها

---

[1] **قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي**: القرار رقم 30(4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الإستثمار، 1988، ومتاح على الرابط http://www.fiqhacademy.org.sa/qrarat/4-5.htm. تم الإطلاع عليه يوم (2015/05/04) .

[2] **متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والإستثمارات العقارية**، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، كوالالمبور، ماليزيا، جانفي 2009، ص:3.

فيما أصدرت من أجله"[1].

المطلب الثالث: الخصائص العامة للصكوك الإسلامية

ثمة خصائص عامة تتميز بها الصكوك الإسلامية عن الأدوات المالية الأخرى كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها من بداية إصدارها إلى إنتهاء أجلها، هذا الإلتزام أعطاها درجة عالية من الأمان وجنبها الوقوع في الكوارث والهزات التي سببتها الأوراق المالية التقليدية، كما أن هناك خصائص عامة أخرى تشترك فيها مع غيرها من الأوراق، ومن أهم هذه الخصائص العامة ما يلي:

1- الخاصية الأولى: الصكوك تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في الموجودات

تمثل الصكوك الإسلامية لحاملها حصصا شائعة في ملكية موجودات لها عائد، ولا تمثل دينا في ذمة مصدرها، هذه الموجودات قد تكون أعيانا أو منافع أو خدمات أو ديونا في ذمة الغير في بعض مراحل إستثمار المال الذي يمثل الصك فيه حصة شائعة، كما يمكن ان تكون مشروعا إستثماريا يشمل خليطا من الأعيان والنافع والديون، وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط، بهذه الخاصية يتميز الصك الإسلامي عن السند الربوي حيث أن هذا الأخير يمثل دينا في ذمة المصدر مقابل فوائد محددة سلفا يستحقها حامله، وهذا ما يجعل العائد على الصك مشروعا، على أساس تحمل حامل الصك كافة المخاطر التي قد تلحق بهذه الموجودات، بخلاف السندات التي يملك حاملها حقوق الورقة المالية فقط، دون إستحقاق ثابت في أصل الموجودات، ويستحق بذلك نسبة محددة من الربح دون أن يتحمل شيئا من تبعات الهلاك، وهذا غير مقبول في المنظور الشرعي الذي يقرر بأن إستحقاق الربح يكون بمقدار الإستعداد لتحمل المخاطرة على أساس القاعدة الشرعية الغنم بالغرم، حيث تتفق الأسهم مع الصكوك في هذه الخاصية.

[1] المعايير الشرعية، **هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية**، المعيار الشرعي رقم(17) صكوك الإستثمار، البحرين، 2010، ص:238.

2- الخاصية الثانية: إصدار الصكوك بفئات متساوية القيمة

تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، بهدف تسهيل تداول هذه الحصص بين الجمهور في الأسواق المالية، وبذلك يشبه الصك الشرعي السهم الذي يصدر بفئات متساوية، ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية، التي تصدر بفئات متساوية[1].

3- الخاصية الثالثة: يعطي الصك الإستثماري الإسلامي لحامله حصة من الربح

يتم تحديد عائد الصك بنسبة شائعة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من القيمة الإسمية وتحدد هذه النسبة وقت التعاقد أي في نشرة الإصدار التي تسبق الإكتتاب أو في الصك المالي نفسه، حيث تتضمن هذه النشرة أو الصك حصة المضارب وحصة أرباب المال من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع الإستثماري أو في فترات دورية معينة، مع إمكانية إعادة النظر فيها كل فترة بإتفاق الطرفين حامل الصك ومصدره[2].

4- الخاصية الرابعة: يلزم الصك الإسلامي صاحبه بتحمل مخاطر الإستثمار كاملة

يلتزم مالك الصك بتحمل مخاطر الإستثمار كاملة، وفي حدود مساهمته في المشروع، سواء كانت الأعباء مصاريف إستثمارية أو هبوط في القيم وغيرها من المخاطر التي قد تتعرض فيها ملكيته للموجودات المتمثلة في الصك[3]، ويكون ذلك في حدود المبالغ التي أكتتب بها المشروع فيتحمل حامل الصك بحصته أية خسارة يتعرض لها المشروع بسبب لا يد للمضارب فيها، لأن حملة الصكوك(أرباب المال) يملكون المشروع ملكية مشتركة، وتلف المال وهلاكه وخسارته على مالكه إنطلاقا من المبدأ الذي تقوم عليه كافة المشاركات في القواعد المالية الإسلامية، وهو نفس المبدأ الذي يقوم على أساسه إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، من حيث العلاقة بين

---

[1] أحمد إسحاق الأمين حامد، **الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها**، رسالة ماجيستير في الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005، ص: 3.

[2] عبد الله بن محمد المطلق، **"الصكوك"، ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)**، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24-25 ماي 2005، ص:5 .

[3] أحمد إسحاق الأمين حامد، **مرجع سابق**، 2005، ص: 14 .

المشتركين فيها بالإشتراك في تحمل الخسارة مقابل إستحقاق الربح، وهو مبدأ الغنم بالغرم، وذلك في حدود مساهمة حامل الصك في المشروع، وفي ذلك فالصك يشبه السهم.

5- الخاصية الخامسة: تستثمر الصكوك في مشاريع وأنشطة تتفق مع أحكام الشريعة

تخصص حصيلة الإكتتاب في الصكوك الإسلامية للإستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإذا كانت هذه الحصيلة تستثمر في أنشطة محرمة كصناعة الخمور مثلا، فإن الصك لم يعد إسلاميا[1]، ولا يجوز إصداره، وتداوله، ولا يحل الربح العائد منه، وهو ربح في نشاط لا تجيزه الشريعة الإسلامية.

6- الخاصية السادسة: إصدار الصكوك على أساس صيغ التمويل الإسلامية

تعتبر هذه الخاصية من الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية مقارنة بالأوراق المالية التقليدية كالأسهم التي تصدر بصيغة واحدة وهي المشاركة، والسندات التي تعتبر دينا في ذمة مصدره ولا يتعلق بموجوداته، أما الصكوك الإسلامية فهي تصدر على أساس عقود شرعية بضوابط تنظم إصدارها، حيث أنها تصدر بصيغ التمويل الإسلامية كافة، كالمضاربة والإجارة والمزارعة والسلم وغيرها من صيغ التمويل الإسلامية الأخرى، وعندئذ يسمى الصك بالصيغة التي يصدر بها وتختلف أحكام الصك تبعا لإختلاف العقد أو الصيغ الإستثمارية التي صدر الصك على أساسها.

فصكوك المضاربة تحكمها أحكام وضوابط المضاربة، وصكوك الإجارة تخضع لأحكام وضوابط عقد الإجارة الشرعية، ويقاس على ذلك ما سواهما من الصكوك الإسلامية[2].

7- الخاصية السابعة: إصدار وتداول الصكوك محكوم بضوابط شرعية

إن الصكوك الإسلامية شأنها شأن كافة المعاملات المالية في الإلتزام بضوابط الشرع، ويجب أن تتم وفق القواعد المالية الإسلامية، وأن تدور في إطارها سواء تعلق الأمر بمنع العملية أصلا كحرمة تعاطي الربا قطعا، أم بسبب ذاتي (حرمة التعامل مع الصكوك التي تمثل أصولا محرمة) فالصكوك الإستثمارية الإسلامية يجوز التعامل معها، ولكن إذا كانت تمثل أصولا محرمة، فإنه لا

---

[1] أسامة عبد الحليم الجورية، **صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد**، رسالة ماجيستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق، 2009، ص: 33 .

[2] أسامة عبد الحليم الجورية، **المرجع نفسه**، 2009، ص: 30 .

يجوز التعامل بها إصدارا وتداولا، كما يجب الإلتزام بشروط الإصدار والتداول بحسب طبيعة موجودات المشروع، وتحدد العلاقة بين المصدرين من جهة وحملة الصكوك من جهة أخرى، وهذا ما يميز الصكوك الإسلامية عن كافة الأوراق المالية التقليدية، لعدم خضوعها لمثل هذه الضوابط .

8- الخاصية الثامنة: قابلية الصكوك للتداول

الصك ورقة مالية فالأصل أن تكون قابلة للتداول، تماما كتداول الأوراق المالية التقليدية (الأسهم والسندات)، سواء أن التداول بيعا أم هبة أم رهنا بنفس شروط التصرف فيما تمثله هذه الصكوك سواء كان التصرف مع مصدر الصكوك بإطفاء الصك أو إسترداده، أو مع غيره، وهذا التصرف يخضع لإرادة طرفي التصرف وقانون العرض والطلب[1]، ويمكن تداوله بكل الوسائل المشروعة فتداول الصكوك الإسلامية يخضع للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها بإعتبارها تمثل حصة شائعة في مال، فيكون حكمها حكم المال الذي يمثل حصة شائعة فيه، فإن كانت الموجودات التي تمثلها الصكوك أعيانا، منافع مثل صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة، وصكوك الوكالة فإنها تتداول حسب الإتفاق من حيث السعر، أما لو كانت الموجودات الممثلة للصكوك لا تزال مقابل ديون فقط كصكوك المرابحة والسلم في مرحلة من مراحلها، فلا تتداول هذه الصكوك إلا بشروط الديون.

وقابلية الصك الإسلامي للتداول تعد أهم خصائص الأوراق المالية، وذلك لتحقيق الأغراض التي ابتكرت من أجلها هذه الأوراق [2] .

[1] أحمد إسحاق الأمين حامد، **مرجع سابق**، 2005، ص: 30 .
[2] ربيعة بن زيد، **الصكوك المالية الإسلامية وإدارة مخاطرها**، رسالة ماجيستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص: 13 .

المبحث الثاني : أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية

شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في مجال التوريق، وكذلك شهدت المنطقة الإسلامية تطورات متسارعة في ميدان التصكيك (الصكوك الإسلامية)، غير أن التجربة الغربية كانت في معظمها في مجال توريق الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، وهو الأمر الذي يحفظ لهذه الأصول قيمتها ويحول دون المغامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون، وما أدت إليه من أزمة مالية عالمية متسلسلة لا تكاد تتوقف أو تنتهي[1] .

ورغم حداثة تجربة الصكوك الإسلامية إلا أن صورها أو أشكالها تنوعت وفقا للغرض الذي من أجله استحدثت، حيث تنقسم الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة باعتبارات مختلفة، وبحسب الزاوية التي ينظر منها كل باحث، إذ نجد أن نوع واحد من أنواع الصكوك قد يتفرغ إلى أنواع ومستويات أخرى عديدة، لذلك فإنه يصعب جدا حصر أنواع الصكوك في عدد معين.

ونتطرق في هذا المبحث إلى أنواع الصكوك الإسلامية وإبراز أهميتها الاقتصادية من حيث إعتبار صيغ التمويل الإسلامية، وعلى هذا الأساس تختلف الصكوك الإسلامية وتتنوع بإختلاف طبيعة العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، ويعتبر فقه المعاملات الإسلامية هو الأساس الذي بنيت على أساسه الصكوك الإسلامية حيث تتعدد صيغ البيوع والمشاركات تعددا كبيرا يثري المختصين بالبحث عن صيغ الإستثمار الشرعية التي تساير التطور الهائل في الاقتصاد من خلال ما يعرف (بالهندسة المالية الإسلامية) لابتكار أدوات مالية وتمويلية جديدة .

المطلب الأول: الصكوك القابلة للتداول

تعتبر من أكثر انواع الصكوك الإسلامية انتشارا، ونتطرق في هذا المطلب إلى أهم هذه الصكوك وإبراز أهميتها الإقتصادية .

1- صكوك المضاربة

1.1- **تعريفها:** عرفت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها رقم (17) صكوك مضاربة بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء

[1] كمال توفيق حطاب، **"الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"**، **مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول**، دائرة الشؤون الاسلامية بدبي الامارات، 31 ماي -03 جوان 2009 ، ص:11 .

مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملك لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس المضاربة الشرعية بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها[1].

وقد عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي صكوك المضاربة بأنها:" أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها بإعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسب ملكية كل منهم" .

2.1 – أنواع صكوك المضاربة

1.2.1– صكوك المضاربة المقيدة: يحكم هذه الصكوك عقد المضاربة المقيدة، وفيها تتقيد جهة الإصدار بالإستثمار في مشروع أو نشاط معين(صناعيا كان أم زراعيا أم تجاريا)، حيث يتم إصدار هذا النوع من الصكوك من قبل جهة الإصدار وإستخدام حصيلتها في مجالات وأنشطة محددة ومعينة ويتم تحديد مدة الصك طبقا لعمر المشروع، ولا يجوز لجهة الإصدار مخالفة تلك القيود وإلا أصبحت متعدية ومن ثم ضامنة [2].

ويتم توزيع جزء من العائد تحت الحساب كل ثلاثة أشهر أو ستة أشهر مثلا، على أن تتم التسوية النهائية عند إنتهاء العمل على المشروع، وتحصل جهة الإصدار أو الوسيط المالي(وكيل الإصدار) الذي ينوب عنه، والمتمثل عادة في الهيئة ذات الغرض الخاص، على جزء محدد من الربح مقابل الإدارة والتي تحدد نسبته مقدما في نشرة الإصدار، ويمكن إصدار نوعين من صكوك المضاربة المقيدة هما:

– صكوك المضاربة المقيدة بمشروع معين(عملية معينة) .

– صكوك المضاربة المقيدة بمجال معين .

2.2.1 – صكوك المضاربة المطلقة: يحكم هذا النوع من الصكوك عقد المضاربة المطلقة ويعد هذا النوع من أحد أدوات الإدخار الإسلامية من جهة، ومن جهة أخرى هي صكوك محددة المدة

[1] المعايير الشرعية، **مرجع سابق**، 2010، ص:239 .
[2] ربيعة بن زيد، **مرجع سابق**، 2012، ص: 55 .

تصدرها الشركات التي ترغب في الحصول على الأموال لإستثمارها ودون تحديد لنوع النشاط أو المشروع، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الإستثمارات المختلفة للشركة طبقا لقاعدة الصندوق العام للتمويل والإستثمار .

ويستحق عائد الصك كل ثلاثة أشهر مثلا كجزء من الأرباح تحت حساب التسوية النهائية في نهاية المشروع، وتحصل جهة الإصدار بصفتها مضاربا على جزء من الأرباح مقابل عملية التسيير (الإدارة) وتحدد نسبتها مقدما في نشرة الإصدار[1]، وتنقسم إلى :

- صكوك المضاربة المستردة بالتدرج .
- صكوك المضاربة المستردة في آخر المشروع .
- صكوك المضاربة المنتهية بتمليك المشروع .
- صكوك المضاربة القابلة للتحويل .

3.1 - الأهمية الاقتصادية لصكوك المضاربة

- تطرح كبديل لأدوات التمويل الأخرى وخاصة في مجالات التمويل الكبيرة وطويلة الأجل الذي تحتاجها المشاريع الاقتصادية الكبرى، وتعتبر صكوك المضاربة من الأدوات التمويلية الإسلامية المتطورة القادرة على أن تستوعب القدرات الاقتصادية الكبيرة القائمة في مجتمعاتنا والرافضة للتعامل بالسندات التقليدية.

- يعتبر التمويل بصكوك المضاربة أكثر فعالية من حيث تخصيص الموارد، وذلك بالمقارنة مع التمويل القائم على أساس نسبة الفائدة الذي لا يعكس في العادة ربحية المشروعات.

- تعتبر صكوك المضاربة أداة تمويل إسلامية تزاوج بين أصحاب رؤوس الأموال وذوي الخبرات الاقتصادية الذين لا يملكون المال، فالمال والخبرة هما عنصرين مهمين في عملية التنمية الإقتصادية.

- يمكن كذلك من خلال هذه الصكوك قيام الدولة بإقامة مشاريع إستثمارية تعود بالربح عليها أو على الأقل لا تحمل خزينة الدولة أي أعباء مالية، وجانب آخر يمكن بها تمويل مشاريع

[1] أشرف محمد دوابه، **مرجع سابق**، 2009، ص: 41 .

الخدمات العامة التي تقدمها الدولة مثل إنشاء مدارس ومستشفيات كأن تقوم الدولة ببناء مدينة سكنية فتستطيع عن طريق إصدار صكوك المضاربة الحصول على التمويل اللازم لتطوير الأراضي المخصصة لبناء مدن سكنية ومن ثم بيعها لتسدد قيمة الصكوك المصدرة مع توزيع الأرباح والعوائد المناسبة.

2 - صكوك المشاركة

1.2 - تعريفها: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة بأنها:" وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك مشروع قائم، يرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك أو يرغب في إستثمار هذه الحصيلة في إقامة مشروع جديد على أساس عقد المشاركة الشرعية أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنه، ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع في هذه الصكوك بإعتبارهم مشاركين فيه، وتعد حصيلة الصكوك وحدها أو مع موجودات مالك المشروع القائم رأس مال المشروع، وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة رأس مال المشاركة ونوع النشاط وطبيعة المشروع موضوع المشاركة، وطريقة إدارة المشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيع هذه الأرباح، أما الخسارة في المشاركة فهي على قدر حصص الشركاء"[1].

2.2 - أنواع صكوك المشاركة

1.2.2- الأسهم التقليدية: صكوك تثبت حقا في حصة شائعة لشخص في ملكية صافي أصول الشركة تعمل في إطار المباح شرعا، والحق في الحصول على حصة من الربح المتحقق مع مسؤولية محددة بمقدار السهم، ويشترط المساهمون في إتخاذ القرارات الإستثمارية والمالية وبالتالي تشمل جميع أنواع الأسهم المباحة شرعا[2].

2.2.2- صكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها: ويكون ذلك بأن تطرح جهة الإصدار سواء كانت فردا أو مؤسسة أو شركة صكوكا بحصص متساوية تخصص لمشروع معين، وتشترك جهة الإصدار بنسبة معينة من رأس مال المشروع(كالنصف أو الربع مثلا) وبالتالي يكون الجميع شركاء بما فيهم مصدر الصكوك، على أن تتم إدارة المشروع من الجهة

[1] المعايير الشرعية، **مرجع سابق**، 2010، ص:239 .
[2] أحمد الأمين حامد، **مرجع سابق**، 2005، ص:44 .

المصدرة للصكوك لقاء نسبة من الأرباح. وهذه الصكوك بهذه الصورة تختلف عن الأسهم في عدة صور، من أهمها أن أصحابها لا يشتركون في إدارة المشروع بخلاف حملة الأسهم الذين يكونون مسيرين للمشروع هذا من جهة، ومن جهة أخرى هذه الصكوك عادة ما تكون محددة بمدة معينة وعليه لا تنطبق عليها مواصفات شركة المساهمة غير محددة بمدة معينة.

3.2.2- صكوك المشاركة في مشروع معين بإدارة جهة أخرى: وهذا النوع مثل النوع السابق لكن إدارة المشروع المشتركة بين جهة الإصدار وحملة الصكوك تكون لجهة أخرى بنسبة من الأرباح.

4.2.2- صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع: الأصل في إصدار أي نوع من الصكوك أن تكون لمدة محددة فإذا انتهت وجب استردادها، وهذا الاسترداد يتم إما من خلال توزيع ما في المشروع على أصحاب الصكوك بالتدرج أو خلال مدة زمنية محددة، أو من خلال تصفية المشروع وتنضيده(أي بيعه وتحويله إلى نقد وسيولة)، حيث يأخذ كل صاحب حق حقه، أو من خلال تملك بعض الشركاء للمشروع وخروج البعض فيما يعرف بالصكوك المنتهية بالتمليك وعلى هذا الأساس يتم تصنيف صكوك المشاركة من حيث مدة المشروع[1]، وهي أنواع تتمثل فيما يلي:

- صكوك المشاركة الدائمة أو المستمرة .
- صكوك المشاركة المؤقتة بفترة زمنية محددة .

3.2 - الأهمية الاقتصادية لصكوك المشاركة: تعتبر المشاركة من أفضل صيغ التمويل الإسلامي لفعاليتها في عمليات التمويل حيث تتعامل أكثر البنوك ومؤسسات التمويل والشركات الاستثمارية بهذه الصيغة، سواء كانت المشاركة مستمرة أو متناقصة، وذلك للميزات التالية:

- المشاركة هي الأساس الذي يمكن الاقتصاد من ربط الدورة الاقتصادية (أي إنتاج السلع والخدمات) بدورة النقود مما يقلص خطر الإنزلاق بين هاتين الدورتين مما يجعل الاقتصاد المالي يعكس حقيقة الاقتصاد الحقيقي، كما أن وجود هذا الإنزلاق يسبب كوارث مختلفة للبنوك والمؤسسات الاقتصادية، والأسواق المالية العالمية، وهو سبب الأزمة المالية العالمية.

[1] أسامة الجورية، **مرجع سابق**، 2009، ص:98 .

-لا تحمل في طياتها أي آثار تضخمية(كما هو الحال في تمويل البنوك الربوية)، فعدم اعتماد مؤسسات التمويل على الفرق بين سعر الفائدة الدائنة والمدينة يؤدي إلى تنشيط عملية التنمية في المجتمع إذ ليس أمام المؤسسة وهي تعمل بصيغة المشاركة إلا تجنيد كل طاقاتها وامكانياتها في استخدام الأموال التي لديها في مشروعات التنمية (فهي أسلوب حتمي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية باعتبار أن العائد المحقق لا ينتج فعلا إلا من استثمار انتاجي وتنمية حقيقية، مما يساهم في الحد من التضخم، فضلا عن الحد من ارتفاع الأسعار وتخفيض تكاليف الانتاج وبالتالي سعر المنتوج النهائي للمستهلك، وذلك لعدم تحميل التمويل بتكاليف أو أعباء كما في القروض) .

- تعتبر صكوك المشاركة الصيغة المفضلة في التمويل متوسط أو طويل الأجل وذلك لأنها تتغلب على مشكلة انخفاض قيمة العملة وخصوصا في البلدان التي تعاني من انخفاض قيمة عملاتها مقابل العملات الصعبة باستمرار .

3 - صكوك الإجارة

1.3- تعريفها: وبناء على ما جاء فإن فكرة صكوك الإجارة تقوم على تحويل التمويل بالإجارة إلى شكل صكوك تمويلية، ويمكن تعريف صكوك الإجارة من خلال استعراض البعض من تعاريف الباحثين والهيئات الإسلامية الشرعية.

- فقد عرفها محمد مختار السلامي بأنها "أدوات مالية للاستثمار عن طريق تملك أعيان وتأجيرها، ثم تمثيلها في أوراق مالية ونقل ملكية الأعيان المؤجرة إلى المستثمرين بحصولهم على الصكوك واستحقاقهم الأجرة بحسب حصص الملكية"[1] .

- وقد عرفها الفقه الإسلامي الدولي بأنها: "سندات ذات قيمة إسمية، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل"[2].

2.3 - أنواع صكوك الإجارة : يمكن تصنيف صكوك الإجارة إلى ثلاث أنواع رئيسية

---

[1] محمد مختار السلامي ،**"الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير"**، **مجلة الفقه الإسلامي**، العدد الثاني عشر، المجلد الأول، جدة، السعودية، 2000/09/22، ص:313.

[2] محمد مبارك البصمان، **صكوك الإجارة الإسلامية دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2011، ص21 .

1.2.3- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها أو استيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح العين المملوكة لحملة الصكوك على الشيوع بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم حتى تاريخ تصفية المشروع(عقد الإجارة)[1].

2.2.3- صكوك ملكية المنافع: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الإكتتاب وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك .

3.2.3- صكوك ملكية الخدمات *: هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمة مملوكة لحاملي الصكوك .

3.3 - الأهمية الاقتصادية لصكوك الإجارة

- تمثل الإجارة القاسم المشترك بين المؤسسات المالية الإسلامية والتقليدية في التمويل، مما يفسح المجال أمامهما للتعاون.

- تعتبر أداة تمويل مناسبة لتمويل الأصول الثابتة، حيث يتم الاستفادة من منفعتها من خلال الإيجار دون تحمل نفقات الصيانة ومخاطر الملكية من هبوط الأسعار وما إلى ذلك .

- يمكن استعمال صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل مختلف المشاريع والنفقات الحكومية، فيمكن مثلا تمويل مصنع للحصول على الأجهزة والآلات الضرورية فيه، أو تجهيزات متجر للمواد الغذائية، أو شاحنات لشركة مختصة في النقل، ويمكن استخدام صكوك الإجارة بهدف تمويل أصول ثابتة لا يقصد الربح من استعمالها كأن يتم استخدامها في القطاع العمومي مثل انجاز محاكم، ومراكز الأمن ومراكز البحث العلمي، أو في القطاع الخيري التبرعي، كأن يتم تمويل الجمعيات الخيرية للحصول على سيارات إسعاف مثلا.

---

[1] أشرف محمد دوابه، **مرجع سابق**، 2009، ص:30 .

* ثمة فرق بين المنافع والخدمات، فالمنافع تتعلق بالأعيان، كمنافع العقارات والطائرات، أما الخدمات تتعلق بالإنسان كالتعليم والرعاية الصحية .

- أن صكوك الإجارة تساهم بقدر كبير في تمويل احتياطات الدولة، بإقامة المشروعات الكبيرة ذات المنفعة العامة، والتي لا ترغب الحكومة في إقامتها أساس الربح، لمصلحة عامة تراها مثل تمويل بناء الجسور والمطارات والطرق والسدود، ومختلف مشروعات البنية التحتية، لتشكل بذلك بديلا إسلاميا عن السندات التقليدية وسندات الخزينة، ويمكن أن تكون بديلا عن سندات القروض السيادية خاصة التي تصدر بالعملة الأجنبية كالدولار واليورو، حيث أنه يمكن إصدار صكوك إجارة تحصل قيمتها بالعملة الأجنبية كأن يتم إصدار صكوك إجارة لآلات وأجهزة ومنشآت تدفع قيمتها بالعملة الأجنبية، لذلك فيمكن أن تكون صكوك الإجارة منافسا لأدوات الدين الأخرى التقليدية على المستوى الدولي، وخاصة إذا طرحت صكوك الإجارة للتداول في أسواق المال العالمية.

- يمكن الإستفادة من صكوك إجارة الخدمات من خلال إستخدامها في تمويل المشروعات في قطاعات مهمة، مثل: التعليم والصحة، والاتصالات والنقل، كما يمكن اللجوء إليها في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية من خلال إصدار صكوك إجارة المنافع المنتهية بالتمليك للمستأجر.

- أن صكوك الإجارة تعتبر أداة متميزة للسياسة النقدية للدولة، وذلك لحاجة الدولة لأوراق مالية تتسم بالثبات والاستقرار، فصكوك الإجارة تلبي هذا المطلب لأن عوائدها الصافية قد تصل إلى درجة الاستقرار، فإذا كانت الدولة تصدر صكوك إجارة فإنها ستتمتع بنسبة عالية من الضمان والثقة، لذلك فإن هذه الصكوك يمكن أن تكون بديلا عن سندات الخزينة في السياسة النقدية للبنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة، فيشتري البنك المركزي صكوك الإجارة للحكومة من السوق إذا ما رغب في زيادة العرض النقدي، وبيعها إذا ما قرر تقليص العرض النقدي، وهذا ما يجعل صكوك الإجارة تتميز عن الأسهم لما لها من استقرار بدرجة تصل إلى الثبات[1].

[1] ربيعة بن زيد، **مرجع سابق**، 2012، ص: 55 .

4 – صكوك المزارعة

– **تعريفها:** عرف المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة صكوك المزارعة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة الشرعية واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الإتفاق، ويعد المكتتبون في هذه الصكوك هم الزارعين لهذه الأرض بأموالهم كالشركات المتخصصة في زراعة الأرض، وتحدد نشرة إصدار صكوك المزارعة نوع ومواصفات المحاصيل المطلوب زراعتها وتكلفة الزراعة من آلات ومعدات وبذور وسماد وأجور المهندسين والعمال والمحصول المتوقع لهذه الأرض وطريقة تقسميه بين مالك الأرض والمزارع ومدة الزراعة التي تحدد على أساسها مدة الصكوك المزارعة ليتم إطفائها واسترداد قيمتها "[1] .

5 – صكوك المساقاة

– **تعريفها:** صكوك المساقاة هي: " وثائق متساوية القيمة قابلة للتداول يصدرها مالكو أشجار مثمرة لإستخدام حصيلتها في الصرف على هذه الأشجار ورعايتها بالري والتسميد والتقليم ثم جني المحصول وبيعه أو تخزينه وتسويقه، ويقوم المكتتبون في هذه الصكوك بدور المساقي حيث تمول حصيلة الصكوك هذه الأنشطة، ويستحق حاملوها الحصة المتفق عليها من المحصول، وتمثل صكوك المساقاة بعد قفل باب الإكتتاب وبدء الإستثمار وإستخدام حصيلتها حصة شائعة في موجودات المساقاة من الآلات والمعدات اللازمة لرعاية الأشجار والمدخلات الزراعية كالسماد والمبيدات، وكذلك ما يظهر على الأشجار من فواكه منذ خروجها حتى جنيها "[2]

6 – صكوك المغارسة:

1.6 – **تعريفها:** عر فت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها رقم (17) صكوك المغارسة على أنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس" .

[1] ربيعة بن زيد، **مرجع سابق**، 2012، ص: 80 .
[2] ربيعة بن زيد، **المرجع نفسه** ، 2012، ص: 81 .

2.6 – الأهمية الاقتصادية للصكوك الزراعية

- يمكن لصكوك المزارعة وتوابعها من صكوك المساقاة والمغارسة أن تساهم مساهمة كبيرة في عملية التنمية الزراعية في العالم الإسلامي، لذلك فإن للصكوك الزراعية الإمكانية في توفير المبالغ اللازمة لإستثمار الأراضي الصالحة للزراعة وإعادة تأهليها من شق للقنوات وبناء للسدود وتوفير جميع الوسائل المادية والبشرية للإنتاج الزراعي .

- للصكوك الزراعية من صكوك مساقاة ومغارسة ومزارعة دورا في زيادة الإستثمار الزراعي أي زيادة نسبة ما يستثمر في القطاع الزراعي من إجمالي الدخل القومي وهو يعتبر جزءا من معدل الإستثمار القومي، حيث تعتبر الإستثمارات الزراعية محددا رئيسيا لعملية التنمية الزراعية، والتي يتم من خلالها تجديد البنية التحتية والمرافق الزراعية وإضافة مساحات زراعية أخرى، وتحديث التقنيات الإنتاجية .

المطلب الثاني : الصكوك الغير قابلة للتداول

تعتبر من أهم أنواع الصكوك الإسلامية وأكثرها تداولا، ونتطرق في هذا المطلب إلى أبرز أهم هاته الصكوك وإبراز أهميتها الإقتصادية

1- صكوك السلم

1.1 – تعريفها: صكوك السلم هي :" هي أوراق مالية متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلعة موصوفة يتم إستلامها في المستقبل، وتصبح السلعة ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، ويتم تصفية العملية التي تحددها نشرة الإصدار، إما عند التسليم وقبض السلعة، وإما من خلال إعادة بيع سلعة السلم بعد قبضها، وإما عند بيع سلعة بذات المواصفات بسلم مواز، تسلم بعد قبض سلعة السلم وبهذا يتم إنهاء الصفة الإستثمارية لصكوك السلم وإطفائها .

2.1- الأهمية الاقتصادية لصكوك السلم

يعد السلم في عصرنا الحاضر أداة تمويل ذات كفاءة عالية في الإقتصاد الإسلامي عموما وفي نشاطات المصارف الإسلامية خصوصا، من حيث مرونتها واستجابتها لحاجات التمويل

المختلفة سواء كان تمويلا قصيرا أو متوسطا أو طويل الأجل، وكذا استجابتها لحاجات ورغبات شرائح مختلفة ومتعددة من العملاء، سواء كانوا من المنتجين الزراعيين ام الصناعيين ام المقاولين ام من التجار، ولاستجابتها لتمويل نفقات التشغيل والنفقات الرأسمالية الأخرى، ولهذا تكمن أهمية صكوك السلم في أهمية مجالات تطبيقها وأهداف إصدارها ، وتتمثل في ما يلي :

- تصلح صكوك السلم لتمويل عمليات زراعية مختلفة، حيث يمكن أن يتعامل البنك الإسلامي مع المزارعين الذين يتوقع أن توجد لديهم السلعة في الموسم من محاصيلهم أو محاصيل غيرهم التي يمكن أن يشتروها أو يسلموها إذا أخفقوا في التسليم من محاصيلهم، فيقدم لهم من هذا التمويل نفعا بالغا ويدفع عنهم مشقة العجز المالي عن تحقيق إنتاجهم .

- يمكن استخدام صكوك السلم في تمويل النشاط الزراعي والصناعي، ولا سيما تمويل المراحل السابقة لإنتاج وتصدير السلع والمنتجات الرائجة، وذلك بشرائها سلما وإعادة تسويقها بأسعار مجزية .

- يمكن تطبيق صكوك السلم في تمويل الحرفيين وصغار المنتجين الزراعيين والصناعيين عن طريق إمدادهم بمستلزمات الإنتاج في صور معدات وآلات أو مواد أولية كرأس المال السلم مقابل الحصول على بعض منتجاتهم وإعادة تسويقها .

- وتظهر كذلك أهمية صكوك السلم في تمويل المشاريع العقارية (كوحدات سكنية مثلا) وبعد إستلام تلك الوحدات تتولى جهة الإصدار لصكوك السلم عرضها للبيع بالتقسيط، فيتحقق لها الربح من خلال الشراء بسعر مخفض من الشركة العقارية نتيجة لتقديم سداد المبلغ، وفي نفس الوقت يبيعها الممول بسعر أعلى لمن يرغب بشرائها بالتقسيط .

- كما تظهر أهميتها في إعتبار صكوك السلم بديلا إسلاميا لسندات الخزانة الحكومية التي تستند إلى سعر الفائدة، وذلك من خلال قيام الدولة ممثلة في البنك المركزي مثلا بإصدار صكوك سلم شهرية، حيث يقوم بموجبها البنك المركزي بصفته مديرا لمحفظة صكوك السلم بشراء

أصول نفط مثلا من الحكومة بصيغة السلم، حيث تقوم المحفظة بدفع ثمن السلعة عاجلا واستلام السلعة آجلا[1] .

2 – صكوك المرابحة

إن أول من طرح فكرة صكوك المرابحة هو سامي حسن أحمد حمود وذلك في ندوة البركة الثانية التي عقدت في تونس عام 1984، حيث قال: " وقد كان بيع المرابحة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الإستثمارية، بإعتبار ان بيع المرابحة بعد أن يمكن فيه تماما معرفة الربح، وموعد تحقيقه ونسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى لما هو باق من أيام، وإذا كانت الديون في حد ذاتها لاتباع إلا مثلا بمثل، فإن هذه الديون إذا كانت جزءا من موجودات مختلطة مع النقود والأعيان، فإنها تصبح قابلة للبيع" .

1.2 – تعريفها: تعرف المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة صكوك المرابحة بأنها:" وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك"

وقد عرفها المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها

" وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد إستخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتسب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة".

2.2 – الأهمية الاقتصادية لصكوك المرابحة

– تعتبر هذه الأداة قادرة على توفير التمويل الذي هو من أهم مقومات التنمية الإقتصادية لأفراد المجتمع والحكومات، الأمر الذي يؤدي إلى عدم الحاجة للجوء إلى التمويل بسعر الفائدة الذي وقف حجر عثرة في الوقت الراهن أمام التنمية الإقتصادية الإسلامية.

– بإمكان هذه الصيغة الشرعية تمويل متطلبات التنمية كالأدوات الإنتاجية اللازمة للزراعة والصناعة ومدخلاتها من المواد الخام ومستلزمات الإنتاج واستيعاب كافة الاحتياجات التنموية إذ

[1] أسامة الجورية، **مرجع سابق**، 2009، ص ص: 137-138 .

أنها ليست لها حدود إلا ما تقف عنده إمكانيات الممول المالية فسواء كانت السلعة صغيرة أم كبيرة يمكن تمويلها عن طريق إصدار صكوك المرابحة فالفائدة تعود على الآمر بالشراء إذ تمكنه من الحصول على السلعة التي يرغب في شرائها وقد لا يتوفر لديه رأس المال اللازم لتمويلها على أن يسدد ثمنها أقساطا، وهي بهذا أتاحت الفرصة للمنتجين- لا سميا صغارهم- من إمتلاك الآلات الإنتاجية التي تمكنهم من مزاولة نشاطهم الاقتصادي الأمر الذي يسهم في زيادة وتنمية القاعدة الإنتاجية.

- يمكن لصكوك المرابحة أن تسهل على الدولة تمويل بنود الميزانية المتعلقة بشراء السلع والمستلزمات والمعدات ووسائل النقل عن طريق المرابحة مع البنوك الإسلامية.

- يمكن تحويل عقود المرابحات إلى صكوك ذات إستحقاقات متتالية، بحيث تخدم هذه السيولة لدى مشتريها(وإن كانت صكوك المرابحة وديونها غير قابلة للتداول بغير قيمتها الإسمية)، لأنها تدخل عندئذ ضمن مسألة بيع الديون.

3- صكوك الإستصناع

1.3 - تعريفها: عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها الشرعي رقم17 بأنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدار لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك".

3.3 - الأهمية الاقتصادية لصكوك الإستصناع: يمكن تطبيق صكوك الإستصناع في نفس مجالات تطبيق صكوك السلم، هذه يساير وجهات النظر التي ترى من أن الإستصناع ما هو إلا أحد أنواع السلم في الصناعات.

المبحث الثالث : مقارنة الصكوك الإسلامية بالأوراق المالية التقليدية

أصبحت الصكوك الإسلامية واقعا اقتصاديا لابد منه، فهي الطرف المكمل للأسهم والجناح الثاني للبورصة، تتفق مع الأوراق المالية التقليدية في بعض الأمور، وتختلف عنها في أمور أخرى، ونقصد بالأوراق المالية هنا الأسهم والسندات، وقد جرى في إصطلاح الفكر المالي التقليدي إطلاق لفظ صك على الأوراق المالية عموما، إلا أن لكل منها معنى يخصه، ولغرض الوصول إلى مقارنة واضحة المعالم بين الصكوك الإسلامية، وغيرها من الأوراق المالية التقليدية لا بد من التعرف على ماهية كل من الأسهم والمسندات .

المطلب الأول : المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم

تعتبر الأسهم أداة التمويل الأسا سية لتكوين رأس مال شركات المساهمة، إذ تطرح للإكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار[1]، وتمثل الأسهم وثائق ملكية الشركة، فحملة الأسهم هم ملاك الشركة المصدرة لتلك الأسهم "والمحل المتعاقد عليه في بيع الأسهم"، كما ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السابعة (1412هـ-1992م)، والذي عرف السهم على أنه:" هو الحصة الشائعة في أصول الشركة، وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة".

وتعرف الأسهم كذلك على أنها:" صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في الأسواق المالية المنظمة، والتي تمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتحول له بصفته حاملا للسهم، ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح"[2].

ويتحدد سعر السهم في السوق بقوى العرض والطلب، المتأثر بالمعلومات عن الشركة، أما الأرباح الدورية المتحققة لحملة الأسهم تعتمد على معطيات نشاط الشركة، والمستثمرون يشترون الاسهم للحصول على ذلك الربح، وكذلك من خلال الإستفادة من تغيرات أسعار الاسهم بالزيادة، وكليهما يصعب توقعه بصورة دقيقة، مما يجعل أسعار الأسهم عرضة للتقلبات، لذلك يعتبر الإستثمار في الأسهم عالي المخاطر.

---

[1] يوسف بن عبد الله الشبيلي، **"إصدار وتداول الأسهم والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"**، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-2010/05/26، ص: 3 .

[2] ربيعة بن زيد، **مرجع سابق**، 2012، ص 16 .

من خلال العرض الموجز حول مفهوم الأسهم، وما تم بيانه من قبل حول الخصائص العامة للصكوك الإسلامية، يمكن إستخلاص أهم أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم، ونجد أن الصكوك الإسلامية تتفق مع الاسهم في بعض الأمور، وتختلف عنها في أمور أخرى، تتبين مما يلي:

1 – أوجه الشبه بين الصكوك الإسلامية والاسهم

- يمثل كل من السهم والصك الإسلامي حصة شائعة في صافي موجودات الشركة أو المشروع المدر للعائد، والتي عادة ما تشمل على الأعيان والمنافع والحقوق والنقود والديون لدى الغير أما فيما تؤول إليه هذه الموجودات من نقود أو ديون، يخضع إلى شروط حتى يكون تداولها صحيح وفق الشريعة الإسلامية.

-يستحق مالك السهم أو الصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة أو المشروع، أو الصك الذي يملكه في الشركة أو المشروع، إلى رأس مال الشركة أو المشروع.

- يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والحيازة والقبض، وهي أمور تلزم لصحة التصرف[1]، فإذا تم بيع السهم أو الصك، فإن حيازتهما وقبضهما بعد حيازة للحصة الشائعة نفسها، كحكم من أحكام العقد، وأثر من الأثار المترتبة عليه، فيعد حامل السهم أو الصك حائزا للحصة الشائعة التي يمثلها.

- إن كلا من حاملي الأسهم والصكوك لهم الحق في بيع ما يملكون من الأسهم والصكوك، إلى غيرهم متى ما أرادوا ذلك [2].

2 – أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

- الصكوك الإسلامية منتج مبتكر من الهندسة المالية الإسلامية، بينما الأسهم منتج مبتكر من الهندسة المالية التقليدية بعد قيام شركات المساهمة [3].

---

[1] فؤاد محسن محيسن،" **الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي**، إمارة الشارقة، الإمارات، 26-30 أفريل 2009، ص:17.

[2] أسامة الجورية، **مرجع سابق** ، 2009، ص:35 .

[3] أحمد الأمين حامد، **مرجع سابق**، 2005، ص:28 .

- الصكوك الإسلامية بشكل عام أوراق مالية قليلة المخاطر، ذلك لأن هيكل إصدارها يجعل العائد عليها وثمنها في السوق أقل تقلبا ومن ثم يكون قابلا في بعض الحالات للتوقع والاستقرار بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية .

- تصدر الصكوك الإسلامية بصيغ التمويل الإسلامية المعتمدة من مضاربة ومشاركة ومرابحة وإجارة...وغيرها، بينما نجد أن الأسهم تصدر بصيغة واحدة هي صيغة المشاركة، وبذلك تعد الأسهم الملتزم بالضوابط الشرعية نوعا من الصكوك الإسلامية.

- من الفروق من جهة الشركة المصدرة أن الصكوك – في غالب هياكلها– أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة، وأما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.

- الصكوك الإسلامية يمكن أن تصدرها فئات متعددة بحسب ما يملكونه من أصول، فحتى من يملك أرضا يمكن أن يصدرها، بينما نجد الأسهم لا يصدرها إلا من يملك مركزا ماليا، لأن حامله يكون مساهما في المشروع مع الأسهم الآخرين.

- يشارك مالك السهم في إدارة الشركة عن طريق إنتخاب مجلس الإدارة من بين حملة الأسهم مما يعطيه حقوق مباشرة على إدارة الشركة، فله في تعيين الإدارة وعزلها، وفي إقرار الحسابات الختامية وتوزيع الأرباح، فضلا عن أن السهم قد يمثل حصة على المشاع في موجودات أكثر من شركة مساهمة، بينما الصك يمثل عادة حقوقا في موجودات متنوعة، بعضها قد يكون حقوقا مشاعة في شركات (أسهم)، وبعضها أعيان تستغل مباشرة بمعرفة مدير الإستثمار، وعلاقة حامل الصك بمصدر الصكوك تختلف عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، فمالكو الصكوك ليس لهم حق المشاركة في إدارة المشاريع أو الشركة بطريقة مباشرة والتي يمكن أن تكون إلا في حالة صكوك المشاركة، كما أن حملة الصكوك لا ينتخبون مجلس إدارة المشروع، وليس لهم هيئة عامة تشترك في إدارة الشركة أو المشروع، بل إن الإدارة توكل للمضارب وحده، والمضارب ملتزم في إدارته للمشروع بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية، لكن يمكن لمالكي الصكوك أن يكونوا من بينهم أو غيرهم مجلسا يرعى مصالحهم، ويحمي حقوقهم، في مواجهة المضارب

ويكون مسؤولا عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار، وما يلحق بها من دراسات جدوى و البيانات و المعلومات التي تنص عليها هذه النشرة[1]، والتي عادة ما تتمثل في الشركة ذات الغرض الخاص SPV .

- تختلف الصكوك عن الأسهم أيضا في أن الأسهم غير محددة المدة بمعنى ليس لها تاريخ إستحقاق، فهي دائمة دوام الشركة المصدرة لها، أي أنها تبقى مدى حياة الشركة، وإن انتقلت ملكيتها من شخص لآخر، لأنها تمثل رأسمال الشركة المصدرة لها، في حين أن الصكوك الإسلامية تحدد بمدة زمنية معينة، أي لها تاريخ إستحقاق (إطفاء)، ليس بالضرورة أن تكون أداة مشاركة دائمة في الشركة، فقد تكون صكوك مشاركة متناقصة، أو في شكل صكوك إجارة منتهية بالتمليك، وغيرها، حيث يتم إطفاء بعض الصكوك على مراحل زمنية معينة، أي أن لها أجلا يجري تصفيتها (بعد تسديد ما عليها من الديون)، قل أو كثر تبعا لقيمة أسهمه من رأسمال الشركة أو المشروع، أما الصكوك فإنها مصممة بحيث تمكن حملتها من استرداد رأسمالهم أو قريبا منه عند إنتهاء مدتها بصرف النظر عن قيمة أصول مصدر للصكوك، أو قدرته على سداد ديونه للآخرين.

المطلب الثاني : المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

كثيرا ما تسمى الصكوك الإسلامية، سندات إسلامية، كما نجد العديد من الكتاب يذكرون كلمة الصكوك مقابلة للمصطلح الإنجليزي (Securitization)، حيث يعني هذا الأخير عملية تحويل القروض الربوية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، فهو بذلك يستعملونه، كمرادف للسندات التقليدية والمحرمة شرعا، ويمكن إعتبار ذلك خطأ شائعا.

فهناك أوجه شبه بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية ولكن أوجه الإختلاف أكثر، بحيث لا يكون صحيحا إطلاق كلمة سند(بما تحمل الكلمة من معنى في المصطلح، والتي سنتطرق لتعريفها) على الصكوك الإسلامية، وقبل القيام بمقارنة الصكوك الإسلامية مع السندات التقليدية نحاول التطرق إلى مفهوم السندات.

[1] أسامة الجورية، **مرجع سابق** ، 2009، ص:35 .

تعريف السندات التقليدية: يمكن تعريف السند أنه ورقة مالية قابلة للتداول، تمثل قرضا يدين بها حامل السند للشركة المصدر له، يعقد عن طريق الإكتتاب العام، تصدره الشركات، أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل السند دائنا للشركة، وليس شريكا فيها، ويعطى حملة السندات فائدة محددة يتقاضاها في مواعيد محددة[1].

1 – أوجه الشبه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

تشترك الصكوك الإسلامية مع السندات في كون كل منها أداة تمويلية، يمكن بواسطتها سد الحاجة إلى التمويل في الجهات المختلفة، وقد تفيد في التحكم في حجم السيولة النقدية، وهذه الفائدة تدعم الاستقرار الاقتصادي، فتقل بذلك مخاطر التقلبات، وانطلاقا من ذلك يمكن إيجاز أهم نقاط الإتفاق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية فيما يلي[2] :

- كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضها الأساسي هو التمويل.

- كلاهما يصدر بقيمة إسمية، و أن هيكل الإصدار يتضمن ترتيبات تقلل من مخاطر التقلبات في أسعارهم وبذلك تؤدي إلى استقرار المبلغ الذي يمكن لحامل السند، والصك أن يسترده في نهاية مدته وهناك بعض أنواع الصكوك الإسلامية تتفق مع السندات التقليدية في أن لهما عائد متوقعا مرتبطا بتلك القيمة الإسمية.

- من خلال الصكوك والسندات يمكن أداء وتنفيذ كثير من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.

- تصنف الصكوك والسندات" وبشكل عام" بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير مخاطر متدنية.

- هناك صعيدا مشتركا بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، فيما يتعلق بالأمور التنظيمية والإجرائية والأطراف التي يتطلبها الإصدار والإدارة، والبيانات المتعلقة برأس مال الإصدار، ومدة الإصدار، ووكيل الدفع، والمتعهد بالتغطية وأمين الإستثمار والسوق الثانوية والتسويق، والدور المنوط للجهات الرقابية والإشرافية... إلخ[3].

---

[1] أشرف محمد دوابه، **مرجع سابق**، 2009، ص:13 .

[2] صفية أحمد أبوبكر، **"الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول**، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات، 31 ماي-3 جوان2009، ص14 .

[3] صفية أحمد أبوبكر، **المرجع نفسه**، 2009، ص14 .

2 – أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات

-أهم الفروق وأسماها بين الصكوك والسندات، أن السند ورقة مالية محرمة[1]، كما فيه من ربا القرض، فهو يمثل قرضا يتضمن جني فائدة، وهو نوع من ربا الجاهلية، أما الصكوك الإسلامية ورقة مالية مباحة مهيكلة بناءا على عقود التمويل الشرعية.

-لقد ذكرنا أن الصك الإسلامي كالسهم يمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مشروع أو نشاط استثماري خاص(قد تكون هذه الموجودات، عين أو أعيان أو منافع مصككة، أو في العقود والأعيان المدرة للربح)، والمتمثلة في صيغة صكوك متداولة، في حين أن السند التقليدي يمثل قرضا في ذمة مصدره.

-حق صاحب الصك الإسلامي أو السهم، هو حق عيني يتعلق بموجودات المشروع أو الشركة في حين أن السند يمثل دينا في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بموجودات عينية .

-عوائد الصكوك الإسلامية ليست التزاما في ذمة المصدر، وإنما ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بنيت هيكلة الصكوك عليها، فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة، فعائده سيتحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصككة، وإن كان صك مضاربة فعائده سيتحقق من ربح المضاربة أو المتاجرة في المجال الذي أنشئت لأجله، بينما عوائد المستندات هي التزام من المقترض (مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض، ويكون بذلك من الربا المحرم[2].

- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة التي صدرت السندات على أساسها، ولا بمركزها المالي بطريق مباشر، لأن مالكه يستحق القيمة الإسمية لسند في مواعيد الإستحقاق المدونة فيه مضافا إليه الفوائد المحددة سلفا، بخلاف الصك الإسلامي الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع الذي أصدرت الصكوك الإسلامية على أساسه، ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له، فالصك يشارك في الأرباح المحققة، ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع.

---

[1] أشرف محمد دوابه، **مرجع سابق**، 2009، ص:26.

[2] صفية أحمد أبوبكر، **مرجع سابق**، 2009، ص 15 .

وهناك بعض الصكوك لا يتأثر فيها حامل الصك بنتيجة أعمال المشروع، مثل صكوك الأعيان المؤجرة، وهي التي تمثل نسبة كبيرة من إصدارات الصكوك حول العالم، حيث تكون موجودات الصكوك مؤجرة على المصدر، أي أن عوائد الصكوك هي الأجرة، ثم يقوم المصدر بتأجير موجودات الصكوك من الباطن، فيكون هو من يتأثر بنتيجة أعمال موجودات الصكوك لا حملة الصكوك الذين لهم إلا عوائد الصكوك (الأجرة المحددة سلفا)، والتي أصبحت أيضا في ذمة مصدر الصك المستأجر بغض النظر عن ربحه أو خسارته، كذلك فإن كثير من إصدارات الصكوك، كصكوك المضاربة وصكوك المنافع وغيرها، قد تشتمل على شرط تنازل حملة الصكوك عما زاد عن نسبة معينة، ما يسمى بحافز الأداء، وعليه فإن حامل الصك لن يتأثر بأعمال موجودات الصكوك.

وقد ظهر نوع من السندات لا يستحق حامله فائدة محددة مسبقا، بل يشارك في أرباح الشركة التي أصدرته، وتسمى سندات المشاركة (Participating Bonds)، وهذه قد تتحول إلى أسهم في أوقات لاحقة، على أن هذا النوع من السندات يبقى مساهمة مؤقتة في الشركة، لأن الشركة تدفع قيمة هذه السندات في مواعيد إستحقاقها، ما لم تتحول إلى أسهم، فهي تمثل مشاركة متناقصة، غير أن الشركات المصدرة لهذا النوع من سندات عادة لا تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في إستثماراتها، كما أن هناك نوع من السندات المدعمة بأصول

(**A**sset **B**acked **S**ecurities– **ABS**–)، والفرق بينهما وبين الصكوك الإسلامية، أن الصكوك ورقة مالية تمثل أصولا، أما هذا النوع من السندات التقليدية المدعمة بأصول (ABS) فهي أوراق مالية تمثل قرضا في ذمة المصدر موثقا برهن وضمان هو الأصول، وعليه فحق السند متعلق بذمة المصدر و الأصول هي ضمان ورهن .

وبالإضافة لهذه الاختلافات، فإن التكييف لبعض خطوات (مراحل) هيكل إصدار الصكوك الإسلامية يختلف وتختلف آثاره على مراحل إصدار هيكل السندات، ويتضح من خلال ما يلي :

- يحدث إكتتاب المستثمرين في الصكوك الإسلامية مشاركة (الوعاء المشترك الذي تمثله الصكوك) بينهم تتم بصورة تراكمية، في حين الإكتتاب في السندات لا تترتب عليه أي مشاركة

بينهم، بل تكون هناك دائنية متوازية لعدم إرتباط حملتها بالمشروع، كل ما في الأمر ينتظمون عند الحاجة في جهة تمثل حقوق الدائنين على مصدري السندات.

- في الصكوك إذا لم تتم تغطية الإصدار، أو المقدار الضروري منه لإيجاد المشروع لا يتم الإصدار، ويرد للمكتتبين ما دفعوه، في حين أن الإكتتاب في السندات– رغم وضع سقف له– لا إرتباط له بمشروع معين، ويمكن توفير مبالغ من قروض ربوية منفصلة، وهنا تنشأ المخاطر الائتمانية المباشرة بين حملة الصكوك ومصدريها.

- يجب تقديم معلومات كافية عن الموجودات أو المشاريع التي تمثلها الصكوك، وقد تقدم بيانات في السندات لكن الغرض منها طمأنة حملتها على التدفقات النقدية الكفيلة بدفع العوائد، وإطفاء السندات فضلا عن التواصل على جذب مدخرات المودعين.

- التداول في الصكوك مختلف تماما عنه في السندات، فالتداول في الصكوك، وهو بيع حامل الصك حصته في الموجودات إلى حامل الصك الجديد، أما في السندات فهو خصم للدين المترتب لحامله في ذمة الحصة المصدرة[1]، ويمكن إستخلاص أهم أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية بالجدول التالي:

[1] أشرف محمد دوابه، **مرجع سابق**، 2009، ص ص: 26-27 .

جدول رقم (01): المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

عناصر المقارنة	الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة ويعتبر من الاستثمارات القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل .	قرض ربوي بفوائد ثابتة إما أن يكون قصير أو متوسط أو طويل الأجل .
آلية الإصدار	الإكتتاب العام والخاص مع مراعاة الضوابط الشرعية	الإكتتاب العام والخاص .
التداول	قابليتها للتداول بإستثناء صكوك السلم والإستصناع وفق شروط معينة .	قابليتها للتداول
الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع أنما طبقا لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة	الفوائد الدورية ومحددة سلفا .
إلتزامها بالضوابط الشرعية	من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية	لا يوجد إلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية .
التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى "أرباب العمل"	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات لتمثيلهم مع الجهة المصدرة للسندات باعتبارهم "مقرضين"
ضمان راس المال	لا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك، ويكمن شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طرفي العقد .	تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد
الإطفاء	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقا لمنصوص عليه في نشرة الإصدار .

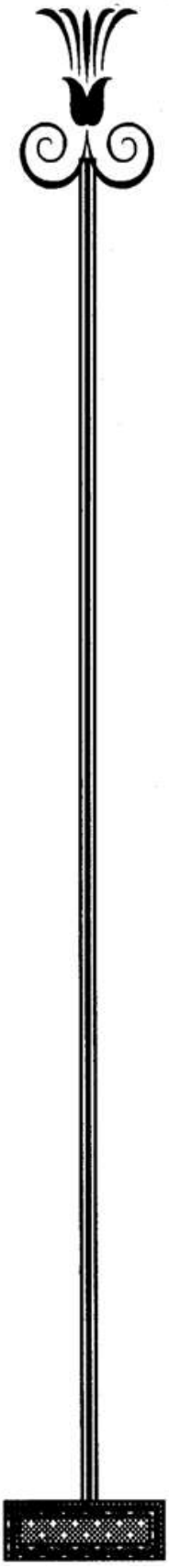
المصدر: ربيعة بن زيد، **مرجع سابق**، 2012، ص: 21 .

خلاصة الفصل :

من بين أهم النتائج المتوصل اليها في هذا الفصل أن الصكوك الاسلامية تتميز عن سائر الأوراق المالية الاخرى بخصائص عديدة، أهمها كونها ورقة مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها من بداية اصدارها الى انتهاء أجلها، هذا الالتزام يعطيها درجة عالية من الأمان ويجنبها الوقوع في الكوارث والهزات التي سببتها بعض الأوراق المالية التقليدية، وبذلك تعتبر الصكوك الاسلامية البديل المالي الأمثل للسندات التقليدية، بتوفيرها تمويلا مستقرا وحقيقيا من موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الاثار التضخمية، بالإضافة الى العديد من المميزات الأخرى .

وقد اصبحت الصكوك الاسلامية محط أنظار خبراء المال على مستوى العالم ليتعرفوا على اساس الصيرفة والتمويل الاسلامي، وكيف نجت هذه الصناعة من براثن الأزمة المالية العالمية 2008م.

ورغم هذه النتائج إلا أن هناك بعض التحديات ينبغي أن تبذل جهود كبيرة لمراجعتها باعتبارها مخاطر حقيقية تواجه صناعة الصكوك الاسلامية وتقف أمام انتشارها، ولتجاوزها هناك متطلبات وآليات لعلاجها يمكن اتخاذها لدعم وتطوير سوق الصكوك.



الفصل الثالث:

دور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية

تمهيد:

شهد الإقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالإقتصاد الماليزي للوصول به إلى مصاف اقتصاديات الدول المتقدمة وتعد التجربة الإقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد تجربة تستحق الدراسة، وما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الإقتصاد الإسلامي والعمل على تطوير وسائله وأدواته، مما كان له الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور.

وتعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة، والرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة وخاصة منها المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحظى بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية الإسلامية المستحدثة.

وفي وجود قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية في البورصة الماليزية، لإصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية ومنها بالخصوص إصدارات الصكوك الإسلامية من طرف الحكومة والشركات زاد في نجاح التجربة الماليزية، مما جعلها مركزا للصناعة المالية الإسلامية عالميا وهذا في وجود هيئات رقابية رسمية وشرعية، تعمل على توفير المناخ المناسب لإجراء مختلف العمليات على الأوراق المالية تقليدية كانت أم إسلامية بتكييفها وفق الأحكام الشرعية.

فجاء هذا الفصل ليدرس ويحلل دور الصكوك في السوق المالية الماليزية، حيث سنتطرق فيه إلى مجموعة من المباحث الآتية:

- ✓ المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال .
- ✓ المبحث الثاني: إصدار الصكوك وأثره في سوق الأوراق المالية الماليزية .

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق رأس المال

يعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا البديل الشرعي لسوق الأوراق المالية التقليدي، لما يتوافر عليه من أدوات استثمار طويلة الأجل تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية كما يقوم على اجتناب جميع المحرمات التي تقوم عليها السوق التقليدية فهو يتميز بالضوابط التي سبق ذكرها من اجتناب للربا، الميسر، الغرر، إلى غير ذلك من المعاملات التي تتنافى مع الشريعة الإسلامية، ولذلك سنتطرق أولا إلى مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا وأقسامه قبل تطرقنا إلى سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية مفهومها وأقسامها

سوق الأوراق المالية الماليزية كغيرها من الأسواق المالية الأخرى، لا تختلف عن المفهوم العام المتعارف عليه، كما أن نشأتها تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر، في ظل الإحتلال البريطاني لها .

1- نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي عام 1930م أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة (Singapore Stockbrokers Association) كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، كما بدأ النظام المالي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي في تاريخ 24 جانفي 1959م[1].

لكن الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية الماليزي كان بتاريخ 9 ماي 1960م وتشكلت سوق منظمة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور أين تم إدخال نظم الغرف التجارية، حيث يكون في كل واحدة منهما نفس الأوراق المالية المدرجة والأسعار نفسها ويتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، وفي عام 1964م انفصلت سنغافورة عن ماليزيا وأسست هذه الأخيرة بورصة مستقلة.

---

[1] بن الضيف محمد عدنان، **مرجع سابق**، 2008، ص:173.

كما أسست سنغافورة أيضا بورصة مستقلة ولكن الارتباط بين البورصتين ظل قائما، وفي تاريخ 14 ديسمبر 1976م تم تأسيس بورصة كوالالمبور لتداول الأسهم تحت اسم كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، وفي عام 1990م ألغي الارتباط القائم بين بورصة سنغافورة وبورصة كوالالمبور[1].

وشهدت سوق الأوراق المالية الماليزية تطورا ملحوظا بعد عام 1993م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات، كما التزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية – التي افتتحها وزير المالية الماليزية بتاريخ 22 فيفري 2001م بغرض تدعيم السوق– وتضمنت الخطة ستة أهداف جوهرية:

– جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات الماليزية.

– إيجاد بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.

– خلق موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق.

– تطوير خدمات الوساطة بخلق بيئة تنافسية جيدة .

– تقوية وتنظيم أنظمة الرقابة .

– اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

وفي تاريخ 14 أفريل 2004م تم تغيير اسمها إلى بورصة ماليزيا برهاد المحدودة.

2– مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية

كما سبق وأن ذكرنا فإن سوق الأوراق المالية الماليزي لا يختلف في مفهومه عن المفهوم الشائع، حيث يعرف على أنه المجال الذي يتم فيه الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، عبر قنوات اتصال فعالة ويكون التعامل فيها من خلال إصدار أدوات مالية طويلة الأجل وتداولها، كما سبق تعريفه في الفصل الأول.

ويتكون سوق الأوراق المالية الماليزي، من سوق الأوراق المالية التقليدي وسوق الأوراق المالية الإسلامي، كما يشتمل على السوق المنظم (البورصة) والسوق غير المنظم، وهو يعد من

[1] سعيدة حرشوف، **مرجع سابق**، 2009، ص:154.

أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل طويل ومتوسط الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان المنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطويل إلى الأفضل[1].

3- تقسيمات سوق الأوراق المالية الماليزي

ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام وهذا التقسيم حسب الأدوات المتداولة فيه وهي سوق الملكية، سوق السندات، وسوق المشتقات:

1.3- سوق الملكية: في الإطار العام لماليزيا كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم، وشهادات صناديق الاستثمار وخدمات السمسرة سواء كانت تقليدية أم إسلامية، وكل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات لعام 1965م وقانون صناعة الأوراق المالية لعام1973م [2]، وتعديلاته لعام 1986م، وفيما يلي نعرض أهم الأدوات المتداولة فيها:

1.1.3- الأسهم العادية: وهي عادة ما تشكل الجزء الأكبر من رأس مال الشركة، وهي تعطي لأصحابها حقوق الملكية في الشركة، مثل حق المشاركة في الأرباح، حق التصويت في الجمعية العامة، إلى غير ذلك من الخصائص التي تتميز بها الأسهم.

2.1.3- الأسهم الممتازة: وهي الأسهم التي تعطي لحملتها أفضلية على المساهمين العاديين في تحديد نسبة ثابتة من المردودية لهذه الأسهم عند الإصدار، ولا تحمل أي حق في التصويت.

3.1.3- وحدات الاستثمار العقاري: وهي وحدات الاستثمار في العقارات[3].

4.1.3- شهادات حق الشراء من الأسهم الموجودة: هي حق يسمح لصاحبها بشراء كمية من أسهم الشركة المعينة القائمة في البورصة في فترة محددة وبسعر معين مسبقا وليس التزاما.

---

[1] نبيل خليل طه سمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة،2007، ص: 84.

[2] نبيل خليل طه سمور، **المرجع نفسه**، 2007، ص:86.

[3] **Bursa malaysia, market securitie, on line available at :**
http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/real-estate-investment-trusts-reits
تم الإطلاع عليه يوم (2015/04/28).

5.1.3- شهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة: وهي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركات المدرجة في السوق الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقا، ولها مدة استحقاق محددة (بحدود 10 سنوات) حيث إذا كان حامل الحق لم ينفذ هذه الشهادات خلال فترة الاستحقاق، فليس له الحق في الاكتتاب في الأسهم الجديدة في وقت التنفيذ لهذه الشهادات.

2.3- سوق السندات: بعد الأزمة التي ضربت ماليزيا عام 1997م تراجع القطاع المصرفي في منح القروض، الأمر الذي أدى إلى التوجه إلى سوق السندات باعتباره بديلا عن القروض المصرفية، وكانت هناك أوجه قصور هيكلية واضحة في عملية إصدار السندات في ذلك الوقت حيث أن الوقت الذي يستغرقه إصدار السندات يتراوح ما بين9 أشهر و12 شهر، مما أدى إلى إسراع الحكومة في إصلاح جوانب القصور الموجودة في سوق السندات، حيث أنشأت سنة 1999م هيئات تابعة لها هدفها توجيه السياسات، وتحديد وتنفيذ الاستراتيجيات المناسبة من أجل تطوير السوق.

ولقد تطور سوق السندات في ماليزيا بدرجة كبيرة، سواء من حيث حجم السوق أو من حيث الأدوات المتداولة، أو من حيث الكفاءة، وهذا راجع إلى أن تطوير السوق كان مركزا على ضرورة تنويع القاعدة المالية لتلبية الاحتياجات المتغيرة للاقتصاد الماليزي، وهذا ما عملت عليه الحكومة الماليزية، حيث اتخذت هذه الأخيرة تدابير منسقة لتطوير سوق السندات، الأمر الذي جعل من هذه السوق أسرع وأهم الأسواق في آسيا.

وسوق السندات الماليزية هو عبارة عن سوق غير منظمة، يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تمثل قروضا طويلة الأجل لفترة استحقاق تزيد عن سنة واحدة، ومن بين السندات المتداولة ما يلي:

1.2.3- سندات حكومية: وكان أول إصدار للسندات الحكومية في ماليزيا في أواخر السبعينات للاكتتاب العام وكانت معروفة بالأوراق المالية الحكومية الماليزية، ولقد أصدرت هذه الصكوك من أجل تمويل المشاريع التنموية الحكومية.

2.2.3- سندات الشركات: يتم إصدارها في ماليزيا من طرف القطاع الخاص لتمويل مشاريعها ويمكن أن تكون هذه السندات تقليدية أو إسلامية.

3.3- سوق المشتقات : في إطار المنهج التدريجي المستمر الذي تتبعه ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوقها للأوراق المالية بصفة خاصة ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا، نشأت الحاجة لإدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية، حيث بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في جويلية 1980م مع بورصة كوالالمبور للبضائع والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا وكانت عقود المستقبليات المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وبعد ذلك تم تداول عقود المستقبليات للمطاط في عام 1986م، وعقود المستقبليات للتصدير في عام 1987م، وفي نهاية عام 1995م تم إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبليات المالية، وفي عام 2001 تم تأسيس البورصة الماليزية للمشتقات المحدودة (Malaysia Derivatives Exchange Berhad _MDEX).

ويوجد في سوق الأوراق المالية غير المنظمة المعاملات الآجلة، لكن هذه الأخيرة ونظرا لعدم وجود النمطية في عملياتها، ونظرا لكبر حجم خطرها، فإن هذا النوع من المعاملات لا يتم الإقبال عليه بكثرة وذلك لتوافر العقود النمطية المتداولة في بورصة المشتقات الماليزية، وتنقسم هذه العقود إلى قسمين رئيسيين هما عقود المستقبليات، وعقود الخيارات[1]:

1.3.3- عقود المستقبليات: وتنقسم عقود المستقبليات في سوق الأوراق المالية المنظم إلى:

- عقود المستقبليات للأسهم: وتنقسم إلى عقود المستقبليات لمؤشر كوالالمبور (FKLI) وعقود مستقبليات الأسهم الواحدة (SSFs).

- عقود المستقبليات للسلع: وتنقسم إلى عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام(FCPO) وعقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام(FPKO)، وعقود المستقبليات لزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO).

[1] **Bursa malaysia, derivatives , on line available at** : http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/ تم الإطلاع عليه يوم (2015/04/28).

– عقود المستقبليات المالية: وتتكون من عقود المستقبليات لمعدل الاقتراض بين بنوك كولالمبور لمدة ثلاث أشهر (FKB3)، وعقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 3 سنوات(FMG3)، وعقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية لمدة 5 سنوات (FMG5) وعقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة 10 سنوات (FMGA).

2.3.3– عقود الخيار: يوجد نوع واحد لعقود الخيار في سوق المشتقات المالية الماليزية، وهي عقود الخيار لمؤشر كوالالمبور(OKLI).

المطلب الثاني: السوق المالية الإسلامية الماليزية

تعد سوق الأوراق المالية الإسلامية من أهم أقسام البورصة الماليزية، حيث عرفت تطورا ملحوظا في السنوات القليلة الماضية، وذلك بتشجيع من الحكومة الماليزية التي عملت على النهوض بهذا القسم حتى يؤدي الدور المنوط به والمتمثل في توفير الأدوات والمعاملات التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية، حتى تلبي طلبات الأفراد والمتعاملين في السوق المالية الماليزية وكهدف أساسي حسب الخطة المعلن عليها في 2001م وهو الوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي .

1– نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تعود بداية أنشطة الاستثمار الإسلامي إلى أوائل الستينات، بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962م، حيث يدير هذا الصندوق أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما عن أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فتعود إلى عام 1983م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي والذي بدأ سريانه في 7 أفريل عام 1983م، وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، وجاء بذلك تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك إسلامي ماليزيا برهارد، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984م بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه، إضافة إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاربوي في عام 1993م .

وأما التطور الحقيقي لسوق الأوراق المالية الإسلامية فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي حيث أصدرت الشركة الخاصة (Shall Mdn Sdn Bhd) الصكوك الإسلامية الأولى في السوق المحلية في عام 1990م، وقد أدى ذلك إلى إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى مما أدى إلى تعميق سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا واتساعها[1].

وتم تشكيل قسم خاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1994م، إضافة إلى تشكيل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر سنة 1994م، التي تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية بعد عام وأصبحت مسؤولياتها بذلك أوسع .

وفي 17 أفريل1999م تم تطوير مؤشر حركة الاسعار للأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، في اللوحة الرئيسية لسوق ماليزيا وسمي بمؤشر الشريعة، حيث تمثل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة ثلثي الاسهم المدرجة في السوق المنظمة لماليزيا (البورصة).

2- مفهوم السوق الإسلامية

تعتبر السوق الإسلامية سوق موازية لسوق الأوراق المالية التقليدية، وسوقا مكملا للجهاز المصرفي الإسلامي في ماليزيا، كما تتنوع في هذه السوق المنتجات الإسلامية المتاحة للاستثمار، مما يجعلها أكثر جاذبية للمتعاملين المسلمين.

3- أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعد بورصة ماليزيا سوقا منظمة وسهلة الوصول إليها، لما تقدمه من منتجات متنوعة ومبتكرة، ولتعزيز المنتجات المقدمة للمستثمرين أنشأت بورصة ماليزيا سوق للأوراق المالية الإسلامية، وهذا من أجل تطوير أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها .

ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك وسوق المشتقات .

---

[1] بن الضيف محمد عدنان، **مرجع سابق**، 2008، ص:178 .

1.3- سوق السلع: ويتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، وهذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الإستثمار.

2.3- سوق الأسهم الإسلامية: ويتداول فيه جميه الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتمثل الأسهم الإسلامية (74.4 %) من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة وهذا حتى 31 جانفي 2015م .

3.3- سوق الصكوك: وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية الرينغت الماليزي أو بالعملات الأجنبية، مصدرة من قبل هيئات محلية أو دولية مقيدة أو غير مقيدة، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية .

المطلب الثالث : أهم المؤشرات الإسلامية

يوجد عدد محدود من المؤشرات الإسلامية وذلك لحداثة نشأتها، ويعتبر مؤشر داو جونز أول مؤشر إسلامي تم إنشائه، إضافة إلى مؤشر فايننشال تايمز الإسلامي العالمي، ومؤشر كوالالمبور الشرعي، ومؤشر جاكرتا الإسلامي .

ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في بورصة ماليزيا :

1- **المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة- داو جونز- -Daw Jones Rashid Berhad Islamic Malaysia index:** شركة رشيد حسين المحدودة هي أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح المؤشر الشرعي رشيد حسين المحدودة في ماي 1996م وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ولجنة الشرعية لرشيد حسين المحدودة في 1998م، وفي 23 جوان 2005م تم إطلاق مؤشر داو جونز الإسلامي لرشيد حسين المحدودة وهو يقيس حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وهو يخضع لمعايير مؤشر داو جونز الإسلامية العالمية، وتوجد حاليا 45 شركة مدرجة تحت مؤشر داو جونز الشرعي في ماليزيا[1].

[1] سعيدة حرشوف، **مرجع سابق**، 2009، ص:198.

2- المؤشر الشرعي كولالمبور (Kuala Lumpur Shriah Index-KLSI):

تم طرح مؤشر كولالمبور في 17 أفريل 1999م لتلبية طلبات من المستثمرين المحليين والأجانب الذين يسعون إلى الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويستعبد هذا المؤشر كل الشركات التي تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو لحوم الخنزير أو تتعامل مع البنوك الربوية أو تتعامل في مجال الموسيقى وغير ذلك من الأنشطة المحرمة.

وفي الاجتماع الثامن عشر للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية والمنعقد بتاريخ 19 مارس 1998، قررت اللجنة بجواز تداول المؤشرات الأسهم ما دامت هذه المؤشرات ممثلة لشركات نشاطها جائز، وذلك لأنها ترى أن تداول مؤشرات الأسهم لا يعتبر من باب المقامرة والغرر لأن المؤشر يمثل كمية معلومة وسعرا محددا، وبذلك ينفى عنصر الغرر والمقامرة من عملية التداول، كما يرون أن تداول المؤشر لا يعتبر من باب بيع المعدوم لأن المؤشر يمثل مجوعة من أسهم الشركات فهو لا يقع على شيء معدوم، إضافة إلى ذلك فإن اللجنة الاستشارية الشرعية ترى أيضا أن تداول المؤشرات فيه مصلحة عامة لاقتصاد ماليزيا، ويرون أيضا جوازا تداول عقود المستقبليات للمؤشر لنفس الأسباب[1].

ومن الملاحظ أن اللجنة الاستشارية الشرعية كان قرارها مخالف تماما لقرار مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، حيث قرر هذا الأخير بعدم جواز تداول المؤشرات واعتبرها نوع من المقامرة البحتة حيث أنه بيع المؤشر بيع خيالي لا يمكن وجوده .

[1] سعيدة حرشوف، **مرجع سابق**، 2009، ص:199 .

المبحث الثاني : إصدار الصكوك وأثره في سوق الأوراق المالية الماليزية

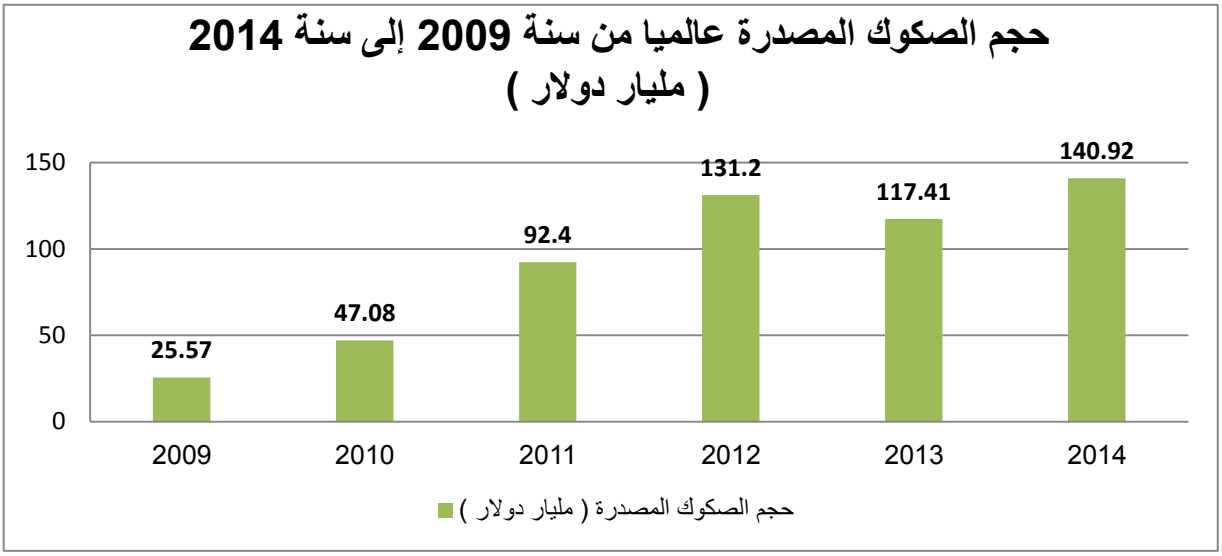
شهدت ماليزيا في السنوات الأخيرة نقلة نوعية في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وهذا لكونها السباقة في إصدار وابتكار أنواع عديدة من الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة فضلا عن خبرتها في مجال الصيرفة الإسلامية، مما جعل منها قطبا عالميا للمالية الإسلامية ومما ساهم في ذلك توفير الظروف الملائمة من طرف الجهات المعنية للإستثمار في هذه الادوات .

المطلب الاول : واقع سوق الصكوك الاسلامية

لقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية بإعتبارها واحدة من المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي، وتنامي دورها لتصبح على نحو متزايد أحد المنتجات المستخدمة على نطاق دولي واسع، مما أدى إلى نمو وتطور سوق الصكوك الإسلامية بشكل كبير وملحوظ في السنوات الأخيرة، ولذلك سيتم التركيز على السوق العالمية للصكوك خلال الفترة 2009-2014 .

1- **تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميا:** لقد شهد سوق الصكوك الإسلامية نموا سريعا وتطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة، لاسيما في السنة الأخيرة 2014 والشكل التالي يوضح إجمالي إصدارات الصكوك عالميا من سنة 2009 إلى سنة 2014 كما يلي:

شكل رقم (01): تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميا خلال الفترة 2009-2014



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بنك نيجارا ماليزيا متوفر على الرابط (http://www.mifc.com)

لقد شهد سوق الصكوك الإسلامية نموا سريعا ورواجا واسعا منذ إنطلاقه، حيث زادت إجمالي إصدارات الصكوك عالميا بحوالي خمس أضعاف من 25.57 مليار دولار سنة 2009 إلى 140.92 مليار دولار سنة 2014 .

وقد كانت سنة 2014 السنة الأبرز في إصدار الصكوك الإسلامية عالميا بزيادة (20.02%) عن السنة السابقة 2013، وبزيادة (8%) عن السنة 2012 .

ومن أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع في إصدار الصكوك خلال السنة 2014 نذكر مايلي :

- استغل السوق الأولية خمسة من مصدري الهيئات السيادية للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014 منها ثلاثة من خارج بلدان منظمة التعاون الإسلامي وهم هونج كونج وجنوب افريقيا ولكسمبورج .
- رحبت سوق الصكوك بأول إصدار على الإطلاق من قبل بنك استثماري امريكي وهو بنك غولدمان ساكس .
- أول إصدار في العالم مقوم بالين الياباني والذي صدر من مؤسسة مالية من أصل ياباني في ماليزي، وهو بنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جى(ماليزيا) .

وتشير هذه التطورات إشارة ملحوظة إلى زيادة قبول أدوات الصكوك كأدوات يمكن تطبيقها لجمع التمويلات من قبل مختلف المصدرين بما في ذلك الهيئات السيادية والمؤسسات والشركات.

2- إصدار الصكوك من هيئات سيادية للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014

جاءت الإصدارات خلال الربع الثالث من 2014 بقيادة مجموعة متنوعة من المصدرين من الهيئات السيادية وشبه السيادية وكذلك الشركات، وكان أبرز الإصدارات في قطاع الصكوك السيادية، حيث أطلق خمسة مصدرين من أربعة بلدان مختلفة أول إصدارات صكوك لهم باستخدام ثلاثة عملات مختلفة ، والجدول التالي يوضح أهم هاته الهيئات:

جدول رقم (02): إصدار الصكوك من هيئات سيادية للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014

المصدر	الهيكل	العملة	تاريخ الإصدار	حجم الإصدار (مليون دولار)	الأجل (سنة)
الحكومة السينغالية	إجارة	فرنك غرب افريقي	18 جويلية	200.5	4
إمارة الشارقة الإمارات	إجارة	دولار امريكي	17 سبتمبر	700	10
حكومة هونغ كونغ	إجارة	دولار امريكي	18 سبتمبر	1000	5
حكومة جنوب افريقيا	إجارة	دولار امريكي	24 سبتمبر	500	5.75
حكومة لوكسمبورج	إجارة	اليورو	30 سبتمبر	252.5	5

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بنك نيجارا ماليزيا متوفر على الرابط (http://www.mifc.com).

- بدءاً من أفريقيا حيث قامت الحكومة السينغالية بتسعير أول صكوك سيادية لها في 18 جويلية بقيمة 100 مليار فرنك غرب أفريقي وهو ما يعادل 200.5 مليون دولار، وبهذا ينضم السينغال إلى قائمة البلدان التي قامت باستغلال سوق الصكوك في الماضي عبر الهيئات السيادية من أمثال السودان وولاية أوسون النيجيرية.

- وبعد السينغال أصدرت جمهورية جنوب افريقيا أولى إصداراتها من الصكوك السيادية بتاريخ 24 سبتمبر بقيمة 500 مليون دولار موفرة للمستثمرين فرصة فريدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية لاستغلال الدخول إلى سوق دخل ثابت مقومة بالدولار الأمريكي في أفريقيا جنوب الصحراء.

- في الشرق الأوسط حققت إمارة الشارقة في دولة الإمارات العربية المتحدة نجاحاً من خلال إصدارها لأول صكوك سيادية بأجل استحقاق طويل قدره 10 سنوات بقيمة 750 مليون دولار.

- وفي نفس الوقت في منطقة آسيا والمحيط الهادئ، دخلت حكومة هونج كونج للمرة الأولى سوق الصكوك العالمي من خلال إصدار ضخم بمبلغ مليار دولار لأجل 5 سنوات .

- وأخيرا في أوروبا قامت لوكسمبورج بتسعير أول صكوك سيادية لها بتاريخ 30 سبتمبر بقيمة 200 مليون يورو، لتصبح ثاني بلد أوربي تستفيد من سوق الصكوك السيادية بعد المملكة المتحدة على المستوى القومي .

هذا ويتوقع أن تفتح هذه النجاحات ذات الصلة في إصدارات صكوك سيادية لأول مرة من هذه البلدان وغيرها المجال لإصدارات مماثلة من بلدان دول أخرى.

3- إصدار الصكوك من شركات بارزة للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014

في قطاع صكوك الشركات كان البنك الأمريكي غولدمان ساكس و بنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جي، أهم الشركات البارزة في إصدارات الصكوك للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014 والجدول التالي يوضح أهم هاته الإصدارات :

جدول رقم (03): إصدار الصكوك من شركات بارزة للمرة الأولى خلال الربع الثالث من 2014

المصدر	بلد الإصدار	العملة	تاريخ الإصدار	حجم الإصدار (مليون دولار)	الأجل (سنة)
غولدمان ساكس	جزر الكايمان	دولار أمريكي	**23 سبتمبر**	**500**	**5**
بنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جي(ماليزيا)	ماليزيا	دولار أمريكي	**23 سبتمبر**	**250**	**1**
بنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جي(ماليزيا)	ماليزيا	**ين ياباني**	**25 سبتمبر**	**23**	**1**

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بنك نيجارا ماليزيا.

- في قطاع صكوك الشركات أصبح غولدمان ساكس أول بنك استثماري أمريكي يستغل سوق الصكوك العالمي، من خلال أول صفقة له بمبلغ 500 مليون دولار، وتطرح هذه الصفقة فرصة أمام المستثمرين المسلمين للدخول إلى القطاع المالي الأمريكي ونجاحها قد يشجع على نحو فعال البنوك الاستثمارية العالمية الأخرى للتفكير في الاستفادة من السيولة الإسلامية من خلال سوق الصكوك .

- وعلاوة على ذلك دخلت الشركة الماليزية (بي تي إم يو) وهي شركة تابعة لبنك طوكيو ميتسوبيشي يو اف جي، إحدى المؤسسات المالية اليابانية إلى سوق صكوك الشركات للمرة الأولى من خلال شريحتي صكوك مقومتين بعملة أجنبية من مقرها في ماليزيا، حيث أصدرت

بي تي إم يو شريحة بمبلغ 250 مليون دولار وشريحة أخرى بمبلغ 2.5 مليار ين ياباني 23 (مليون دولار) .

4- إصدار الصكوك من الهيئات متعددة الجنسيات خلال الربع الثالث من 2014

تم استغلال سوق الصكوك الأولية بشكل فعال من قبل بعض الجهات العالمية المتعددة الأطراف، وتحديدا شركة خدمات الثقة المحدودة التابعة للبنك الإسلامي للتنمية ومؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية، والجدول التالي يوضح أهم هاته الإصدارات :

جدول رقم (04): إصدار الصكوك من الهيئات متعددة الجنسيات

المصدر	العملة	تاريخ الإصدار	حجم الإصدار (مليون دولار)	الأجل (سنة)
البنك الإسلامي للتنمية	دولار امريكي	17 جويلية	1000	5
مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية	دولار امريكي	28 جويلية	860	3 أشهر
مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية	دولار امريكي	28 أوت	390	3 أشهر
مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية	دولار امريكي	28 أوت	400	6 أشهر
البنك الإسلامي للتنمية	دولار امريكي	25 سبتمبر	1500	5

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بنك نيجارا ماليزيا.

تم استغلال سوق الصكوك الأولية بشكل فعال من قبل بعض الجهات العالمية المتعددة الأطراف، وتحديدا البنك الإسلامي للتنمية ومؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية.

- حيث استغل الإسلامي للتنمية سوق الصكوك مرتين في الربع الثالث من2014 كانت المرة الأولى بمبلغ 1 مليار دولار في شهر جويلية من خلال اكتتاب خاص، فيما كانت المرة الثانية في سبتمبر من خلال طرح عام بمبلغ 1.5 مليار دولار، وقد حملت كلا الشريحتين أجلاً لمدة خمس سنوات .

- بالإضافة إلى ذلك أصدرت مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية أيضا ثلاث شرائح من صكوك إدارة السيولة قصيرة الأجل خلال الربع الثالث من 2014 بقيمة 1.65 مليار دولار.

المطلب الثاني : تطور سوق الصكوك الإسلامية الماليزية

عرفت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية نشاطا ملحوظا في السنوات الأخيرة، وهذا ما تم عن طريق عدة إصدارات مختلفة ومتنوعة للصكوك جعل منها رائدة في هذا الميدان، سواء للحكومة الماليزية أو للشركات الخاصة، وبالعملة المحلية أو الأجنبية، ودورها البارز في تمويل المشاريع الإقتصادية مما زاد في نشاط إصداراها وتداولها قيمة وحكما مقارنة بالسندات .

1- تطور حجم الصكوك الاسلامية في ماليزيا

استغل مصدرو الصكوك من 14 بلداً السوق الأولية العالمية للصكوك خلال 2014 ومن بين هؤلاء واصلت ماليزيا الريادة والجدول التالي يوضح أهم هاته الإصدارات :

جدول رقم (05): أهم أسواق الصكوك الإسلامية 2013-2014

سوق الأوراق المالية	2013			2014		
	الرتبة	عدد الصكوك	حجم الصكوك (مليار دولار)	الرتبة	عدد الصكوك	حجم الصكوك (مليار دولار)
بورصة ماليزيا	1	20	32.88	1	20	34.16
بورصة لندن	2	36	25.70	2	35	24.98
بورصة الأسهم الايرلندية	3	22	12.65	3	34	22.20
ناسداك دبي	4	15	9.35	4	31	21.30
بورصة سنغافورة	6	12	7.00	5	16	8.59
بورصة السعودية	5	7	7.47	6	6	6.61
هيئة لابوان للخدمات المالية الدولية	7	9	6.85	7	9	6.00
بورصة آفاق اندونيسيا	8	51	4.53	8	58	5.75
بورصة هونج كونج المحدودة	10	4	3.61	9	5	4.61
سوق دبي المالي (دبي)	9	5	3.93	10	4	2.75
بورصة لكسمبرغ	11	2	1.77	11	7	2.51
بورصة البحرين	12	5	1.43	12	3	1.22
بورصة فيينا	13	1	0.17	13	1	0.17
بورصة كازاخستان	14	1	0.07	14	1	0.07

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بورصة ماليزيا متوفر على الرابط :

(http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets) تم الإطلاع عليه يوم (2015/04/28).

واصلت ماليزيا ريادتها لسوق الصكوك الإسلامية العالمية، كونها أكبر بلد من حيث الإصدارات باستحواذها على نسبة (24.24%) من إجمالي الإصدارات بقيمة 34.16 مليار دولار خلال السنة 2014 بزيادة نسبة قدرها (3.9%) عن السنة 2013 وذلك راجع إلى:

– استفادت من سوق الصكوك الماليزي مجموعة واسعة من مصدري الصكوك شملت إصدارات صكوك قياسية ذات تواريخ استحقاق متنوعة صادرة عن البنك المركزي الماليزي وبنك نيجارا ماليزيا.

– صكوك زيادة رأس المال وصكوك دارة السيولة الصادرة عن العديد من المؤسسات والشركات الماليزية.

– صكوك البنية التحتية وجمع الأموال التي تشرف عليها كيانات ذات صلة بالحكومة الماليزية مثل بينجوروسان آير وهي شركة محدودة ذات غرض خاص .

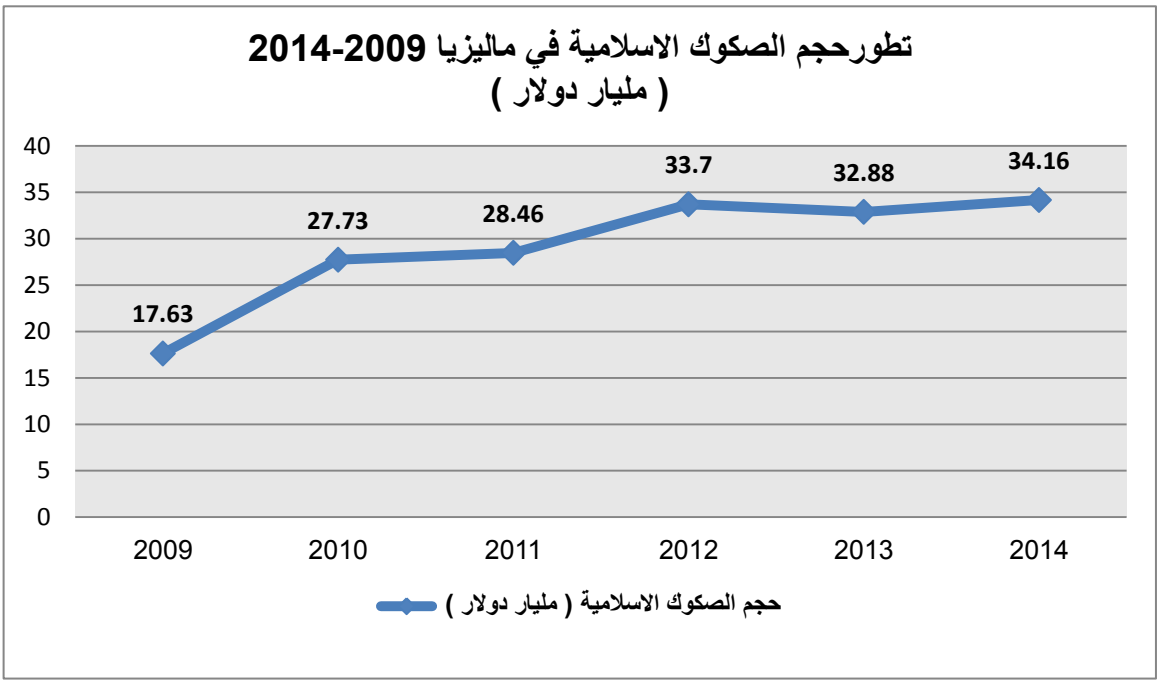
– صكوك قطاع التجزئة الصادرة عن دانا إنفرا والتي تمنح للافراد فرصاً استثمارية ذات دخل ثابت في أسواق رأس المال المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

– كما كان هناك صكوك صادرة عن هيئات أجنبية مثل الصكوك الصادرة عن شركة بوميتاما الزراعية السنغافورية والتي أصدرت صكوكها ضمن أسواق رأس المال الماليزية .

– كما صدرت أيضاً صكوكاً مقومة بالعملات الأجنبية والتي شملت إصدار أول صكوك في العالم مقومة بالين الياباني .

حسب البيانات والمعلومات المستقاة من مختلف التقارير (تقارير هيئة الأوراق الماليزية، تقارير بورصة ماليزيا، تقارير بنك نيجارا)، حققت الصكوك الإسلامية المرخصة من طرف هيئة الأوراق الماليزية، تطورات من حيث العدد والقيمة خلال الفترة (2009–2014) كما هو مبين في الشكل البياني الموالي:

شكل رقم (02): تطور حجم الصكوك الماليزية خلال الفترة 2009-2014



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بورصة ماليزيا .

من خلال الشكل السابق يتضح لنا أن إصدار الصكوك الإسلامية في تطور كبير ومستمر خلال الفترة (2009-2014)، حيث بلغ حجم الصكوك 34.16 مليار دولار في2014 أي بزيادة قدرها (3.9%)عن السنة السابقة 2013، وبتطور كبير بنسبة (93.76%)عن 2009.

ومما ساعد الصكوك لإحتلال هذه المكانة في ماليزيا، هي أن المستثمر بإمكانه الإختيار بين الصكوك المصدرة بالعملة المحلية والعملة الأجنبية، وكذا نوعها، ومدة إستحقاقها وهيكلتها وطبيعة الاصول المدعومة بها، وكذا هوية المصدر وطبيعة الخطر المحتمل.

وكذا تشجيع السلطات الحكومية للمستثمرين في الصكوك، بإتخاذها إجراءات تحفيزية كقرار الإعفاء من الضريبة على الصكوك المصدرة من طرف الشركات، مما زاد في إصدار الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية.

2- إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب البلد

وصل حجم السوق العالمية للصكوك القائمة وهي التي لم يحن أجل استحقاقها إلى 294.69 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من 2014، وهو ما يعد توسعاً قدره (9.4%) منذ بداية العام

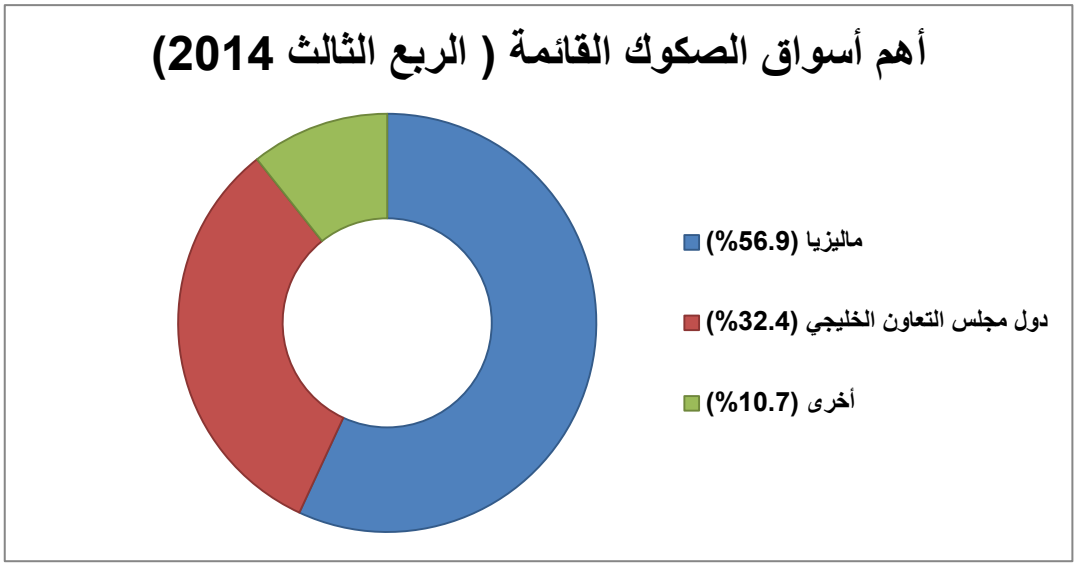
وحتى نهاية الربع الثالث من مبلغ ال 269.4 مليار دولار في نهاية 2013 إلى مبلغ 294.69 مليار دولار في نهاية الربع الثالث من 2014، ونمو قدره (18.2%) على أساس سنوي منذ الربع الثالث من 2013 .

ما زالت ماليزيا بمثابة السوق الوحيدة للصكوك الثانوية التي تتجاوز حاجز ال 100 مليار دولار من الصكوك القائمة، وفي الربع الثالث من 2014 بلغت الصكوك القائمة لماليزيا نحو 167.6 مليار دولار، أي زيادة قدرها(5.9%) مقارنة بمبلغ 158.3مليار دولار قائمة في نهاية سنة 2013 ، حيث تمثل الصكوك الماليزية حالياً نسبة قدرها (56.9%) من إجمالي السوق العالمية .

وفي نفس الوقت زاد إجمالي الصكوك الخليجية القائمة بنسبة (12%) لتصل قيمتها إلى 95.5مليار دولار تقريباً في الربع الثالث من 2014 مقارنة بمبلغ 85.3 مليار دولار في نهاية سنة 2013 ، بينما تمثل حصة بلدان مجلس التعاون الخليجي (32.4%) من إجمالي الصكوك العالمية القائمة والتي لم يحن أجل استحقاقها.

والشكل الموالي يبرز أهم أسواق الصكوك العالمية القائمة حسب البلد:

شكل رقم (03): أهم أسواق الصكوك العالمية القائمة (الربع الثالث 2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بنك نيجارا ماليزيا.

3- إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب العملة

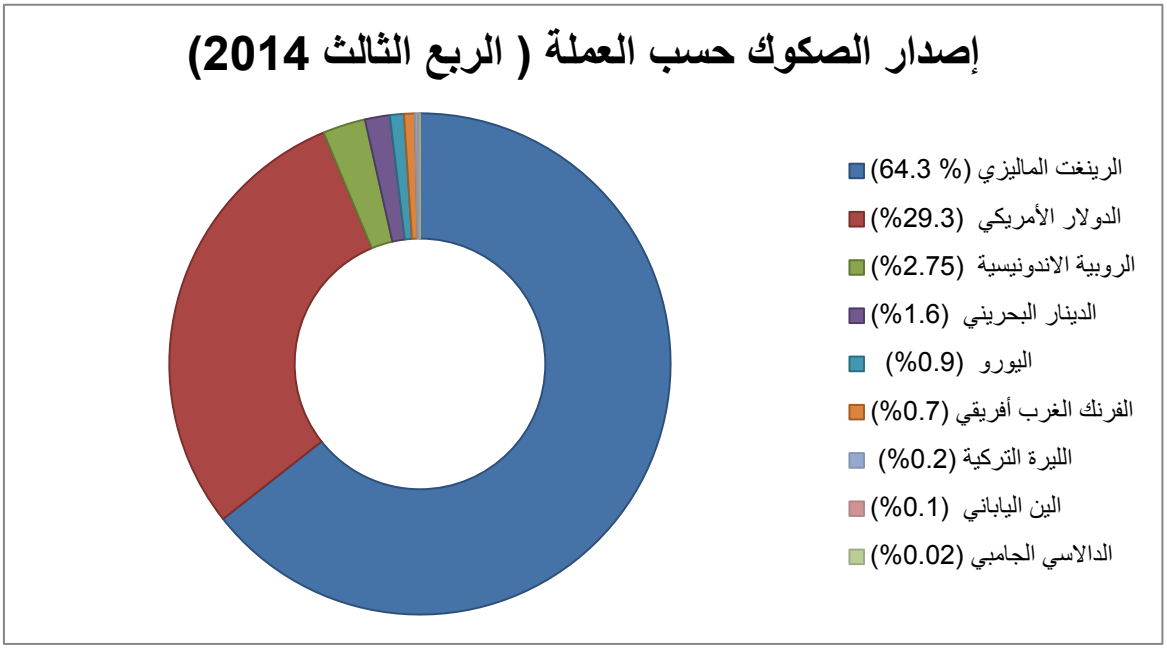
تمثل العملة التي أصدرت بها الصكوك، الجهة أو بلد الاصدار بالأساس، وباعتبار ماليزيا البلد الرائد في السوق الأولي، سيطرت أيضا العملة الماليزية الرينغت على مجمل الاصدارات العالمية، وبشكل عام استخدمت 9 عملات في إصدار أدوات الصكوك في سوق الصكوك الأولية العالمية.

هذا وقد وشكلت الرينغت الماليزي ثلثي حجم الإصدارات تقريباً بنسبة (64.3 %) من الحصة السوقية، تلاها الدولار الأمريكي بحصة قدرها (29.3%) وهو بالخصوص مدعوم بإصدارات دول التعاون الخليجي.

فيما كان للعملات المتبقية حصص سوقية منخفضة وشمل ذلك الروبية الاندونيسية (2.75%) والدينار البحريني (1.6%)، واليورو (0.9%)، والفرنك الغرب أفريقي (0.7%)، والليرة التركية (0.2%)، والين الياباني (0.1%) والدالاسي الجامبي (0.02%) .

والشكل الموالي يوضح إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب العملة :

شكل رقم (04): إجمالي الصكوك العالمية القائمة حسب العملة (الربع الثالث 2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بنك نيجارا ماليزيا.

ومن خلال ما سبق يمكن ذكر أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع في اصدار الصكوك على مر هذه السنين نجد:

– زيادة تفضيل المنتجات التي تصدر وفق مبادئ الشريعة، وقد ساهم في ذلك ظهور البنوك الاسلامية وتطوير لسوق مالية إسلامية فيما بعد.

– نمو الثروة في العالم الإسلامي مما كان له الأثر في زيادة الطلب من طرف المستثمرين.

– السيولة الفائضة التي تبحث عن توظيف في الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة، خاصة تلك المدخرات القادمة من بلدان الخليج وآسيا .

– السياسة الحكومية المدعمة بتوفير الاطار التشريعي والقانوني الملائم لتطوير اصدار الصكوك.

– وتيرة انجاز المشروعات التي ساهمت في زيادة الطلب على أنواع الصكوك، وتعتبر هذه نتيجة مباشرة لدعم الحكومة لتصبح ماليزيا مركز للاقتصاد الاسلامي، وأول سوق للمالية الاسلامية يقصدها المستثمرون في العالم.

4- تطور إصدار الصكوك الإسلامية الماليزية مقارنة بالسندات

كان لإصدار الصكوك ردة فعل إجابي على المستثمرين المحليين، مما زاد تفضيلهم لهذا النوع من الأوراق مقارنة بالسندات التي بدأ التعامل بها يتناقص على مر السنين.

حسب البيانات والمعلومات المستقاة من مختلف تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة ماليزيا، حققت الصكوك الإسلامية المرخصة من طرف هذه الهيئة تطورات من حيث العدد والقيمة مقارنة مع السندات التقليدية الموافق إصدارها خلال الفترة 2009– 2013 كما هو مبين في الجدول التالي:

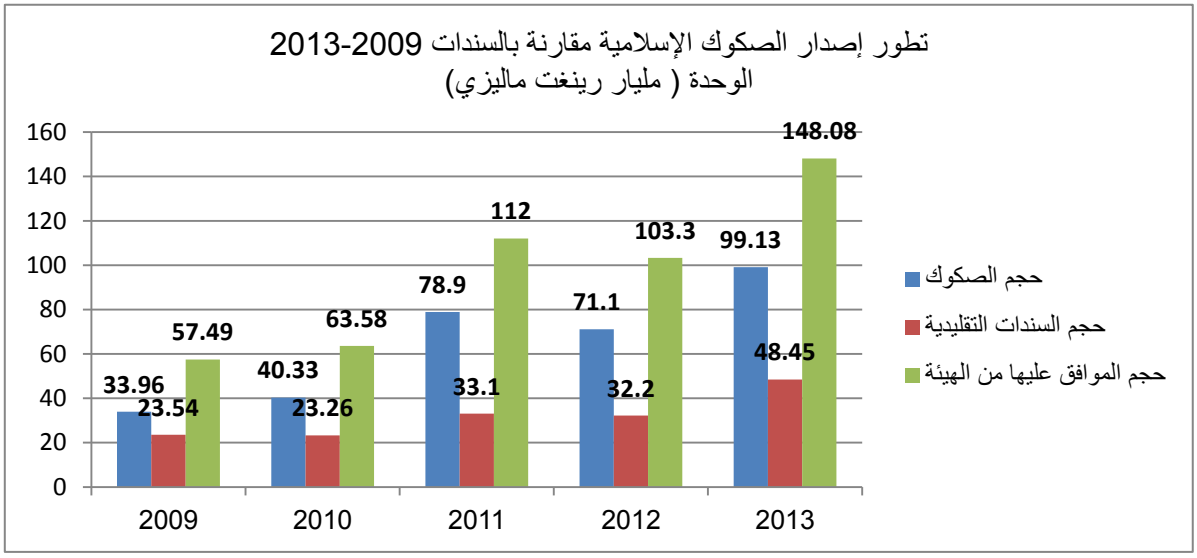
جدول رقم (06): تطور إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات 2009-2013

		2009	2010	2011	2012	2013
الصكوك	العدد	11	21	44	41	49
	القيمة (مليار رينغت)	33.96	40.33	78.9	71.1	99.13
	النسبة%	59.10	63.40	70.00	68.8	66.94
السندات التقليدية	العدد	23	31	41	40	37
	القيمة (مليار رينغت)	23.54	23.26	33.1	32.2	48.45
	النسبة%	40.90	36.30	30.00	31.2	32.72
إجمالي الصكوك موافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية	العدد	34	52	85	81	88
	القيمة (مليار رينغت)	57.49	63.58	112	103.3	148.08

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية : 2009: ص(6-51)، 2010: ص(6-54)،2011 ص(6-46)، 2012 ص(6-55)، 2013 ص(6-53).

ويمكن تمثيل معطيات الجدول السابق بالشكل التالي:

شكل رقم (05): تطور إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات 2009-2013



المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية في الجدول رقم (06).

من خلال الجدول والشكل البياني يتضح أن إصدار الصكوك في سنة 2009 كان يمثل (59.10%) من إجمالي الأوراق المالية الموافق إصدارها مقارنة بالسندات التي كانت تمثل (40.9%) ما قيمته 23.54 مليار رينغت، أي أن تمويل الاقتصاد الماليزي كان مرتبط بإصدار السندات.

وبمرور السنوات تحول كبير لتصبح الصكوك الممول الرئيسي للإقتصاد الماليزي لتمثل (66.94%) من إجمالي الأوراق الموافق إصدارها مقارنة بالسندات التقليدية، والتي تراجعت لتمثل (32.72%) أي 48.45 مليار رينغت في سنة 2013 .

وهذا راجع لظهور أنواع جديدة ضمن الصكوك، مثل صكوك المشاركة والإجارة والمضاربة، مما خلق ديناميكية وحيوية في سوق الاصدار الأولي ووفر للمستثمرين أدوات جديدة للإستثمار فيها بالإضافة لقرار الحكومة الإعفاء من الضرائب على الصكوك، وتفضيل الحكومة والشركات للإستثمار في صكوك بدل السندات التقليدية.

المطلب الثالث: دور أنواع الصكوك في تفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية

عرفت ماليزيا في السنوات الأخيرة نشاط ملحوظ في اصدار أنواع مختلفة من الصكوك، وهذا في وجود هيئة للأوراق المالية التي يوكل لها الموافقة على الاصدارات الجديدة ومدى توافقها مع الضوابط الشرعية، وهذا ما شجع القطاع الخاص من الشركات في زيادة اصداراتها بأحجام كبيرة من مختلف أنواعها.

من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنويا من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، نجد وصكوك المرابحة، وصكوك الإستصناع، وصكوك الإجارة ونجد أيضا صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وفيما يلي نستعرض أهم الأنواع.

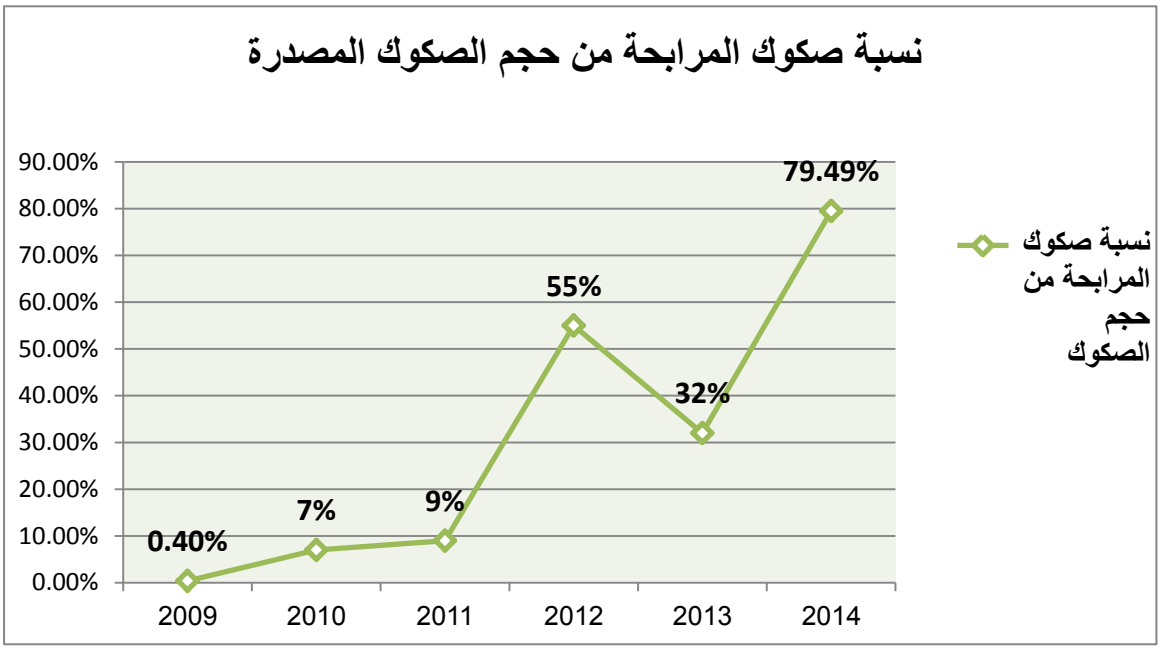
1- تطور إصدار صكوك المرابحة

تم بدا التعامل بصكوك المرابحة في السوق الماليزية في مارس 1994م، ثم تلاحقت الإصدارات بشكل متزايد في السنوات الأخيرة، و تعتبر صكوك المرابحة إستثمارات متوسطة

وقصيرة الأجل حيث تكون مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات ومن ثلاثة أشهر إلى سنة على التوالي.

عرفت صكوك المرابحة ازدهارا كبيرا في السنوات الأخيرة ، ويمكن توضيح هذه التطورات من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (06): تطور إصدار صكوك المرابحة (2009-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية.

من خلال الشكل البياني يتضح إستمرار صكوك المرابحة في أخذ موقع الصدارة ، واستحوذت على حوالي27.15 مليار دولار في 2014 بنسبة (79.49%) من الحجم الإجمالي للصكوك المصدرة، حيث كانت لا تتعدى نسبتها (0.40%) سنة 2009 اي ما قيمته 0.07 مليار دولار فقط ، وأصبحت بذلك المصدر الاساسي لتمويل الإقتصاد الماليزي .

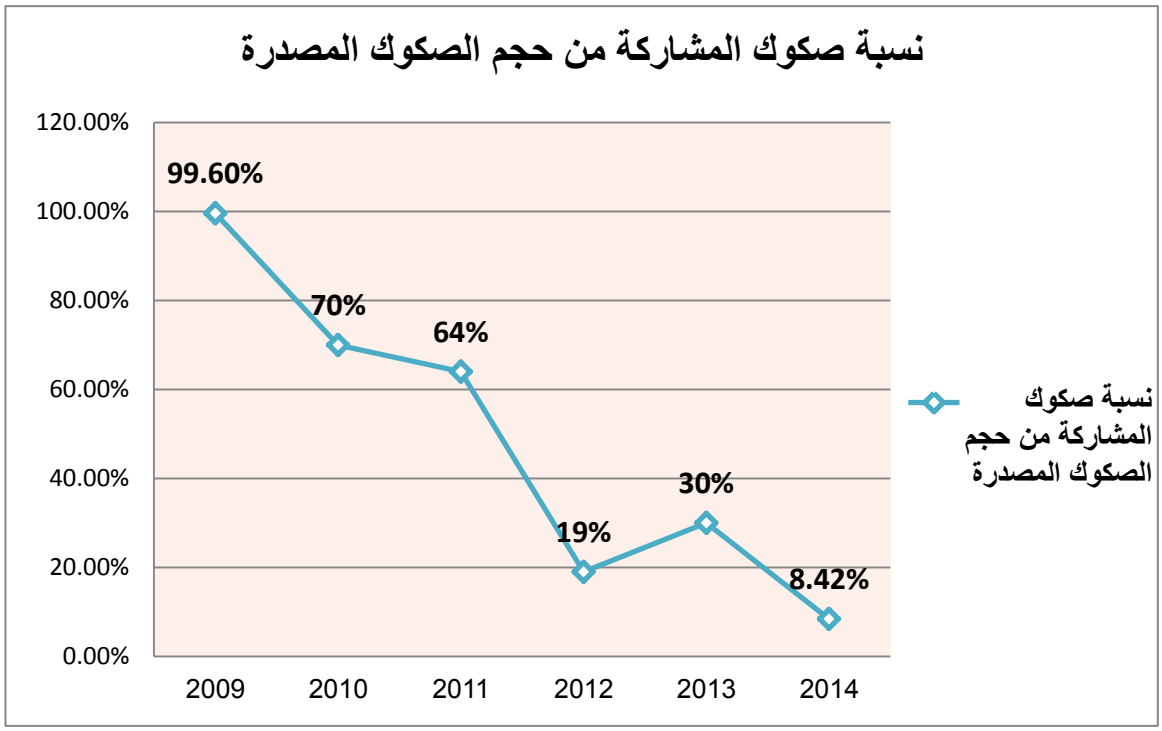
و يرجع الإعتماد على هذا النوع من الصكوك لسهولة عملية تصكيك الأصول وإصدار الصكوك حيث انعكس إصدارها بالقبول العام لدى المستثمرين الماليزيين .

2- تطور إصدار صكوك المشاركة

كان أول إصدار لصكوك المشاركة من طرف شركة Musyarakah One Capital Bhd في 2005، ثم تلاحقت الإصدارات في السنوات الأخيرة.

ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك المشاركة من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (07): تطور إصدار صكوك المشاركة (2009-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية.

من خلال الشكل البياني يتضح أن سنة 2009 شكلت سنة إستثنائية في إصدار هذا النوع من الصكوك، حيث وصلت نسبة الإصدار إلى(99.60%) أو ما يعادل أكثر من 17 مليار دولار من مجمل الصكوك الموافق اصدارها في 2009، حيث كان الإعتماد على صيغة المشاركة من أهم الصيغ في إصدار الصكوك، وهذا لما تتميز به في مفهوم تقاسم الربح والخسارة، مما أدى إلى زيادة قناعة لدى المستثمرين الماليزيين في إصدار هذا النوع من الصكوك، مقابل التخلي على إصدار صكوك الأخرى .

لتعود لتنخفض بداية من 2010، لتصل إلى أقل قيمة لها (8.42%) في نهاية السنة الماضية 2014 ، وهذا الانخفاض الكبير راجع إلى زيادة الإقبال على صكوك المرابحة .

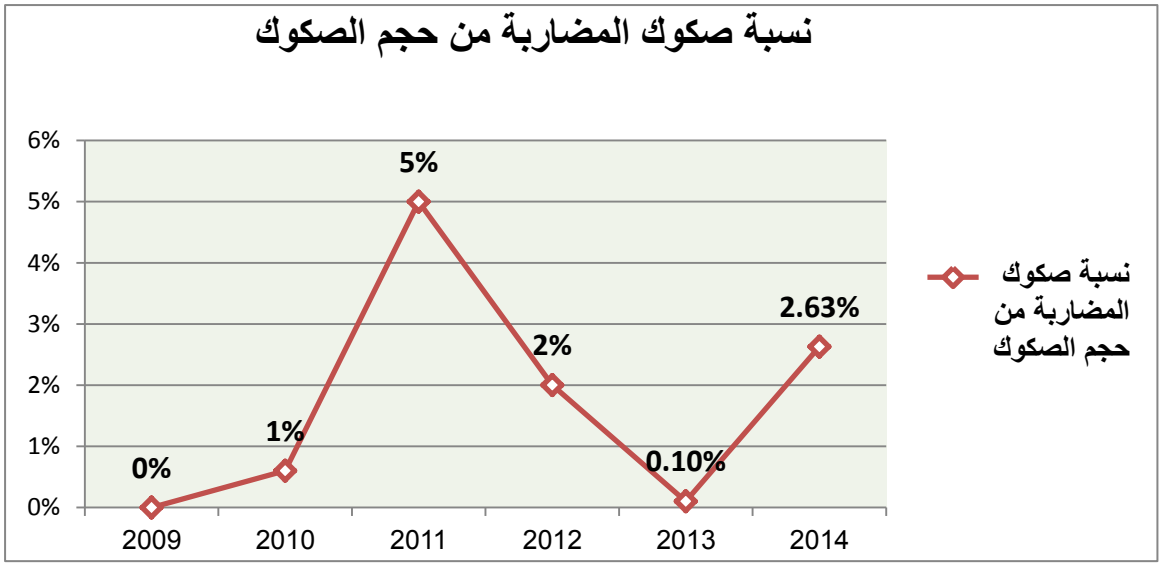
3- تطور إصدار صكوك المضاربة

كان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal Assets BHD في سنة 2005 بقيمة ثمانين مليون رينغت، وتم الإصدار تماشيا مع تعليمات وإرشادات الأوراق المالية

الإسلامية الصادر في جويلية 2004 من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية لإصدار صكوك تبنى على عقد المضاربة .

ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك المضاربة من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (08): تطور إصدار صكوك المضاربة (2009-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية.

من خلال الشكل السابق يمكن ملاحظة أن حجم إصدار صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الماليزية يتميز بالضعف وقلة مساهمتها في الإصدار العام للصكوك.

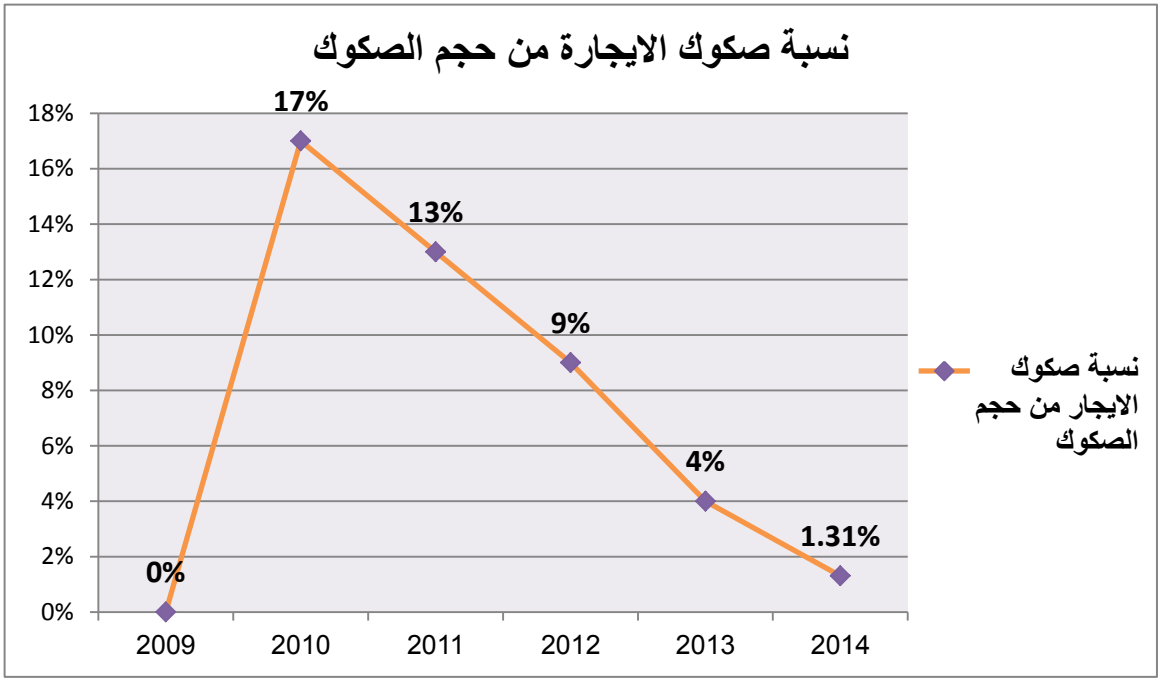
حيث نلاحظ أنه في سنة 2009 لم يتم إصدار هذا النوع من الصكوك، في حين سجلت سنة 2011 الإستثناء بوصولها الى ما يقارب (5%) من إجمالي الصكوك المصدرة أي مايعادل 1.42 مليار دولار .

4- تطور إصدار صكوك الإجارة

أصدرت الحكومة الماليزية صكوك إجارة لأول مرة في سنة 2002 عن طريق شركة (Malaysian Global Sukuk) بقيمة 600 مليون دولار، لتكون أول دولة في العالم تصدر صكوك إجارة سيادية دولية وبموعد استحقاق 5 سنوات ، ولاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي، وتم إصدار أول صكوك إجارة بالعملة المحلية في سنة 2004.

ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك الإجارة من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (09): تطور إصدار صكوك الإجارة (2009-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق الماليزية.

من خلال الشكل السابق يمكن ملاحظة أن سنة 2009 لم تسجل أي إصدار من هذا النوع من الصكوك لإستحواذ صكوك المشاركة على أكبر نسبة إصدار (99.60%) .

وسجلت أعلى إصدار لها في سنة 2010 و حصولها على المرتبة الثانية في عدد الإصدارات بنسبة (17%) من إجمالي الصكوك المصدرة أي ما يعادل 4.71 مليار دولار.

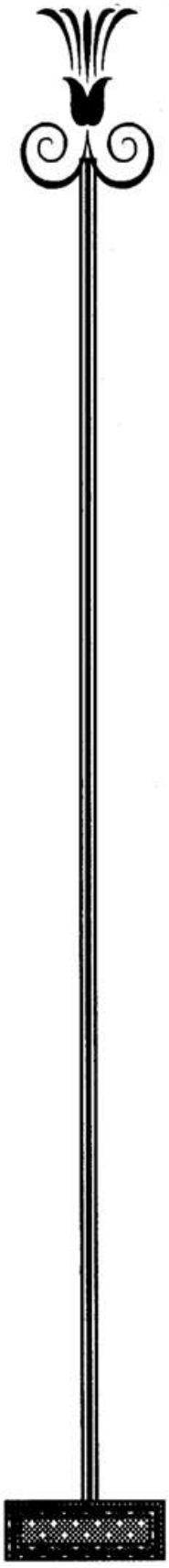
ثم ما لبثت أن عادت إلى الإنخفاض من جديد بداية من 2011 لتسجل قيمة متدنية في سنة 2014 بنسبة (1.31%) من إجمالي الصكوك المصدرة أي ما يعادل 0.44 مليار دولار.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل سوق الأوراق المالية الماليزية ودور الصكوك الإسلامية في تفعيلها، حيث تم عرض للتجربة الماليزية في سوق رأس المال الماليزي ومراحل تطوره حتى وصل تسميتها بالبورصة الماليزية، وما تحتويه من أقسام كسوق الملكية وسوق السندات وسوق المشتقات وسوق الأوراق المالية الإسلامية.

وقمنا في هذا الفصل بعرض وتحليل للمكانة القيادية التي صارت تحتلها ماليزيا في اصدار الصكوك، حيث أنها أكبر بلد من حيث قيمة الاصدارات والحجم والعدد والعملة مقارنة بباقي البلدان المصدرة للصكوك، كما أنها السباقة لإستحداث أهم أنواع الصكوك وتطوير إصدارها خلال العقد الأخير وتحديد بنية كل نوع ومراحل إصداره وطرق تداوله .

وشكلت مجمل الصكوك المصدرة أكبر نسبة مقارنة مع السندات الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية مؤخرا، والدور الكبير للشركات الخاصة الماليزية في تفعيل سوق الصكوك بتربعها في اصدار الصكوك من حيث القيمة أو نوعها على المستوى العالمي، مما ينعكس بالإيجاب على سوق الأوراق المالية الماليزية.



الخـــاتمة العامة

الخاتمة العامة

تعتبر الصكوك المالية الإسلامية من الأدوات المستحدثة في الاقتصاد المالي الإسلامي ومن ابتكارات الهندسة المالية الإسلامية، وهي أداة استحدثت لتحل بديلا للسندات التقليدية عموما وتكون وفق الضوابط الشرعية إصدارا وتداولا، حيث يكون تحمل الخسارة مساويا لاستحقاق الربح

وقد تمحور بحثنا حول الإشكالية المتمثلة في:

" **ما هو دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية** "

في ظل وجود أنواع عديدة منها وتداولها في أكثر من سوق مالي، وذلك من خلال تتبع لدور سوق الأوراق المالية في استحداث أوراق مالية جديدة، وعرض لأهم أنواع الصكوك الإسلامية التي يتم إصدارها، مع تسليط الضوء على التجربة الماليزية كونها رائدة من حيث الإصدار والتداول والابتكار، ومطابقة ذلك بالدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية، والتأثير في زيادة فاعلية سوق الأوراق المالية إصدارا وتداولا.

اختبار الفرضيات

من خلال دراستنا لهذا الموضوع يمكن التأكيد على فرضيات هذا البحث وذلك على النحو الموالي :

– تعتبر الصكوك الاسلامية كإحدى الأدوات المالية الحديثة المتوافقة مع أحكام الشريعة، تصدر وفق ضوابط وآلية خاصة بها ولها أنواع عديدة، ومما ساهم في نموها وازدهارها إصدارها من قبل الحكومات والشركات من أجل توفير الأموال اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية، وبالتالي كان لدور الصكوك الأثر الإيجابي في تنشيط وتفعيل الأسواق المالية، من حيث حجم الإصدار أو الأنواع المختلفة للصكوك المصدرة، وهذا ما يقودنا إلى قبول الفرضية الأولى.

– إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية في جميع مراحلها، يبنى على شروط وضوابط شرعية عامة وخاصة، جعلها من أهم الميزات التي تتميز بها الصكوك عن باقي الأدوات المالية الأخرى، وتقرها اللجان الشرعية المعنية من قبل الجهة المصدرة، بعكس الأوراق

المالية التقليدية من الأسهم والسندات، التي لا تتوافر على هذه الضوابط ولا اللجان الشرعية وهي تقودنا لرفض الفرضية الثانية.

– تميزت التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية بالنجاح الكبير في السنوات الأخيرة حيث أصبحت مركزا للمالية الإسلامية في العالم، وإنشاؤها لقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية كان له دور في تنشيط وزيادة إجمالي إصدارات وتداول الصكوك في السوق المالية الماليزية، حيث كلما كان إصدار الصكوك في ماليزيا كبيرا من حيث القيمة، سيؤدي بالمقابل إلى تحريك وتفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية، مما يقودنا لتأكيد صحة الفرضية الثالثة.

<u>نتائج البحث</u>

من خلال دراستنا لموضوع " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية وكدراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الماليزية"، نستخلص أهم ما توصل إليه البحث من نتائج ويمكن عرضه كالآتي:

– تضم البورصة الماليزية عدة أقسام تابعة لها منها سوق الملكية، ويتداول فيه الأسهم باختلاف أنواعها وسوق السندات ويتداول فيه السندات الحكومية وسندات الشركات وسوق المشتقات، وكذا سوق الأوراق المالية الإسلامية الذي تتداول فيه الأدوات المالية الإسلامية منها الصكوك الإسلامية.

– سوق الأوراق المالية الإسلامية المالية هو ذلك السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، وهو المكان الذي تتعامل وتنشط فيه الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

– ساهمت الإجراءات التي اتخذتها ماليزيا في سبيل تشجيع إصدار الصكوك الإسلامية من إعفاءات ضريبية وأخرى تنظيمية، في زيادة حجم وعدد إصدارها.

– ريادة ماليزيا دوليا وعالميا من حيث الاصدارات من الصكوك وبمختلف أنواع هياكلها، وبحسب القيمة الإجمالية وبحسب العملة المحلية ومن حيث عددها، في ظل وجود سوق للصكوك يتم فيها إصدارها وتداولها.

– زيادة إصدار الصكوك مقارنة مع السندات، من حيث جاوزت إصدارات السندات التقليدية، وما اصبحت تمثله من أهمية للاستثمار بها مختلق المشاريع الاقتصادية في ماليزيا.

– ساهمت الشركات الخاصة الماليزية بشكل كبير في إصدار وتداول الصكوك، حيث شكلت أكبر نسبة من إصدارات العالم من الصكوك من حيث القيمة أو من ناحية أنواع الصكوك.

– كان لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية دورا إيجابيا في تنشيط سوق الأوراق الماليزية، وذلك لما تمثله من قيمة كبيرة يتم إصدارها وتداولها من طرف القطاع العام والخاص.

– توجد علاقة ارتباطية بين اصدارات الصكوك الاسلامية و فعالية سوق الأوراق المالية الماليزية.

التوصيات

بعد تناول موضوع أثر الصكوك المالية الاسلامية في فعالية السوق المالي، وبعد استخلاصنا لنتائج البحث وإثبات صحة الفرضيات يمكننا اقتراح جملة من التوصيات:

- تبني التجربة الماليزية واتخاذها نموذجا في الاستثمار في المالية الاسلامية لكل بلد يريد الاستثمار في هذا المجال بالنسبة للبلدان الاسلامية.
- بذل جهد إعلامي وترويجي لثقافة الاستثمار في الصكوك الاسلامية من طرف هيئات مراقبة عمليات أسواق المالية، على أن الصكوك منتج جديد منفصل بحد ذاته عن باقي الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية للبلدان الإسلامية، لاستقطاب الأموال الهاربة من التعامل في الأدوات المالية التقليدية، تكون بديل لها، وذلك من خلال تقديم لمؤشرات عن سوق الصكوك على غرار مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مما ينشط سوق التداول، وينعكس بالايجاب على أسواق الإصدارات.
- العمل مع مجامع الفقه والهيئات المالية الإسلامية لإيجاد الطرق الشرعية والوسائل الكفيلة لتطوير إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
- تشجيع الحكومات الاسلامية لجميع القطاعات الاقتصادية الخاصة منها أو العامة على إصدار الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال تبني لسياسة ضريبية تحفيزية لهذه الشركات

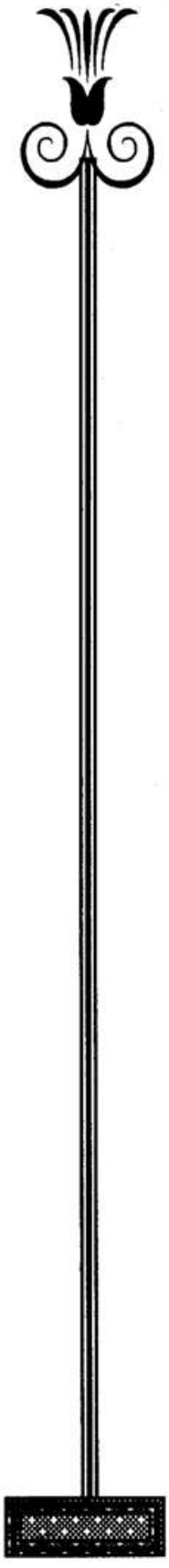
المصدرة، وتوفير الغطاء القانوني بإصدار التشريعات التي تواكب التطورات الحاصلة في هذا المجال، واستمرار تقديم الدعم التقني لمن يريد إصدار الصكوك.

- ضرورة إيجاد بنية تشريعية منظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، نظرا لما توفره من حماية وضبط للمعاملات واستقرار لها.
- ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون منفصلة في هيكلها عن باقي الأسواق الأخرى التي تلعب الدور المخول لها.
- إنشاء مؤشرات تقيس وتعكس أداء أدوات المالية الإسلامية بالتحديد الصكوك المالية الإسلامية ليتسنى للمستثمر معرفة أدق التفاصيل عن مجريات الأحداث التي عليها الصكوك المالية الإسلامية.
- ضرورة إنشاء مؤسسات بحثية ومعاهد تمولها مختلف الجهات الحكومية والخاصة، لتطوير منتجات الصكوك الإسلامية، تواكب التطورات الجديدة في الاقتصاد العالمي، ولكي يكون لها مناعة من التقلبات الاقتصادية التي يشهدها الاقتصاد العالمي.

آفاق الدراسة

وبدراستنا لموضوع دور الصكوك الإسلامية في تفعيل أسواق الأوراق المالية، يعطي الأهمية لإعداد بحوث جديدة في المستقبل تتناول جوانب هذا الموضوع، وتعمق الدراسة فيه وتحلل آثارها، وفي ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، نقترح على الباحثين والدارسين في مجال التمويل الإسلامي بإجراء الدراسات المستقبلية التالية:

- أثر الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية للبلدان العربية.
- دور صكوك الإجارة في تمويل المشاريع الاستثمارية.
- دور الصكوك الإسلامية الحكومية في تنشيط سوق الأوراق المالية.
- تأثير الأدوات المالية الإسلامية والتقليدية على أسواق الأوراق المالية العربية– دراسة مقارنة–



قائمة المـــراجع

قائمة المراجع

أولا- القرآن الكريم

ثانيا- الحديث الشريف:

1- أبي زكريا يحي بن شرف النووي الدمشقي، رياض الصالحين، دار المأمون للتراث، دمشق، الطبعة العشرون،2001.

2- أبي عبد الرحمان أحمد بن شعيب بن علي النسائي، سنن النسائي، مكتبة المعرف للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى،1996.

3- أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، فتح الباري بشرح صحيح البخاري، الجزء الرابع، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الرياض، الطبعة الأولى، 2001.

ثالثا- المعاجم:

1- ابن منظور، لسان العرب، المجلد العاشر، دار صادر للطباعة والنشر، لبنان، الطبعة الثالثة،1994.

2- أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1981.

رابعا- الكتب :

1- أحمد أبو الفتوح علي الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية الطبعة الأولى، 2001.

2- أحمد ريان، فقه البيوع المنهي عنها مع تطبيقاتها في المصارف الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، السعودية، الطبعة الثالثة،2003.

3- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، الطبعة السابعة، 1998.

4- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006،

5- أحمد على السالوس، الاقتصاد الاسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، الجزء الأول، مؤسسة الريان للنشر والتوزيع، الدوحة، 1998.

6- أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2009 .

7- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى،2002.

8- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية، دار زهران، الاردن، 1998 .
9- رمضان حافظ عبد الرحمن، موقف الشريعة الإسلامية من البنوك، المعاملات المصرفية، التأمين دار السلام للنشر والتوزيع، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2005.
10- زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009 .
11- سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، المكتب الإسلامي، بيروت، الطبعة الأولى،2002.
12- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
13- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية "دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الاسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
14- شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى،2002.
15- شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
16- صلاح السيد جودة، بورصة الأورق المالية علميا_عمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، الطبعة الأولى،2000 .
17- عائشة الشرقاوي المالقي، البنوك الإسلامية بين الفقه والقانون والتطبيق، المركز الثقافي العربي، الدار البيضاء، الطبعة الأولى، 2000.
18- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003،
19- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارة للكتاب العالمي، الأردن، الطبعة الأولى، 2006 .
20- ماجد أبو ريخة وآخرون، بحوث فقهية في قضايا اقتصادية معاصرة، المجلد الثاني، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.
21- مبارك بن سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005.
22- مبارك بن سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الثاني، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005.
23- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة ،الطبعة الثانية، 1999.
24- محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومه، الجزائر، الطبعة الأولى 2002.
25- محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية، البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2001.

26- محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002,

27- محمد صالح الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.

28- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005 .

29- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2006,

30- نظير رياض محمد الشحات، إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات، بدون دار النشر،2007.

31- وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002.

خامسا- <u>المذكرات والرسائل:</u>

1- أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الإستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجيستير في الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2005 .

2- أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد، رسالة ماجيستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009.

3- بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، رسالة ماجيستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة،2008.

4- بوكساني رشيد، معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراء في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2006.

5- خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية، رسالة ماجيستير في علوم التسيير تخصص مالية ونقود، جامعة الجزائر، 2006.

6- ربيعة بن زيد، الصكوك المالية الإسلامية وإدارة مخاطرها، رسالة ماجيستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

7- سعيدة حرفوش، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق ماليزيا"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، 2009.

8- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة،2007 .

سادسا- الملتقيات:

1- خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، "نحو أسواق مالية إسلامية"، المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية ، غزة، 2005.
2- شوقي أحمد دنيا، "البورصة حلم وكابوس"، المؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، جامعة الامارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، أيام 6-8 مارس2007.
3- صفية أحمد أبوبكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات، 31 ماي-3 جوان2009.
4- عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، ندوة (الصكوك الإسلامية، عرض وتقديم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24-25 ماي 2005.
5- فؤاد محسن محيسن،" الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها'، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي، إمارة الشارقة، الإمارات، 26-30 أفريل 2009.
6- كمال توفيق حطاب، "الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الاسلامية بدبي الامارات، 31 ماي -03 جوان 2009 .
7- محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، المؤتمر العلمي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات "آفاق وتحديات"، جامعة الامارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، دبي، 6-8 مارس 2007.
8- محمد علي القري بن عيد،" كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين،27-28 ماي 2008.
9- محمد علي القري بن عيد، "الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات، 26-30 أفريل 2009 .
10- يوسف بن عبد الله الشبيلي، "إصدار وتداول الأسهم والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-2010/05/26 .

سابعا- المقالات:

1- محمد مختار السلامي ،"الإيجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير"، مجلة الفقه الإسلامي، العدد الثاني عشر، المجلد الأول، جدة، السعودية، 2000/09/22.

ثامنا- الوثائق والقرارات:

1- قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي: القرار رقم 30(4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الإستثمار، 1988.

2- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والإستثمارات العقارية، ماليزيا، جانفي 2009.

3- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم(17) صكوك الإستثمار، البحرين، 2010.

تاسعا- التقارير :

1- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2009 .

2- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2010 .

3- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2011 .

4- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2012 .

5- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2013 .

6- التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2014 .

عاشرا- مواقع الكترونية:

1- بورصة ماليزيا http://www.bursamalaysia.com

2- بنك نيجارا ماليزيا http://www.mifc.com

3- مجمع الفقه الإسلامي الدولي http://www.fiqhacademy.org.sa