



جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعرييرج
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، تجارية، وعلوم التسيير

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: إدارة المالية

من إعداد الطالبتين: - غزلان حمزة

- وسام غرواط

بعنوان:

دور الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط الأسواق المالية

(التجربة الماليزية)

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا

أستاذة محاضرة

صافيا بومصباح

مشرفا

أستاذة محاضرة

سمية لوكريز

مناقشا

أستاذ محاضر

عبد الرزاق بوعيطة

السنة الجامعية: 2022-2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

١٤٣٨ هـ

الإهداء

الحمد لله الذي أثار لي طريقي وكان خير عون لي

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من منحتني نبع

حنانها وفيض عطائها التي كان دعاؤها سندا لي وأعز شخص

في حياتي...أمي الحنونة

إلى من أحمل اسمه بكل افتخار...إلى من علمني العطاء بدون

انتظار... إلى أبي الغالي

إلى إخوتي وأخي

إلى صديقاتي خاصة نور ورائية

وسام غرواط

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع:
لمن كان سببا في وجودي أُمي وأبي حفظهما الله
أخي قرة عيني الذي لم يكمل المشوار معي
إلى أختي التي ساندتني في مشواري الدراسي عزيزة
ولكل من أعطاني يد العون من قريب أو بعيد وساعدني في إنجاز هذه المنكرة
وأخص بالذكر المشرفة الدكتورة لوكريز سمية

غزلان حمزة

شكر وعرفان

قال الله تعالى (من يشكر فإنما يشكر لنفسه) (لقمان: 12)

وقال رسوله الكريم صلى الله عليه وسلم: "من لم يشكر الناس، لم يشكر الله عز وجل"

أحمد الله تعالى حمدا كثيرا طيبا مباركا ملء السماوات والأرض على ما أكرمني به من صحة لإتمام هذه الدراسة التي أرجو أن تنال رضاه.

نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى أستاذتنا الفاضلة الدكتورة لوكريز سمية التي تفضلت بالإشراف على هذه الدراسة

كما نتقدم بجزيل الشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على قبولهم ومراجعة هذا العمل.

المخلص: هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الإسلامية، ومن أجل ذلك تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال استعراض أهم الصكوك الإسلامية التي تصدرها السوق المالية الإسلامية الماليزية وحجم تطور إصداراتها للصكوك مقابل السندات. وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها، لإنشاء سوق مالية إسلامية تتصف بالمصداقية يجب توفير مجموعة من الضوابط والمقومات تعمل على تحقيق الكفاءة والربحية أهمها مبدأ تحريم الفوائد الربوية واستبداله بمبدأ الغنم بالغرم. إن الصكوك الإسلامية تساهم بشكل كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية وتعتبر التجربة الماليزية مثالاً لذلك من خلال الاعتماد على الصكوك في تمويل القطاعات الاقتصادية المختلفة.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، السوق المالية، الضوابط الشرعية، التجربة الماليزية

Abstract:

The aim of this study was to highlight the role of Islamic Sukuk in energizing the Islamic financial market activity. For the sake of achieving this, the descriptive analytical approach was employed through reviewing the most important Islamic Sukuk issued by the Malaysian Islamic financial market and the size of the evolution of its issuances of Sukuk in exchange for bonds. The study has reached several important results, including the necessity of establishing a credible Islamic financial market by providing a set of regulations and principles that work towards achieving efficiency and profitability. One of the key principles is the prohibition of usurious interest and its replacement with the principle of profit-sharing or known as the "profit through partnership" principle. Islamic Sukuk play a significant role in achieving economic development, and the Malaysian experience serves as an example of this situation through the utilization of Sukuk in financing various economic sectors.

Key words: Islamic Sukuk, financial market, Shariah regulations (Islamic legal guidelines), The Malaysian experience.

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
-	الإهداء
-	شكر وعرfan
I	ملخص الدراسة
II_II	قائمة المحتويات
III	قائمة الجداول
III	قائمة الأشكال
أ_هـ	مقدمة
04	الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية
06	المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية بين الماهية والدور
10_06	المطلب الأول: الأسواق المالية الإسلامية بين خصائص مميزة ووظائف مستحدثة
12_10	المطلب الثاني: عمليات ومقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية
13_12	المطلب الثالث: أدوات السوق المالية الإسلامية
14	المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية بين المفهوم والأهمية
17_14	المطلب الأول: ماهية الصكوك الإسلامية
20_17	المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية
22_20	المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية والاقتصاد
23	خلاصة الفصل الأول
24	الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية
25	تمهيد
26	المبحث الأول: أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وضوابطه ووظائفه
30_26	المطلب الأول: طبيعة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
32_30	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
33	المبحث الثاني: موقع الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
36_33	المطلب الأول: تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا
40_36	المطلب الثاني: مؤشرات تعكس نشاط السوق المالي الماليزي
48_41	المطلب الثالث: انعكاسات تداول الصكوك الإسلامية على السوق والاقتصاد الماليزي
49	خلاصة الفصل الثاني

53_50	الخاتمة
57_54	قائمة المراجع

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
39	مقارنة إصدار الصكوك بالسندات التقليدية في ماليزيا (2017.2008)	01
42_41	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2010-2020)	02
43	تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا للفترة (2010-2020)	03
45_44	تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا خلال الفترة (2010-2020)م	04
46	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2020)	05
48_47	توزيع الصكوك الماليزية حسب القطاعات (1996-2014)	06

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
35	حجم الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة الممتدة ما بين 2010. 2020م	01
36	تداول إجمالي الصكوك حسب الدول (2017.2010)	02
37	تطور إجمالي تداول الصكوك عالميا في الفترة (2017.2008)	03
39	حجم إصدار السندات والصكوك الماليزيا خلال فترة (2008. 2020)	04
40	مقارنة حجم إصدار الصكوك الإسلامية بحجم إصدار السندات في ماليزيا في الفترة (2017.2008)	05

مقدمة

+ تمهيد:

إن نجاح الأسواق المالية الإسلامية وتطور أدائها، يعتمد على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق، وتعد هذه الأدوات الموجودة حالياً بمختلف أنواعها وأشكالها وطرق عملها الفنية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من أهمها الصكوك الإسلامية.

تعد الصكوك الإسلامية من أحدث منتجات الهندسة المالية الإسلامية، حيث برزت كواحدة من الأدوات التي تمكنت من إيجاد مكانة هامة في الأسواق المالية، كما أنها ساهمت في تزويد السوق المالية بمنتجات جديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ وقد شهدت الصكوك الإسلامية نمواً استثنائياً في السنوات الأخيرة، حتى أصبحت الأداة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامية؛ بسبب الدور الذي تؤديه في تنشيطها.

إشكالية البحث:

لقد تنوعت الأدوات المالية المتداولة في سوق المالية وذلك من أجل تفعيل نشاط الأسواق المالية، فقد كانت الأدوات المالية التقليدية دائماً تفرض سيطرتها في السوق المالية فكان هذا عائق أمام المستثمرين للتعامل بها، وبذلك استدعت الضرورة إلى وجود بديل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية كالصكوك الإسلامية.

ما سبق تمحورت مشكلة البحث في السؤال الرئيس الآتي:

ما مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالي؟

من أجل معالجة وتحليل هذه المشكلة وبغية الوصول إلى فهم واضح لها، تم طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

- ماهي أهم الضوابط لإقامة سوق مالية إسلامية ذات مصداقية شرعية؟

- هل الصكوك الإسلامية منتج جديد في الهندسة المالية؟

- كيف تؤثر الصكوك الإسلامية الماليزية في تنشيط السوق المالي الإسلامي كدراسة حالة؟

فرضيات الدراسة: للإجابة عن الأسئلة المطروحة السابقة ومن ثم الإجابة على مشكلة الدراسة تمت صياغة الفرضيات الآتية:

- يجب أن تتضمن السوق المالية الإسلامية مجموعة من الضوابط الشرعية والفنية التي تحكم قواعد وأخلاقيات التعامل فيها، وفق منهج الشريعة الإسلامية.

- إن صكوك الإسلامية من أحدث منتجات الهندسة المالية.

_ للصكوك الإسلامية دور إيجابي في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية.

أهمية الدراسة: تأتي أهمية البحث من أهمية الموضوع، حيث تسعى هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على دور الصكوك الإسلامية ومدى تفعيلها لنشاط الأسواق المالية الإسلامية.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق العناصر الآتية:

_ التعرف على الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية.

_ تناول الدور الذي يمكن أن تؤديه الصكوك الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية.

_ عرض بعض جوانب التجربة الماليزية في التعامل بالصكوك الإسلامية وتأثيرها على السوق وحتى الاقتصاد.

منهج الدراسة: في إطار هذا البحث ومن أجل معالجة إشكالية موضوع الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي في التحليل، وهذا لتشخيص موضوع الدراسة من جميع جوانبه ووصفه وصفا شاملا دقيقا، وهو المنهج الأكثر استخداما وشيوعا في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.

الدراسات السابقة:

أولاً: دراسة محمد الأمين مصباحي

بعنوان "أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية -دراسة تجارب بعض الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية"، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، السنة الجامعية 2021-2022: هدفت هذه الدراسة إلى الإلمام وإبراز أهمية السوق المالية كفضاء للتمويل باللوساطة المالية، ومدى أهميتها في تمويل مختلف الجوانب التنموية للاقتصاد القومي، وتوفير السيولة الضرورية لزيادة وتقوية حركة النشاط الاقتصادي في دورته من (استثمار - إنتاج - تسويق) ومنه زيادة دخول الأفراد والمؤسسات والحكومات وارتفاع نسبة الادخار. كما هدفت إلى البحث والتعرف على أنواع الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها والوقوف على مختلف العمليات الفنية الخاصة بعملها داخل السوق المالية الإسلامية.

وقد خلصت هذه الدراسة عدة نتائج أهمها تخضع الأسواق المالية من ناحية الهرم الرقابي إلى هيئات شرعية، لضمان مدى الالتزام بقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية في جميع الصفقات والمعاملات المالية لكل الأدوات بمختلف صيغها وعملها الفني وخلوها من جميع الممارسات اللاأخلاقية المتواجدة بالأسواق المالية التقليدية كما خلصت إلى أن الأسواق المالية الإسلامية تؤدي دور نشط وهام يؤثر بشكل خاص على أدائها، ولهذا نجدتها تخضع إلى هيئات (على رأسها الهيئة العامة للسوق المالية الإسلامية) في قطاع الأوراق المالية، وجهات أخرى رقابية تعمل على ترخيص وتنظيم وإشراف ومراقبة عملها داخل السوق المالية، كما تتولى هيئة الفتوى الشرعية على التأكد من مطابقتها مختلف العمليات المالية السوقية لأحكام الشريعة الإسلامية.

ثانياً: شافية كتاف

بعنوان " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية"، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة سطيف 01، السنة الجامعية 2013_2014: هدفت هذه الدراسة إلى إبراز المعالم الأساسية للسوق المالية وفق المنظور الإسلامي، وذلك انطلاقاً من تقويم نموذج سوق المال التقليدي وكذلك توضيح دور ومساهمة الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أن السوق المالية الإسلامية تمثل الإطار الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة الراغبة في التوظيف اللاربي لمدخراتها، الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللاربي لمشاريعها من خلال إصدار أدوات مالية تتوافق مع الأحكام الشرعية وكل العمليات والمعاملات التي تتم فيها خالية من كافة المحاذير الشرعية كما تحظى السوق المالية الإسلامية بأهمية كبيرة نظراً لمزاياها العديدة ومنافعها الكثيرة، حيث أنها تلبى حاجة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد المسبقة، وتؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلائم طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مما يساعدها على التوسع في استثماراتها من جهة، ويتيح أمامها العديد من الفرص الاستثمارية اللاربية من جهة أخرى.

ثالثاً: محمد غزال

بعنوان "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاديات والأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، السنة الجامعية 2012/2013.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد ماهية سوق الأوراق المالية، ومدى إمكانية الوصول لتحقيق الفعالية لهذه الأسواق، مع تبيان المكانة المتنامية لهذه الأسواق والدور الذي تلعبه في إيجاد الأدوات التمويلية الحديثة لمختلف المؤسسات وإبراز دور الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها في أسواق الأوراق المالية، وتوضيح الفرق بين الصكوك والسندات التقليدية والأسهم بدراسة أهم صور إصدارها وتداولها، مع بيان لضوابطها والية إصداراتها المتنوعة في أسواق الأوراق المالية. وايضا التوصل الى تبيان الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في إيجاد أدوات تمويلية حديثة ومتنوعة، للحكومات والشركات تحل محل الأدوات الأخرى التقليدية؛ بما يسهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية ويزيد في فعاليتها. حيث يتم لقاء الضوء على السوق التي يتم فيها اصدار وتداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتوضيح دور الجهات الرقابية في ذلك، وتحديد أثر واتجاه العلاقة بين الصكوك الإسلامية ومؤشرات السوق

المالية، بدراسة حالة سوق الأوراق المالية الماليزية ومن هنا يمكن الوصول إلى نتائج واقتراحات تثمن التجربة الماليزية في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية ومدى نجاحها، لإمكانية تعميم هذه التجربة على سائر الأسواق المالية التقليدية الأخرى، حتى يعم النفع والرفاه.

رابعاً: حسيبة برخشي برحمة وأمينة بركان

بعنوان "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامي التجربة الماليزية"، مجلة الاقتصاد الجديد، ع01، مج 13، السنة 2022.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد ماهية الصكوك الإسلامية من خلال مفهومها، أنواعها وخصائصها وكذلك هدفت إلى معرفة أهم وحجم إصدارات الصكوك الإسلامية الماليزية، كما تم التطرق إلى التجربة الماليزية لإبراز أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامي الماليزي.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن الصكوك الإسلامية تنتوع تنوعاً واسعاً فتتمثل في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، المغارسة، وتساهم عملية التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال من خلال تنشيط السوق وتنوع الأدوات وزيادة الاستثمارات المربحة.

المقارنة بين الدراسة والدراسات السابقة:

الدراسات السابقة	أوجه التشابه	أوجه الاختلاف	الاستفادة
محمد الأمين مصباحي	دراسة مؤشرات حجم سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا من خلال عدد الشركات المدرجة، مؤشر القيمة السوقية وذلك لدراسة الأثر	ركزت الدراسة على أثر الأدوات المالية الإسلامية على أداء السوق المالية الإسلامية وذلك في مختلف الدول العربية والإسلامية. بينما تركزت الدراسة على أثر الصكوك على أداء السوق المالية الإسلامية الماليزية.	معرفة كيفية تأثير الصكوك الإسلامية على أداء السوق المالية الإسلامية.

<p>معرفة مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية.</p> <p>معرفة أهمية الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية.</p>	<p>ركزت الدراسة على دور الأدوات المالية في تنشيط السوق المالية الإسلامية من صكوك وصناديق الاستثمار وغيرها كل على حدة.</p> <p>كما تم التطرق إلى الأدوات المالية بشكل أوسع من مفاهيم وخصائص.</p> <p>بينما دراستنا فركزت على دور الصكوك الإسلامية فقط في تنشيط السوق المالية الإسلامية ولم يتم التوسع في ذلك.</p>	<p>تم التطرق في هذه الدراسة إلى الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية.</p>	<p>شافية كتاف</p>
<p>تم الاستفادة من بعض مفاهيم نظرية</p>	<p>ركزت الدراسة على سوق الأوراق المالية التقليدية بينما هذه الدراسة اهتمت بسوق رأس المال على أن الصكوك أداة مستحدثة</p>	<p>دراسة دور الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط سوق رأس المال</p>	<p>محمد غزال</p>

هيكل الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا هذه الدراسة إلى فصلين، الفصل الأول يتضمن الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية ، حيث قسم إلى مبحثين، المبحث الأول السوق المالية الإسلامية بين الماهية والدور ، أما المبحث الثاني الصكوك الإسلامية بين المفهوم والأهمية ، أما في الفصل الثاني فتطرقنا إلى الدراسة التطبيقية التجريبية الماليزية، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم تقديم أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وضوابطه ووظائفه، أما المبحث الثاني موقع الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالي الإسلامي الماليزي ، كما تم في النهاية إعداد خاتمة الدراسة التي تضمنت نتائج الفصلين مع توضيح اختبار صحة الفرضيات، متبوعة بجملة من الاقتراحات المستنتجة، وأخيرا تم صياغة آفاق الدراسة

الفصل الأول: الصكوك المالية
الإسلامية كأداة رائدة في السوق
المالية الإسلامية

تمهيد:

أصبحت الأسواق المالية تمثل وسيلة رئيسية في توفير التمويل اللازم؛ وذلك من خلال المؤسسات المالية المختلفة المتواجدة في هذه الأسواق، من أهم هذه المؤسسات المالية البنوك التي تقوم بحفظ الأموال وتشغيلها. ولقد برزت الصكوك الإسلامية كأحد الأدوات المالية الحديثة المبتكرة في الهندسة المالية الإسلامية، والتي شهدت انتشارا كبيرا؛ فهي تعتبر من وسائل جمع المدخرات والموارد اللازمة لتمويل المشروعات.

وتتضمن عمليات إصدار وتداول الصكوك معايير شرعية عامة وخاصة، تضبطها من عملية الاكتتاب فيها وتداولها حتى إطفائها.

تحظى الصكوك الإسلامية بضمانات تعزز من ثقة الحاملين لها، وتزيد من إقبال المستثمرين عليها، وتغطي المخاطر المحتملة.

ما سبق يمكن عرض أهم ما سيتم تناوله في هذا الفصل لتعميق المعرفة النظرية بالجوانب المتعلقة بالسوق

المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية وهذا من خلال مبحثين:

المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية بين الماهية والدور

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية بين المفهوم والأهمية

المبحث الأول: السوق المالية الإسلامية بين الماهية والدور

تختص الأسواق المالية الإسلامية بخصائص عدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية كما أنها تحظى بأهمية كبيرة خاصة في الدول الإسلامية، إضافة إلى ذلك فهي تؤدي وظائف تثبت وجودها، وقد ازداد اهتمام الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق المالية الإسلامية؛ وذلك من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبذلك يستطيع المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها.

المطلب الأول: الأسواق المالية الإسلامية بين خصائص مميزة ووظائف مستحدثة

تختص الأسواق المالية الإسلامية بخصائص مميزة تمكنها من تأدية وظائفها وتحقيق أهدافها.

الفرع الأول: خصائص السوق المالية الإسلامية والأهمية المكتسبة من ذلك

إن الأسواق المالية الإسلامية تتميز بخصائص عدة نظرا لأهميتها البالغة وهذا ما سيتم التطرق إليه.

أولا: خصائص السوق المالية الإسلامية

تتميز السوق المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص تجعلها تختلف عن السوق المالية التقليدية وتتجاوز نقائصها¹.

. أنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات، وبسبب السياسة المالية المعتمدة على الزكاة، والتي تفرض عبئا مرتقعا على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، بينما تقرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار. أنها سوق تكون أدوات الدين والإقراض ممنوعة في تعاملاتها، وإنما تشجع وتحفز أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية، كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

. أنها سوق خالية من الاحتكارات والمعلومات المضللة، التي تؤثر في تحديد أسعار الأوراق المالية. خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية، حيث تتميز المصارف والمؤسسات والأسواق المالية الإسلامية عن غيرها من المصارف والمؤسسات بمزايا عديدة ومتنوعة، لعل أبرزها وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تعد أحد أركان المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارية الإسلامية، وشريانها وصمام أمانة الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه.

ثانيا: أهمية السوق المالية الإسلامية

إن الخصائص آنفة الذكر تكسب السوق المالية الإسلامية أهمية لا تقل عن الأهمية التي اكتسبتها الأسواق المالية التقليدية في اقتصاديتها².

¹ مايا إبراهيم فتني (وآخرون)، "الصكوك وآثارها على السوق المالي الإسلامي: مالنيزيا نموذجا"، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، ع02، مج10، ديسمبر 2019، ص ص161-162.

² وسيلة بوزمارن والمهدي ناصر، "تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الجديد، ع16، مج01، جامعة خميس مليانة، 2017، ص ص43-44.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

-تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية؛ حيث تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتتزة وفق مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، وهو ما تبحث عنه فئة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد الربوية بعد امتناعهم عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية لما يشوبها من مخالفات شرعية.

. من التبعية التلخص المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللاربوي؛ حيث تساهم السوق المالية الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها؛ ما سهم في بناء اقتصاد إسلامي يمكن من خلاله التخلص من التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وبالتالي المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول. كما تساهم السوق المالية الإسلامية أيضا في تسريع وتنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي.

. إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج؛ حيث يمكن للأسواق المالية الإسلامية أن تقوم بدور بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج خاصة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية؛ وعليه فإن استعادة هذه الأموال سيقلل من اعتماد بلدان العالم الإسلامي على مصادر التمويل الخارجي المكلفة.

. توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية؛ ولعل المبرر الأساسي لقيام سوق مالية إسلامية، قد يكمن بالدرجة الأولى في كونها تؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلائم ويواكب طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك في أعقاب التوسع والانتشار الذي شهده العمل المصرفي والمالي الإسلامي، وبالتالي فوجود هذه السوق من شأنه زيادة قدرة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على التوسع في استثماراتها مما يؤدي إلى تسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية، وعليه فإن وجود سوق مالية إسلامية سيتيح العديد من الفرص الاستثمارية الغير ربوية أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية مما يساعدها في إدارة سيولتها اليومية، ويمكنها من منافسة متكافئة مع مثيلاتها من المصارف والمؤسسات المالية التقليدية .

. قيام السوق المالية الإسلامية على مبدأ المشاركة، فالاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد مشاركة ولا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل، ولذلك فإن الأوعية التي يمكن من خلالها تعبئة المدخرات عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال من جهة والمشاركة في الاستثمار بأخطاره وأرباحه من جهة أخرى، وعليه السوق المالية الإسلامية هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما يقره الشرع:

الفرع الثاني: وظائف وأهداف السوق المالية الإسلامية

تمارس السوق المالية الإسلامية مجموعة من الوظائف أهمها:

أولا: وظائف السوق المالية الإسلامية

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية المعاصرة خاصة في الدول الإسلامية، ويأتي الاهتمام المتزايد بهذه السوق من خلال ما يمكن أن تقوم به من وظائف مختلفة وأدوار متعددة، ويمكن توضيح أهم هذه الوظائف فيما يأتي¹:

. منح الفرصة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين لتمويل إقامة مشروعاتهم أو التوسع فيها، وهي بذلك تشجع الادخار وتعمل على تنمية الوعي الاستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدخرين، بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة وذات العائد الأمثل.

. تعتبر أداة لتوجيه المدخرات الوطنية في البلاد الإسلامية من التوظيف إلى الاستثمار المنتج، أي من مجرد توظيفها في استثمارات سلبية كسواء العقارات أو الذهب مثلا، إلى استثمارها استثمارا حقيقيا في مختلف الأصول الرأسمالية المنتجة.

. تساهم السوق المالية الإسلامية في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي، حيث تقوم الدول بالاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية، وتتمكن من تعبئة رؤوس أموال ضخمة قد تعجز الحكومات والمصارف عن توفيرها.

. توفير السيولة؛ حيث يكون بوسع المستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها، إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، باعتبار أن السوق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة وحررة، بحيث يوجد دائما من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد أيضا لشراؤها، ولا تسيطر على هذه السوق فئة معينة.

. تمكن المصارف الإسلامية التي تقوم بتوظيف أغلب أموالها في استثمارات قصيرة الأجل على حساب الاستثمارات طويلة الأجل، بأن تحظى بفرصة دخولها في استثمارات طويلة الأجل مع ضمان عدم تجميدها للأموال لفترة طويلة وعدم قدرتها على تحويلها إلى سيولة وقت الحاجة إليها، وذلك في ظل وجود سوق مالية إسلامية، تضمن سرعة وسهولة تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل بأفضل سعر ممكن وبأقل تكلفة ممكنة وفي أي وقت.

لذلك فإن وجود سوق مالية تنضبط بالضوابط الشرعية وتتوفر فيها السيولة، سيساهم في تدعيم الاستثمار طويل الأجل، ما ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي من ناحية، وعلى المستوى المعيشي للأفراد من ناحية أخرى.

. السوق المالية الإسلامية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، ما يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، أي أن تحديد الأسعار يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب عبر المفاوضات أو المزايمة، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة.

¹ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2013-2014، ص 25-27.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

إلى جانب أن الشركات والجهات الاقتصادية تقوم بنشر كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية، ويكون هذا السعر هو الأفضل سواء بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) أو بالنسبة للمشتري (أدنى سعر عرض)، وتقوم إدارة السوق بنشر أسعار الأوراق المالية ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

. تعتبر السوق المالية الإسلامية أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، فهي تساهم في توفير المعلومات حول أداء القائمين على إدارة الشركات، إذ تلزم قوانين ولوائح السوق المالية الشركات المدرجة بها بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها ليسهل معرفة أوضاع هذه الشركات والمشروعات ما يوفر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار¹.

. الحرص على سلامة عقود الخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية من الناحية الشرعية، وبعدها عن المخالفات أو الشبهات².

من خلال ما سبق يمكن القول إن السوق المالية الإسلامية تقوم بالمهام التقليدية للسوق المالية؛ لكن بضوابط أكثر عدالة وملاءمة لكل الشرائح سواء العائلات أو المؤسسات بمختلف أحجامها وأنواعها.

ثانياً: أهداف السوق المالية الإسلامية

تسعى السوق المالية الإسلامية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن إجمالها فيما يأتي³:

. تأسيس سوق مالية دولية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وتنظيمها وتطويرها.

. تحسين إطار العمل التعاوني بين المؤسسات المالية الإسلامية عالمياً.

. تنسيق وتحسين السوق بتحديد الخطوط العامة لمصدري القرار وتسويق المنتجات والأدوات المالية الإسلامية.

. السعي لإنشاء البيئة التي ستشجع كلا من المؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك في فعالية السوق.

. العمل على تحسين إطار العمل التعاوني بين البلدان الإسلامية ومؤسساتها المالية.

. معالجة مشكلة السيولة لدى البنوك الإسلامية، وإيجاد بدائل استثمارية جديدة، لخلق أدوات استثمارية جديدة،

وإيجاد سوق ثانوية وفرص استثمار جديدة، حيث تنصب معظم نشاطات البنوك الإسلامية على التعامل في السلع،

بينما هناك أدوات استثمارية عديدة متاحة أمام التعامل في السلع بينما هناك أدوات استثمارية عديدة متاحة أمام

البنوك الإسلامية، وصكوك التأجير التي طرحت في الأسواق المالية الإسلامية، وتساعد هذه الأدوات في معالجة

مشكلة السيولة لدى البنوك الإسلامية.

. تسعى السوق المالية الإسلامية (من خلال سوق التداول) إلى:

. تداول الأدوات المالية التي يتم إصدارها في سوق الإصدار.

. الاستثمار المالي من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة، وإدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.

¹ شافية كتاف، مرجع سابق، ص 27-28.

² بن علي بلعزوز وعبد الكريم قندوز، "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، الملتقى الوطني الثاني حول: السوق المالية الإسلامية (التجربة الماليزية وإمكانية الاستفادة منها)، شلف، الجزائر، 24-25 أبريل 2007، ص 259.

³ بن قايده الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية (دراسة التجربة الماليزية 2007-2008)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2019-2020، ص 194-195.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

.تنوع الخيارات الاستثمارية ومصادر التمويل أمام المدخرين والمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، للاستثمار الشرعي بما يتناسب مع حاجتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.

إن الخصائص والأهداف التي تميز السوق المالية الإسلامية تجعل من عملياتها وأدواتها مرتبطة بضوابط شرعية تجعل منها عمليات ذات صيغة خاصة تختلف عن التقليدية تماما.

المطلب الثاني: عمليات ومقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية

من أجل إنشاء وقيام سوق مالية إسلامية حقيقية وفعالة يجب الالتزام بالضوابط الشرعية العامة وتوفير مقومات أساسية لذلك.

الفرع الأول: عمليات السوق المالية الإسلامية¹

أولاً: العمليات العاجلة

لقد كان لمجمع الفقه الإسلامي المنعقد بمكة في الفترة 11-19 ربيع الآخر 1404هـ رأيه الشرعي الواضح في العمليات العاجلة وجاء فيه:

. العقود العاجلة على السلع الحاضرة الموجودة في ملك البائع والتي يجب فيها القبض؛ يشترط أن يكون القبض في مجلس العقد شرعاً، أما إذا لم يكن المبيع في ملك البائع فيجب أن تتوفر فيه شروط بيع السلم، وفي هذه الحالة لا يجوز للمشتري أن يبيع ما تم شراؤه حتى يحصل عليه.

. العقود العاجلة على أسهم الشركات والمؤسسات التي يكون نشاطها محرم شرعاً كشركات البنوك الربوية وشركات الخمور فحينئذ يحرم التعاقد في أسهمها بيعاً وشراءً.

ثانياً: العمليات الآجلة

وتنقسم إلى قسمين رئيسيين: وهما كالآتي:

. العمليات الآجلة الباتة (القطعية): وهي العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزماً للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن إتمام الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المباعة التي تعهد بتسليمها، والمشتري بدفع الثمن المتفق عليه.

. العمليات الآجلة الشرطية: وفي هذه الصور لا يقع التعامل على الأوراق المالية وإنما تكون المعاملة فيها على حق بيع أو شراء هذه الأوراق وبذلك يكون المحل المتعاقد عليه هو الحق ذاته.

وما ينبغي توضيحه هو أن الجمهور يتفق على جواز هذه العمليات إلا أن هذا لا يعني عدم وجود إشكاليات فقهية لا بد من العمل على تفاديها من خلال البحث على تطوير العمليات الموجودة والمختلف على صحتها لجعلها صيغاً أكثر قبولاً.

الفرع الثاني: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية العامة

حتى تكون هناك سوق مالية إسلامية لا بد من وجود مجموعة من المقومات.

¹ صبرينة عتروس، "السوق المالية الإسلامية: المفهوم والأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية (البحرين)"، مجلة الاجتهاد القضائي، ع11، جامعة محمد خيضر بسكرة، د س ن، ص ص95-96.

أولاً: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية ومتطلباتها

بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتماداً على المنهج الرأسمالي الربوي، وبقيت ضيقة في حجم معاملاتها، ومؤسساتها، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام سوق مالية إسلامية، نذكر منها ما يأتي¹:

. المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.

. الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالية التقليدية.

. المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمار مدخراتها.

. توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

وحتى يتم إنشاء سوق مالية إسلامية بمقوماتها السابقة يتطلب الأمر توفير المتطلبات الآتية:

. إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية.

. وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.

. التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية مثل: (مصارف إسلامية، شركات استثمار إسلامية، صناديق استثمار إسلامية، شركات سمسة إسلامية...) لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

ثانياً: الضوابط الشرعية العامة للأسواق المالية الإسلامية

إن توفر هذه المقومات والمتطلبات لا يكفي، إن لم تعمل في إطار الضوابط العامة والمتمثلة في²:

. الالتزام بالقيم الإسلامية في كل الأمور ومنها المعاملات في السوق المالية الإسلامية دون التدخل في آلية السوق. القيم الإيمانية: ومنها استشعار الخوف من الله.

. القيم الأخلاقية: ومنها الصدق، والسماحة، والشفافية، والأمانة، وتقديم البيانات الصحيحة في التعامل.

. القيم السلوكية: ومنها التعاون، والتضامن، والاستقامة والحلم.

. الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: ففي الأسواق المالية التقليدية تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض

المتعاملين بالسوق المالية فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح؛ ولكن بغرض

التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق؛ لكن في السوق المالية

الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن العقود الإسلامية تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل

المشاركات والبيوع وغيرها، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار.

¹ جمال لعامرة وحدة رايس، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 21 و22 نوفمبر 2006، ص ص7-8.

² صبرينة عتروس، مرجع سابق، ص ص91-92.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

. توحيد وترشيد الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية: التي يحتاج الناس إليها وفيها منافع؛ وتجنب توجيه الأموال نحو الإسراف والتبذير، وعدم إنفاق أي مال لا يقابله عائد مشروع. مما يضيفي إلى تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد.

. تجنب مختلف المعاملات الربوية، سواء في مجال الديون، أو في مجال البيوع، باعتبار أن الفوائد الربوية هي المولد والمنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة، والأزمات في السوق المالية الإسلامية بصفة خاصة، وهذا يعني أن الشريعة الإسلامية تشجع جميع الأطراف في معاملة مالية ما على تقاسم مخاطر وأرباح أو خسائر المشروع والمبرر هو ربط العائد في العقد الإسلامي بإنتاجية المشروع ونوعيته، ما يضمن توزيعاً أكثر انصافاً للثروة.

المطلب الثالث: أدوات السوق المالية الإسلامية

تنقسم الأدوات في السوق المالية الإسلامية إلى بدائل للأدوات التقليدية وأخرى مستحدثة:

الفرع الأول: البدائل الإسلامية للأدوات التقليدية¹

أولاً: الأسهم

وتنقسم الأسهم إلى قسمين عادية وممتازة.

1. الأسهم العادية: يمثل السهم صك امتلاك حامله لجزء من رأس مال الشركة التي طرحته للاكتتاب؛ حيث يتمتع حامله بحقوق المساهمين ويتحمل معهم المخاطر. والأسهم العادية لا تخول لحاملها أي حق ذو طبيعة خاصة ولا يتقرر لها امتياز خاص على غيرها من الأسهم سواء عند توزيع أرباح الشركة أو عند قسمة صافي موجوداتها، أو عند التصويت في الجمعيات العامة للمساهمين والواجبات، لذا فقد ذهب الفقهاء المعاصرين إلى جوازها؛ لكن مع توفر ما يأتي:

يجب ألا تتعامل الشركة في المحرمات؛ لكي يحل حمل أسهمها وتداولها، فلا يحل حمل وتداول أسهم الشركات التي تتعامل في الخمر والقمار، أو الشركات التي تتعامل بالربا أخذاً وعطاءً.
. ألا يقع في تداول الأسهم بيع غير مشروع مثل: بيع ما ليس عندك، بيع الغرر، بيع السهم دون حيازته فعلاً.
. لا يحمل موضوع التعامل بهذا النوع من الأسهم أي ضمانات، فيما يخص قيمته السوقية عند حد معين أو التعويض في حالة خسارة الشركة فكل ذلك يدخل في مجال الربا المحرم.

2. الأسهم الممتازة: تحظى هذه الأسهم وبمقتضى نظام الشركة التي تصدرها، بأفضلية فيما يختص بالأرباح الموزعة؛ حيث يحصل حاملها عادة على نسبة محددة سلفاً من قيمتها الاسمية كأرباح، قبل أن توزع على الأسهم العادية، كما تعطى الأسهم الممتازة أحياناً أفضلية خاصة عند توزيع أصول الشركة بعد حلها.
وعليه لا يجيز الفقهاء الأسهم الممتازة التي فيها ضمان لقيمتها عند الاسترداد وكذلك فيها ضمان لأرباحها، أو تلك الصادرة عن شركات تعمل في مجال غير مسموح من الناحية الشرعية.

¹ صبرينة عثروس، مرجع سابق، ص 96-98.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

3. **السندات:** تمثل تعهد مكتوب من البنك أو الشركة الحكومية لحامله بسداد مبلغ مقدر من قرض في تاريخ معين نظير فائدة مقدرة، وعليه فهي تمثل قرضا بفائدة على الشركة المصدرة، وحيث أن ذلك يدخل ضمن الربا الحرام، فهي محرمة شرعا من حيث الإصدار والتداول أو الشراء وهذا ما أجمع عليه الفقهاء في ندوة حول الأسواق المالية عقدت في الرباط بالمغرب في ربيع الثاني 1410هـ - أكتوبر 1989م، ثم أكده مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورته السادسة بجدة في شعبان 1410هـ - مارس 1990م، مهما اختلفت في أشكالها وتسمياتها، والجهة المصدرة لها.

إلا أنه من الممكن تطوير السندات لتتفق مع الضوابط الشرعية بسبل شتى منها ما يأتي:

-إلغاء الفائدة الثابتة وتحويلها إلى صكوك استثمارية مشاركة في الربح والخسارة وتخضع إلى قاعدة الغنم بالغرم.
-إلغاء شرط ضمان رد قيمة السند وفائدته حتى يصبح مثل السهم العادي سواء بسواء.

الفرع الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المستحدثة¹

إن لزيادة النجاعة والفعالية للسوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الإسلامي يتطلب اعتماد أدوات مالية، تجسد صيغا تمويلية متوسطة وطويلة الأجل، ومنها الصكوك الإسلامية التي لها خصائص تميزها عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى ساهمت في انتشارها وانتشارا واسعا ومن أهم هذه الخصائص:

-أنها تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

-أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة.

-تصدر وتتداول وفقا للشروط والضوابط الشرعية.

ويقترح فقهاء المنهج الإسلامي الأوراق المالية الإسلامية البديلة والمستحدثة الآتية:

سندات أو صكوك المقارضة، صكوك الاستثمار الإسلامية، صكوك المضاربة المطلقة والمقيدة المختلفة، صكوك صناديق التمويل المتخصصة، صكوك المشاركة، صكوك تمويل بيوع المرابحة، صكوك تمويل بيع السلم، صكوك تمويل عقود الاستصناع.

ويتم تناولها بشكل تفصيلي في الأجزاء القادمة من المذكرة.

¹ صبرينة عتروس، مرجع سابق، ص 98-99.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية بين المفهوم والأهمية

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي شهدت تطورا، واستطاعت فيما بعد أن تحصل على مكانة هامة ومميزة في الأسواق المالية الإسلامية المحلية والدولية.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق لمختلف جوانب الصكوك الإسلامية ومدى مساهمتها في تنشيط وتطوير الأسواق المالية الإسلامية خصوصا والاقتصاد عموما.

المطلب الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية كبديل إسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة الربوية في النظام المالي التقليدي، ومن أهم الأدوات المالية التي شهدت انتشارا وازدهارا وإقبالا واسعا في مختلف دول العالم. وللصكوك الإسلامية خصائص كثيرة وأنواع تنفرد بها وتميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى، سيتم التطرق إليها في العناصر الآتية:

الفرع الأول: نشأة ومفهوم الصكوك الإسلامية

أولا: نشأة الصكوك الإسلامية

باعتبار الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية الإسلامية الحديثة، فإن نشأتها لا تعدو أن تتعدى ثلاثة عقود، كان فيها المجمع الفقهي الإسلامي، دورا كبيرا في تخريجها بضوابط تتماشى مع تطورها تعود فكرة طرح الصكوك الإسلامية، إلى الاهتمام الذي لاقته من طرف علماء الشريعة كبديل مناسب للسندات الربوية، عندما طرحت للبحث في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام 1976 م، ثم تبع ذلك عدة محاولات كانت أبرزها تلك الدراسة، التي بلورت الصورة الأولية للصكوك الاستثمارية الإسلامية، والتي قدمها الدكتور سامي حمود في بحثه "السندات القارضة" الذي قدمه ضمن مشروع انشاء البنك الإسلامي بالأردن عام 1987م. وكان المقصود منها إيجاد البديل الإسلامي للسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة. وقد تطورت هذه الفكرة حينما عرضت على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف، وحينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة بجدة سنة 1988م خرج بتصوير متكامل وبضوابط شرعية، أصدر بموجبها القرار رقم 30/4/5 بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، من فتح الباب امام الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية لإصدار صكوك تبنى على الصيغ الحديثة¹.

ثانيا: مفهوم الصكوك الإسلامية

1. لغة: جمع صك وصكوك وأصك وصكاك، وصكه ضربه، ومنه قوله تعالى: 'فصكت وجهها'

(ال ذريات 29)، والصك: كتاب، وهو فارسي معرب، أصله جك، ومن معانيه وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك ونحوه. وكانت الأرزاق تسمى صكاك، لأنها تخرج مكتوبة فالصك هو الورقة، والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولي الامر بالرزق لمستحقه أن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره.

¹ محمد غزال، "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، اقتصاديات الاعمال والتجارة الدولية، 2012-2013، ص78.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

2. اصطلاحاً: هو ورقة مالية، والورقة المالية تطلق على الأسهم والسندات، والصك مستند له قيمة مالية، وهو يشمل السهم والسند وكل مستند له قيمة.

. والفقهاء المعاصرون فضلوا استعمال مصطلح الصكوك عن مصطلح السندات، وأطلقوها على الأدوات الاستثمارية التي تمثل ملكية أعيان (أصول) أو ملكية منافع أو هما معاً، يراعى فيها الأحكام الشرعية، ويبعد عنها العناصر الربوية، ويميزوا بينها بين السندات التي تمثل مديونية المقرض فكان هذا الإطلاق محاولة للتفريق بينها وبين السندات التقليدية الربوية.

. وعرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها: حق الملكية نسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري.

وقد تكون الصكوك قصيرة الأجل كما قد تكون متوسطة أو طويلة الأجل. كما أن قصر الصكوك على أنها تولد دخل دوري، وأنها ذات مخاطر متدنية، وأن عائدها قابل للتوقع ليس في محله فقد تكون الصكوك ذات دخل دوري أو عائد رأس مالي أو كليهما. كما قد تكون الصكوك متدنية ومتوسطة أو عالية المخاطر. كما قد يكون عائدها قابل للتوقع أو غير قابل لذلك، وفقاً لطبيعة نشاطها الاستثماري¹.

. ويمكن القول إن صكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في موجودات معينة ومباحة شرعاً كما أنها تصدر باسم مالكيها، وتعتبر من أكثر الوسائل استخداماً حديثاً.

الفرع الثاني: خصائص وأنواع الصكوك الإسلامية

أولاً: خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة، يمكن توضيحها كما يأتي:

1. الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: التي تمول من حصيلة إصدارها، وهي ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات الربوية.

2. الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شراءها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية.

3. الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الإسمية للصك، وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك، وينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم.

4. قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أو هبة أم رهناً، غير أن قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلا بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

¹ أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام، القاهرة، مصر، 2009، ص ص 15-20.

5. تصدر وتتداول وفقا للشروط والضوابط الشرعية: تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها¹.

ثانيا: أنواع الصكوك الإسلامية

يمكن تصنيفها للأنواع الآتية:

1. صكوك الإجارة: وتمثل حصصا شائعة في منافع أو خدمات معينة أو موصوفة في الذمة، وتمثل سندات ملكية مرتبطة بأدوات وآلات ومعدات وأصول ثابتة أو عقارات للحائزين عليها وتصدر من الحكومة بدلا من استهلاكها، وتسطيع الدولة استئجارها وإصدار سندات الملكية أعيان مؤجرة قابلة للتداول لمالكيها في السوق الثانوية، وتكون العلاقة هنا ليست دائنة ومديونية بين المؤجر والمستأجر وإنما هي علاقة بيع وشراء المنافع والأصول محل الإجارة، وتعد صكوك الإجارة أقل خطورة من أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلا².

2. صكوك المرابحة: أداة تمويل تستخدمها المصارف وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية لتمويل شراء المواد الأولية والسلع المعمرة، وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة مرابحة مملوكة لحملة الصكوك وتمتاز بأنها ذات مخاطر متدنية ومرونة عالية تناسب المدخرين والمستثمرين الراغبين في ذلك، يمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها والعائد منها هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة و ثمن بيعها للواعد بالشراء.

3. صكوك السلم: وهي صكوك متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأسمال السلم وتحويل ملكية السلعة لحملة الصكوك. تسمح هذه الصيغة بشراء سلعة السلم بثمن حالي، موصوفة وصفا كافيا ينفي الغرر، مؤجلة التسليم إلى موعد محدد، تستخدم في النشاط الزراعي والصناعي والإنتاجي، تمثل هذه الصكوك حصصا شائعة في ملكية سلعة السلم قبل قبضها والعائد منها هو الفرق بين ثمن شراء السلعة و ثمن بيعها.

4. صكوك الإستهناص: يتم إصدارها لتحصيل قيمة تصنيع سلعة، لتتحول ملكية المصنوع لحملة الصكوك، وذلك من خلال إبرام عقد بين طرفين؛ وهما مصدر الصك وحامل الصك؛ حيث يقوم المصدر بتصنيع المنتجات و بناء المشاريع ويتكفل حامل الصك بتسديد مبلغ العقد في تاريخ المتفق عليه ليمثل بذلك الصك حصة شائعة في ملكية العين المصنعة وعائد الصك هو الفرق بين تكلفة التصنيع و ثمن بيع السلعة³.

5. صكوك المنافع: هي وحدات متماثلة من منافع ثابتة محددة موصوفة في الذمة، يتم إستيفائها خلال مدة زمنية لاحقة.

6. صكوك المضاربة: تعتبر صيغة المضاربة من أهم الصيغ الاستثمارية في المصارف الإسلامية لأنها تقوم على التآلف الحقيقي بين من يملكون المال وليس لديهم الإمكانية لتشغيله وبين من يملكون الخبرة إلى أنهم لا يملكون

¹ مريم خليفة المخمري، الإطار النظري للصكوك الإسلامية، دائرة المالية، دبي، ص07.

² سندس حميد موسى، "تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة السودان نموذجا"، مجلة كلية للعلوم الإنسانية ع21، كلية الإدارة والاقتصاد، الكوفة، العراق، 2018، ص939.

³ عائشة بوبريمة، "أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين"، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ع01، مج34، 05-08-2020، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2020، ص ص1518-1519.

المال، ويمكن القول إن المضاربة هي نوع من أنواع المشاركة ولكن بين طرفين الأول يملك رأس المال والآخر العمل .

7. صكوك المشاركة: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويجوز تداول صكوك المشاركة في أسواق الأوراق المالية. ان وجدت . بالضوابط الشرعية، وذلك وفقا لظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة المتعاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو ايجاب يوجه الى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك بسعر معين¹.

8. صكوك المساقاة: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي الأشجار المثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، وقد يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة.

9. صكوك المغارسة: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس الأشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس².

المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل نجاحها

إن للصكوك الإسلامية مخاطر كثيرة كما لديها طرق لنجاحها

الفرع الأول: مخاطر الصكوك الإسلامية

تتمثل الصكوك الإسلامية في مجموعة أو خليط من الموجودات المتمثلة في النقود والديون والمنافع والأعيان، وكباقي الأدوات المالية فإن هذه الصكوك هي عرضة لمجموعة من المخاطر التي يمكن أن نوجزها في العناصر الآتية:

أولاً: المخاطر الكلية

وتمثل مجموع المخاطر التي ترتبط بالسوق المالي او الاقتصاد الوطني ككل ونذكر أهمها ما يأتي:

1. الاوضاع السياسية السائدة سواء تعلق الأمر بالاستقرار السياسي والأمني او أسلوب انتقال السلطات والعلاقات السياسية والدولية؛

2. السياسات النقدية وكيفية تجاوبها مع المتغيرات وحرية تحويل النقد، وانتقال الأموال واستقرار قيمة العملة؛

3. السياسات المالية المطبقة وذلك من خلال معرفة مدى نجاح تحقيق التوازن بين الإيرادات والنفقات العامة وإدارة السياسة الضريبية؛

4. السياسات الاقتصادية: فهي تبرز مدى تحسن مؤشرات الدخل الوطني، وميزان المدفوعات وتنمية التجارة الخارجية وكذا الاطلاع عن الخطط الاقتصادية.

ثانياً: المخاطر الخاصة

وهي مخاطر تخص الصكوك الإسلامية في حد ذاتها

¹ أمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، ط1، الشرقية، تونس، 2017، ص ص 121-122.

² مريم خليفة المخمري، مرجع سابق، ص 10.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

1. مخاطر المخالفات الشرعية: إن أهم مبدأ تقوم عليه الصكوك الإسلامية هو احترامها للضوابط الشرعية وابتعادها عن المحاذير والمخالفات المنهى عليها في الإسلام، إلا أنه قد يقع المستثمرون من مصدري الصكوك وحملتها في هذه المخالفات سواء كان عن غير قصد أو تحايلاً؛

2. المخاطر الائتمانية: وتتمثل المخاطر الائتمانية في عدم وفاء الطرف الآخر أو عدم قدرته على تنفيذ التزاماته المتفق عليها في العقد وقد تنتج هذه المخاطر عادة بسبب الاختيار غير الموفق لنوع العميل، وتبرز هذه المخاطر في عدم التزامه بالعمل المسند إليه إذا تعلق الأمر بصكوك المضاربة، والمشاركة، والمزارعة، والمساقاة، والمغارسة والإستصناع، كما قد تتمثل في رجوعه عن اتفاق القاضي باستلام السلعة المشتراة. إذا لم يكن الوعد غير ملزم. في حالة صكوك المرابحة، أو عند استلام السلعة المستصنعة إذا تعلق الأمر بصكوك الإستصناع. في حال لم يكن العقد غير ملزم كما قد يكون تأجير أو عدم سداد الأقساط أو الإيجار في موعده في حالة صكوك المرابحة أو الإجارة أو عدم التزام بتسليم سلعة أو المنتج المتفق عليه في صكوك السلم والاستصناع سواء تعلق الأمر بالمواصفات المتفق عليها أو التأخير في تسليمها؛

وتعتبر المخاطر الائتمانية من المخاطر الخاصة التي يمكن تجنبها من خلال الاختيار الجيد للعميل ذو السمعة الحسنة.

3. المخاطر القانونية: هناك مخاطر قانونية تحيط بالصكوك، نظراً لأن النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في أغلب الدول هي أنظمة وضعية تقليدية، ما يجعل الكثير من موادها لا تتوافق مع أحكام الشريعة لذلك لا بد من مراعاة البيئة التشريعية التي تتوافق مع أحكام الشريعة.

4. المخاطر التشغيلية: هي المخاطر التي يكون مصدرها الأخطاء البشرية أو المهنية أو الناجمة عن التقنية أو الأنظمة المستخدمة أو القصور في أي منها، أو التي تنجم عن الحوادث الداخلية لأحد أطراف المسؤولة عن إصدار الصكوك، إلى جانب ذلك قدرة الإدارة على تحقيق الأرباح وإمكانية انحرافها عن الالتزام الشرعي¹؛

الفرع الثاني: سبل نجاح الصكوك الإسلامية

أظهرت الأزمات المالية والاقتصادية قوة النموذج المالي الإسلامي وقدرته على الاستدامة، حيث يتزايد الإقبال الكبير على منتجات الصناعة الإسلامية ومن بينها الصكوك الإسلامية، وليس فقط على المستوى المحلي أو في البلدان الإسلامية، ما يتحتم ضرورة تطويرها، وتعزيز سبل نجاحها حتى تتوافق مع متطلبات المرحلة المقبلة، وهذا من خلال السبل والمرتكزات الآتية:

أولاً: التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة

وذلك لضمان الالتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات التي تتأسس على علاقة صحيحة ومعلومة، حفاظاً لأموال الناس من العبث وتصرفات الفاسدة وحماية المدخر وترشيد المستثمر، فالسوق المالي الإسلامي الذي تتداول فيه الصكوك الإسلامية لم يتطور إلا إذا تحقق فيها الإفصاح وذلك بتوفير ونشر البيانات والمعلومات المالية، فيتخذ

¹ يوسف تيري، "الصكوك الإسلامية ومخاطرها وآليات معالجتها"، مجلة الاقتصاد الجديد، ع13، مج02، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2015، ص ص 325-324.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

قرارتهم بناء على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات وبذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات والمعلومات مما يعزز الجدية والأمان.

ثانيا: توفير سوق مالية كفؤ

العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن للمؤسسات المالية الإسلامية تسويق منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها، حيث أن هذه المؤسسات تواجه العديد من التحديات والعقبات تحول دون تسويق منتجاتها فيجب أن تتميز هذه السوق بالعمق والاتساع. ودور هاته السوق يتمثل في توسيع قاعدة المتعاملين، وتشجيع المستثمرين كما تساعد على التسعير الكفؤ للصكوك والتخصيص الأمثل للموارد المالية.

ثالثا: تنوع إصدارات الصكوك الإسلامية

إن إصدار الصكوك الإسلامية من حيث صيغها وأجالها سيكون له أثر كبير في تمويل المشاريع في مختلف القطاعات: الزراعية، الصناعية، العقارية، وهذا ما يعد أمرا حيويا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد وهذا يتطلب توفير نظام إسلامي على مراكز للمعلومات، الفرص الاستثمارية وربحيته للمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار والمنافسة وتحليلها وتقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على أساس توفير موارد بشرية مؤهلة لأن نقص الموارد البشرية المؤهلة يعد عائقا كبيرا يحول دون النمو والتوسيع في هذه الصناعة المالية الإسلامية، وعليه يتطلب إصدار الصكوك الإسلامية تأهيل متخصصين ومهنيين متميزين بالمعرفة والمهارات الأساسية والرؤية الشرعية، ما يستدعي بالضرورة إنشاء معاهد ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وندوات لتقدم لهم برامج أكاديمية تمكنهم من المنافسة في إصدار الصكوك وتداولها

رابعا: تصنيف الشركات

إن الموارد المالية التي يتم حشدها باستخدام الصكوك توجه إلى توفير الاحتياجات التمويلية للشركات، يوفر جدارة تقديم التمويل لها، وهذا التصنيف ينبغي أن يكون قائما على معايير تنطلق من قواعد النظام المالي الإسلامي، أي الكفاءة في الاستغلال لموارد المالية وتوليد قيمة مضافة بالإضافة إلى الجدارة الأخلاقية (مدى الالتزام بالقيم الإسلامية كالأمانة والسلوك النظيف والبعد عن الفساد).

خامسا: إيجاد الإطار القانوني والشرعي

إن غياب الأطر التشريعية والقانونية يؤدي إلى تخوف واحجام المصارف الإسلامية عن اصدار الصكوك الإسلامية لعدم وجود ضوابط قانونية لهذه العملية التمويلية، وبدوره يؤدي إلى احجام المستثمرين عن الاستثمارات في مجال الصكوك الإسلامية المختلفة، فعلى جميع الفاعلين في الصناعة المالية الإسلامية توحيد جهودهم من أجل توفير بيئة قانونية وتشريعية تنظم العلاقة بين المصارف الإسلامية والمستثمرين وهذا لحماية حقوق جميع الأطراف وحتى يكون المستثمرين على علم وشفافية بكل ما يتعلق بإصدارات الصكوك الإسلامية.

. التميز في خدمة المجتمع: على المصارف الإسلامية طرح صكوك تلبى الاحتياجات التمويلية لقطاعات النفعية والخيرية من خلال الاستفادة من الأفكار المتعلقة بالزكاة والوقف والصدقات في المصادر الفقهية وتطبيقها في الواقع العملي حتى تتميز في خدمة المجتمع¹.

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد والأسواق المالية

إن الصكوك الإسلامية لديها أهمية كبيرة في الاقتصاد والأسواق المالية

الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد

أولاً: المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية

يعتبر الاستثمار أحد دعائم النمو الاقتصادي، خاصة في بلدان النامية لما ينتج عنه زيادة طاقة البلد الإنتاجية وأنه من الوسائل الفعالة في تغيير بنية الاقتصاد الوطني لصالح الاختلالات الهيكلية فيه، كما أنه بزيادة حجمه يزيد معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة القيمة المضافة والإنتاجية وتشغيل القوى العاملة.

فالصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنية التحتية كالنفط والغاز والطرق والموانئ والمطارات وغيرها، وكذلك لتمويل التوسعات الرأسمالية للشركات.

ثانياً: تحقيق التوزيع العادل للثروة

فصكوك الاستثمار الإسلامي تعد وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، إذ تمكن جميع المستثمرين من الانقاع بالربح الحقيقي عن المشروع بنسبة عدالة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق أوسع دون أن تكون دولة بين الأغنياء المعدودين، ولعل ذلك من أعظم أهداف الاقتصاد الإسلامي.

إن الاستثمار الإسلامي يعتمد مبدأ احتمال الربح مقابل احتمال الخسارة وهو أساس العدل في العمل الاقتصادي، والصكوك قائمة على أساليب المشاركة تتضمن عموماً عدالة توزيع الأرباح، إن عدالة توزيع الأرباح مرتبطة إلى حد كبير بقوى العرض والطلب في السوق واسعة الأسعار السائدة فيه.

ويمكن القول إن أسلوب التمويل بالمشاركة هو الأكثر ضماناً لتحقيق نجاح المشروعات الصغيرة.

ومن جهة أخرى تتطلب عدالة توزيع الأرباح في الاستثمارات الإسلامية عدالة توزيع الثروة من خلال فريضة الزكاة التي تقوم بهذه العملية بشكل يتناسب مع حجم الثروات والموارد المتاحة².

ثالثاً: دور الصكوك الإسلامية في معالجة العجز الموازي وحل مشكلة المديونية

تفتح الصكوك الإسلامية الباب على مصرعيها، للمشاركة الشعبية الشاملة من قبل الأفراد لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، والتي تعبر عن البرنامج المالي المتوقع تنفيذه من قبل الحكومة، لتحقيق أهدافها الاقتصادية وغير الاقتصادية، لذلك فهي تحتاج إلى أموال ضخمة لتنفيذ برامجها الاقتصادية وسد العجز القائم في موازنتها؛ فيمكن للحكومة أن تصدر صكوك المشاركة لسد العجز في موازنتها، واستثمار حصيلتها في

¹ عيجولي عبد الله (وآخرون)، "معوقات الصكوك الإسلامية وسبل نجاحها"، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، ع01، مج 14، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2022، ص ص 145-146.

² خير الدين معطى الله و رفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، " الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي " جامعة قلمة، الجزائر، يومي 03 و 04 ديسمبر 2012، ص 254.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

المشاريع المدرجة للدخل كمحطات توليد الكهرباء، الموانئ وغيرها، كما يمكن تمويل العجز الموازني عن طريق إصدار الحكومة لصكوك المضاربة في المشروعات المدرة للربح؛ بحيث يتم تمويلها دون مشاركة أصحاب الأموال (مشترى الصكوك) في اتخاذ القرار الاستثماري والإداري للمشروع، كما يمكن للحكومات أن تواجه العجز الموازني بإصدار صكوك، أو صكوك القرض الحسن. أما عن دور الصكوك في حل مشكلة المديونية، والتي تكون ديون خارجية أو ديون داخلية في صورة قروض ربوية، فإنه بإمكان الحكومات تحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة، تقدمها الدولة كخدمات التعليم، الصحة النقل، حيث يتم مبادلة القروض الربوية للمواطنين على الحكومات، بما يقابل قيمتها من صكوك خدمات تقدمها الدولة مستقبلاً، كما يمكن مبادلة هذه الديون بصكوك الاستصناع سلع تنتجها الدولة، وبموجب تلك الصكوك يحصل حملتها على سلع بقيمة ما قدموه من قروض سابقاً¹.

الفرع الثاني: أهمية الصكوك في تفعيل الأسواق المالية

1. تعد الصكوك الإسلامية بديلاً للمعاملات المصرفية، فعندما تنتوع هذه الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية تصبح أكثر إغراء للمدخرين (يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات، كالزراعة، الصناعة، العقار...)

2. إن تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسع في إصدار الصكوك وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، وبالتالي يساهم في تعظيم المدخرات وتوسيع الاستثمار.

3. إن ارتفاع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية سينتج عنه ارتفاع كفاءة السوق المالية الإسلامية وهذا يترتب عليه تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد تداولات الصكوك، والذي يعود بالنفع على سوق المالية الإسلامية في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية².

4. تعد الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المهمة والواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية، ويمكن أن تساهم بشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية المحلية والدولية؛

5. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية، والتي تشمل: صكوك الشركات والمؤسسات، وصكوك المصارف الإسلامية، والصكوك الحكومية، على تنوع في أشكال هذه الصكوك؛

6. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالية الإسلامية والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية الإسلامية؛

7. إن ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه؛ حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية الإسلامية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية،

1. نهاد طوالبية، "الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي لتحقيق التنمية الاقتصادية وسد العجز الموازني، ماليزيا أنموذجاً"، مجلة البشائر الاقتصادية، ع02، مج05، 2019-05-26، جامعة لعاربي تبسي، تبسة، الجزائر، 2019، ص952.

2. فاطمة فاطنة، "دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية"، مجلة اقتصاد المال والاعمال، ع02، مج02، 2017-12-31، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2017، ص60.

الفصل الأول: الصكوك المالية الإسلامية كأداة رائدة في السوق المالية الإسلامية

وعموماً فإنه كما يجري مع السندات التقليدية، فإن مصدرو الأدوات الإسلامية يفضلون إدراج صكوكهم في البورصات وذلك من أجل تعزيز الطلب العالمي على أوراقهم المالية، فكلما كانت الصكوك الإسلامية مدرجة كلما سهل ذلك من عملية تسيلها¹.

7. الرسملة أو القيمة السوقية مهمة لعدد من الأسباب

كلما زادت القيمة السوقية للشركة، زاد حجم تداول الأسهم الخاصة في الغالب. ويكون من السهل شراء وبيع الأسهم التي لها حدود سوقية كبيرة لأنها تكون متداولة بين الكثير من المستثمرين. للقيمة السوقية علاقة باستقرار السهم، حيث أنه كلما زادت القيمة السوقية للشركة، تراجعت احتمالية تقلبات الأسعار عكس شركات التي تملك رؤوس أموال كبيرة فإنها تستمر في معاناتها من التقلبات السعرية لكنها أقل خطورة وفي بعض الأحيان تقدم عوائد.

¹ شافية كتاف، "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ع14، جامعة سطيف1، الجزائر، 2014، ص ص 111-112.

خلاصة:

من خلال ما سبق القول إن الصكوك الإسلامية هي أوراق مالية تمثل شهادات متساوية القيمة، وخصص شائعة في ملكية الموجودات، ومن أهم مبادئها المشاركة بربح والخسارة. وتصنف الصكوك الإسلامية إلى عدة أنواع حسب صيغة التمويل الإسلامي وهذا لاستعمال كل نوع من الصكوك الإسلامية في النشاط الموافق لها، ويتمتع كل نوع بخصائص ومزايا تختلف عن الأنواع الأخرى؛ ما يجعلها ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد. فهي من أهم الأدوات تمويل عجز الموازنة؛ كما أنها تمثل قناة مرنة بين أصحاب العجز والفائض المالي؛ إلى جانب دورها الفعال في تنشيط ورفع كفاءة السوق المالية الإسلامية.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك

الإسلامية في تفعيل نشاط

السوق المالية الماليزية

تمهيد:

على مدار العقود الثلاثة السابقة من الألفية الجديدة، كانت الجهود الماليزية في مقدمة الجهود العالمية المبذولة من أجل تأسيس سوق رأس مالية إسلامية ذات فعالية وقابلية للتطبيق، حيث يمكنها توفير احتياجات المسلمين لاستثمار أموالهم الفائضة أو تمويل عجزاتهم، ويعمل على جعل منتجاتها وخدماتها مستقطبة وجاذبة لكل المستثمرين والمنتجين بغض النظر عن أجناسهم ودياناتهم، حيث يؤدي سوق رأس المال الإسلامي دوراً أساسياً في المساهمة في الازدهار والنمو الاقتصادي لدولة ماليزيا. ويمكن توضيح ما سبق من خلال المبحثين الآتيين:

المبحث الأول: أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وضوابطه ووظائفه
المبحث الثاني: موقع الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالي الإسلامي الماليزي

المبحث الأول: أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وضوابطه ووظائفه

يعتبر ظهور قطاع التمويل الإسلامي بصورته الشاملة والمتكاملة أحد الأمور التي تميز الاقتصاد الماليزي، وتوجد بين أطراف هذا القطاع علاقة تفاعلية ساهمت في إيجاد بيئة مناسبة وشاملة لتحقيق معدلات نمو عالية لهذا القطاع، ويعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءا هاما ومكملا في توسيع وتعميق السوق المالي الإسلامي.

المطلب الأول: طبيعة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يتميز سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بمجموعة من الخصائص وذلك لأهميته، كما يمارس مجموعة من الوظائف ولتأديتها على أكمل وجه لا بد من التقيد بالضوابط.

الفرع الأول: تعريف وخصائص سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وأهميته

يختص سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بخصائص عدة وذلك لأهميته.

أولاً: تعريف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

هي سوق يتم فيها إدراج شركات ذات نشاط متوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويتم فيها تداول الأوراق المالية الإسلامية، وكذا كل العمليات التي تجرى في أسواق الأوراق المالية كالمقاصة والتسوية، كما يعرف سوق رأس المال الماليزي الإسلامي بحرصه على تطوير منتجاته من خلال إدخال تحسينات على المنتجات المتوفرة في السوق الماليزي لدمج الميزات المتوافقة مع الشريعة، أو ابتكار منتجات إسلامية جديدة¹.

ثانياً: خصائص سوق رأس المال الإسلامي الماليزي²

. الإشراف والرقابة الشرعية؛ وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي الماليزي لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها التزاما تاما ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال السوق حيث يتم الحصول على معلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة، باعتبارها الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة.

. العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي؛ وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي الماليزي عن السوق التقليدي، وأهم معالمه هو إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياتها أخذاً أو عطاءً لاسيما في تداول الأوراق المالية إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر والميسر، حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات، وإنما تعمل في دائرة المباح.

. اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛ حيث يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة مثل الأسهم العادية ويقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما

¹ رقية بوطويل وصبرينة بوخاري، "الابتكار المالي الإسلامي - تجربة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي -"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، ع16، مج8، 30 ديسمبر 2021، جامعة البليدة 2، الجزائر، ص 15.
² وسيلة بوزمارن والمهدي ناصر، مرجع سابق، ص ص47-48.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها وبذلك تعد ماليزيا الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية.

ثالثا: أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي¹

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات.

. توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ حيث يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية. وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقة أنشطة هذا السوق لأحكام الشريعة الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى حماية حقوقهم القانونية وإعداد كافة التشريعات والقوانين اللازمة وتقديمها للجهات المختصة، وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

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

. الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات: أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي بالتعاون مع مشاركي السوق، وقد اعتبرت الهيئة من الأهداف الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي. ولتحقيق هذا الهدف فإن الهيئة قد عملت على ترويج الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلي على المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، لجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.

. تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي؛ حيث يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لا سيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص. وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا. كما يساهم هذا السوق في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا. وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي.

¹ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، صص 102-103.

الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بين الوظيفة والضوابط

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بوظائف عدة ولممارسة وظائفه على أكمل وجه لابد من التقيد بالضوابط الشرعية التي تضعها الهيئات المنوطة بذلك في ماليزيا.

أولاً: وظائف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي¹

. تلبية حاجة المستثمرين المسلمين؛ حيث يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، وبإيجاد جهة رقابية شرعية لضمان التزام أنشطة هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية يمكن أن تزيد ثقتهم بهذه السوق، بجانب حماية حقوقهم من خلال إعداد التشريعات والقوانين التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة من الجهات الرقابية.

. تلبية حاجات الجهات المصدرة؛ حيث تتيح السوق الفرصة للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لا سيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذه السوق، وقد تم إصدار هذه الأدوات المالية والتداول بها بناء على القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والتعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة عن هذه الهيئة وذلك كله لأجل زيادة الثقة بين الجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية الشرعية، وحماية حقوقها في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.

. عمل الجهة الرقابية العليا: أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي في المستوى المحلي والعالمي، بالتعاون مع مشاركي السوق وبذلك طرحت الهيئة هدفاً في الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي لكون ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي ولتحقيق هذا الهدف بالترويج للأدوات المالية الإسلامية، المتداولة في السوق المحلية إلى المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، ويمكن لهذا أن يجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية. . تدعيم الاقتصاد الماليزي ونموه؛ حيث يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لا سيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وهذا من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، وإن رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية تتمثل في الحصول على العوائد والأرباح المشروعة في الإسلام، وليس على عنصر الفائدة المحرمة شرعاً، وتساعد هذه السوق على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعاً، وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا والنمو الاقتصادي الماليزي وارتقائه نحو الأفضل، والدال على ذلك هو تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي مقارنة بالسوق الربوي.

¹ مسعودة نصبه وناصر محدة، "إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبدل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية - حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-"، مجلة العلوم الإنسانية، ع48، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017، صص 109-110.

ثانيا: ضوابط سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يحكم نشاط السوق المالي الماليزي مجموعة من الضوابط بعضها يتعلق بالأوراق المصدرة والبعض الآخر بالمعاملات في حد ذاتها ويمكن تقسيمها إلى ضوابط الإصدار وضوابط المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وهي كآآآي¹:

1-ضوابط إصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال الماليزي: في اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس في 23 أوت 1995 قررت 4معايير أساسية لتحليل وتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية بعد الرجوع إلى القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة وعموم الشريعة ومبادئها، ومن معاييرها ما يأتي:

1-1- معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية: ومنها

-أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، بعكس ما هو معمول به في المؤسسات المالية التقليدية، التي تشتمل على البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها باعتبارها خارجة عن القائمة (قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية).

. إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار، والميسر، وما أشبه ذلك مثل الكازينوهات، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

. إذا كانت من بين الشركات التي تتكون عملياتها من الغرر كشركة التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

. إذا كانت من بين الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج سلع وخدمات وتوزيعها من خلال طرق محرمة شرعا، فهي لا يجوز للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وهي تتضمن:

. المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها وتسويقها.

. تجهيز لحوم الخنزير في توزيعها على الأسواق.

1-2- خطوات استخلاص الأوراق المالية الشرعية:

. استخلاص المعلومات المالية، وهي خطوة تتضمن التعرف على مصدر الدخل ونشاطات الشركة حيث تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بجمع المعلومات عن الشركات من عدة مصادر مثل التقارير المالية السنوية للشركات ومن خلال تحقيقها حول التسيير.

. النظر إلى النشاطات الشرعية، فاللجنة الاستشارية الشرعية طبقت معايير عامة في التركيز على النشاطات للشركات المدرجة في البورصة الماليزية، إذ فرضت عدة شروط على نشاطات الشركة كلها تصب في قالب واحد وهو أن تكون هذه النشاطات موافقة للشريعة وذلك من أجل قبول إدراج أوراقها المالية.

. وضع مؤشرات أو معايير اجتهادية للشركات التي أصلا عملها في الحلال؛ ولكن لها معاملات حرام.

¹ عيد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال -التجربة الماليزية أنموذجا-، رسالة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 197-202.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

. جدول نتائج اللجنة الاستشارية الشرعية من أجل وضع التقديرات النهائية وتقوم هنا اللجنة بالتقييم النهائي للشركة بأن يكون اسمها مدرجا في قائمة الأوراق المالية الموافقة للشريعة أم لا.

. تصنيف النتائج وإنشاء القوائم النهائية للأوراق المالية الموافقة للشريعة؛ حيث أنها تقوم بإنشاء هذه القوائم مرتين في السنة في كل من شهر أبريل وشهر أكتوبر إذ تقوم بإدراج أسهم جديدة وحذف أسهم قديمة أصبحت غير متوافقة مع الشريعة.

2- ضوابط المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: إن هيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية هي جهة أخرى أسستها هيئة الأوراق المالية الماليزية لتنظيم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية ولمعاونة قسم سوق رأس المال الإسلامي التابع للهيئة.

2-1- التعليمات على صناديق الاستثمار: تزامنا مع محاولات ترقية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية نوعين من التعليمات تتعلق بصناديق الاستثمار التي تعمل وفق قواعد الشريعة الإسلامية في ماليزيا وذلك عام 2002، وهذه التعليمات أصدرت لمراقبة ومراقبة صناديق الاستثمار وحماية حقوق المستثمرين، وتتمثل هذه التعليمات في البندين الآتيين:

. التزام الصندوق بمبادئ الشريعة الإسلامية في معاملاته.

. قيام إدارة صندوق الاستثمار بعمليات التسجيل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وتعيين مختلف المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة لمختلف المعاملات، وقد جاء في النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، أن تعيين المستشار الشرعي المستقل المعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه المؤهلات الآتية:

. ليس ممن أعلن إفلاسه.

. يتمتع بالأخلاق والسمعة الطيبة.

2-2- التعليمات على عرض الصكوك: ولقد أصدرت هذه التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذه السوق، في إجراءات إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، وركزت هذه التعليمات أيضا على تعيين المستشار الشرعي المستقل ودوره فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، وينبغي للجهات المصدرة والمستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك الإسلامية والتداول بها مراجعة هذه التعليمات، واتباع التوجيهات فيها لا سيما فيما يتعلق بالاستثمار في الصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يتمتع سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بتنوع محفظته بين أوراق الملكية ومختلف الصكوك؛ والتي تمثل نسبة معتبرة من هذه المحفظة.

الفرع الأول: أدوات الملكية¹

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص ص 202-205.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

تتمثل في مختلف الأدوات التي تم ابتكارها وهي ذات تنافسية كبيرة كالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة وصناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي أصدرت من طرف الشركات التي صنفت أوراقها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها متوافقة مع قواعد الشريعة الإسلامية، وذلك يمكن المستثمرين من تنويع محافظهم الاستثمارية في القطاعات الاقتصادية المتعددة وتتمثل أدوات الملكية في الأسهم وصناديق الاستثمار.

أولاً: الأسهم

وتشمل الأسهم في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ما يأتي:

الأسهم العادية، شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة.

. الأسهم العادية: تم طرحها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، ضمن قائمة سوق الأوراق المالية الماليزية في جوان 1997 لأول مرة وهي تمثل ما نسبته 85 كأسهم إسلامية مقارنة بالأسهم المطروحة في السوق، وهذا يعني أنها تحوز أكثر من ثلثي القيمة السوقية في السوق الماليزي.

. شهادات الشراء من الأسهم الموجودة: وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المستثمرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن شهادة تعطي لصاحبها الحق وليس الالتزام في شراء عدد معين من الأسهم العادية الموجودة في البورصة الماليزية أو عدم شرائه في فترة زمنية معينة وبسعر معين.

. شهادات الشراء من الأسهم الجديدة¹: وهي شهادة يقوم المستثمر بشرائها تكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم جديدة للشركة في تاريخ لاحق ولا تلزمه بذلك، تصدر من الشركة بسعر محدد مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي وقت تنفيذ هذه العملية فيما يسمى بسعر التنفيذ في فترة معينة، ليس لهل قيمة مالية بعد فترة محددة، وتعرف بشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل لأنها قابلة للتحويل إلى الأسهم العادية إذا اختار حاملها الاكتتاب في الأسهم الجديدة في فترة التنفيذ المحددة.

ويكمن الفرق بين شهادات الشراء من الأسهم الجديدة وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة؛ في الأمور الآتية:

. الجهة المصدرة: إن الجهة المصدرة لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي شركات الوساطة المالية؛ في حين

الجهة المصدرة لشهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الشركات المدرجة في سوق رأس المال الماليزي.

. مدة الاستحقاق: إن مدة الاستحقاق لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي سنتين على الأكثر؛ وأما شهادات

الاكتتاب القابلة للتداول لها مدة استحقاق تصل إلى عشرة سنوات.

. عائد الشركة: إن إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة لا يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة أو سيولة

الأسهم فيها؛ لأنها تصدر من قبل الوساطة المالية، بينما إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول يكون الهدف منها الحصول على سيولة من الأسهم الجديدة أو زيادة رأس مال الشركة.

ثانياً: صناديق الاستثمار²

¹ مسعودة نصبه، تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس المال الإسلامي، ط1، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2018-2019، صص 107-108.

² الشيخ بن قايد، مرجع سابق، صص 263.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

بدأت صناديق الاستثمار في ماليزيا لأول مرة عام 1959م، بإنشاء شركة صندوق الاستثمار الماليزي المحدودة، والتي أصبحت تعرف فيما بعد بشركة صندوق آسيا، ثم في عام 1967م أنشأت شركة أخرى هي شركة "مارا" الوطنية للاستثمار، وقد ساهم إنشاء السوق المالية الإسلامية في ماليزيا إلى دعم وتنمية صناعة صناديق الاستثمار بشكل كبير، حيث نما عدد هذه الصناديق في عام 1997 إلى 10 صناديق وفي نهاية 2007 بلغ عدد صناديق الاستثمار الإسلامية 134 صندوق.

ويشير التقرير السنوي 2018 لهيئة الأوراق المالية الماليزية، أن أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا قد بلغت 158.83 مليار رنجيت ماليزي نهاية 2017، في حين بلغ عددها 53 صندوق منها 22 صندوق استثمار بإدارة كاملة، و31 صندوق يقدم خدماته بواسطة النوافذ الإسلامية.

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية¹

تسهر اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إصدار الصكوك وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية في ماليزيا، ويتم إصدار هذه الصكوك إما من قبل الشركات تحت رقابة اللجنة أو من قبل الحكومة تحت رقابة البنك المركزي الماليزي، ويمكن تصنيف الصكوك الإسلامية حسب الجهات المصدرة إلى نوعين وهما كالاتي:

أولاً: الصكوك الحكومية الإسلامية

هي بمثابة شهادات استثمار حكومية. أصدرت في أوائل عام 1983 دون فوائد، وتم إصدار نوع آخر يعرف بالصكوك الاستثمارية الحكومية، وهي شهادات استثمارية حكومية الغرض منها حصول الحكومة على تمويلات للمشاريع التنموية، والعائد عليها لا يحدد مسبقا. مما يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكل المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي القدرة على الاستثمار وفق النهج الإسلامي، وتصل مدة استحقاقها إلى 5 سنوات. كما قام البنك المركزي الماليزي بطرح إصدارات على أساس الربح، وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل؛ ما أضفى توسعا وتطويرا على البورصة الماليزية. وتم اللجوء إلى هذه الأداة في تمويل التنمية، للمضي قدما في المشاريع دون اللجوء إلى التمويل التضخمي، أو فرض المزيد من الضرائب.

ثانياً: الصكوك الإسلامية للشركات

هي صكوك صادرة من الشركات الماليزية الخاصة، وطرحت لأول مرة في ماليزيا عام 1990 تصدر وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية على عدة أشكال أهمها: البيع بالثمن الآجل، والمرابحة، والاستصناع، والاجارة، والمضاربة والمشاركة.

¹ كهيبة رشام، "الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك الإسلامية ودورها في تفعيل السوق المالية الإسلامية الدولية - بورصة ماليزيا نموذجا خلال الفترة 2008-2020"، مجلة دراسات وأبحاث في العلوم الإنسانية والاجتماعية، ع05، مج13، أكتوبر 2021، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2021، ص346.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنويا، من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، هناك صكوك البيع بئمن آجل وصكوك المرابحة، وصكوك الاستصناع، وصكوك الإجارة، وهي تعتبر من قبيل عقود المداينة وأيضاً صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وهي تبنى على عقود المشاركة. وعليه يمكن القول إن الصكوك الإسلامية أصبحت بمثابة المنافس والمكمل لأوراق الملكية؛ كونها تأتي بمثابة البديل عن السندات التقليدية ما أدى إلى زيادة نشاط السوق المالية الإسلامية الماليزية؛ وهذا ما يتم تناوله في المبحث الثاني.

المبحث الثاني: موقع الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

تعتبر الصكوك الإسلامية من أكثر الأدوات المتداولة والأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي في ماليزيا.

المطلب الأول: تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا

شهد إصدار الصكوك في السوق الماليزية عدة مراحل يمكن تصنيفها إلى مرحلة النشأة؛ مرحلة النمو؛ مرحلة النضج ويمكن توضيحه بما يأتي:

أولاً: مرحلة النشأة

والتي شهدت تذبذب في إصدار الصكوك وعدم الاستقرار، وتمتد هذه المرحلة من 1990 إلى 2000 وهذا لحداثتها؛ لكن أهم ما يميز هذه المرحلة التي مرت عليها صناعة الصكوك في ماليزيا الأحداث الآتية:

1. سنة 1990: أصدرت شركة (Shell MDS SDN BHD) وهي شركة أجنبية وغير إسلامية، أول صك إسلامي بالرينجيت الماليزي بقيمة 125 مليون رينجيت (99 مليون دولار) وكانت بصيغة البيع بئمن آجل.
2. سنة 1997: أطلقت شركة KHAZANAH المملوكة للحكومة الماليزية أول صكوك KHAZANAH، وكانت صكوك بدون فوائد (صفر كوبون) كان إصدار هذا الصك من قبل الحكومة محاولة منها إيجاد صك بديل للسندات التقليدية المحلية ولمعرفة مدى استجابة السوق لهذا النوع من المنتجات.
3. سنة 2000: من الضوابط التي قررتها لجنة مراقبة العمليات البورصة على مصدري السندات الإسلامية تعيين المستشارين الشرعيين المستقلين.

ثانياً: مرحلة نمو: شهدت هذه المرحلة نمواً مضطرباً من ناحية الحجم والقيمة، وكذلك من ناحية الأنواع المبتكرة من الصكوك وتميزت هذه المرحلة بالآتي:

1. سنة 2001: أصدرت شركة KUMPULANGUTRIE BHD أول نوع من صكوك الإجارة بمبلغ 150 مليون دولار أمريكي، وتمثل أول الصكوك التي تم تصنيفها قبل إصدارها، وكانت مدرجة في مركز لبوان الدولي للتبادل (LFX)، وكانت هذه الصكوك من بين أول الصكوك الإجارة التي كونت إصدار قيمته 395 مليون دولار أمريكي.

2. سنة 2002: أطلقت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة المشهورة (الصكوك الماليزية الدولية) بمبلغ 600 مليون دولار أمريكي، وقد سمحت الحكومة الماليزية بخصم مصروفات إصدار الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفيدرالية سنة 2003 وكان الإصدار على مبادئ شرعية من الإجارة والمضاربة والمشاركة¹.
3. سنة 2003: حل شامل لمشاكل الضريبة في السندات الإسلامية كما هو حال في السندات التقليدية، وقد أعلن عن هذا في الميزانية الفيدرالية لسنة 2004، كما أن الحكومة الماليزية قد سمحت بخصم مصروفات إصدار السندات الإسلامية التي أصدرت على مبدأ الاستصناع من ميزانيتها الفدرالية لسنة 2004.
4. 2004: أصدرت لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية، وكان إصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التسييري في إصدار السندات الإسلامي لتنمية جوانب الابتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
5. سنة 2005: أصدر البنك الدولي السندات الإسلامية(الصكوك) التي يحل أجلها في 2010 بمبلغ 760 مليون رينجيت ماليزي وهو أكبر عمليات سوق الصكوك من حيث الإصدار، كما تم في هذه السنة أول إصدار لصكوك المشاركة من طرف شركة Capital Berhad Musyarakah One بقيمة 2.5 مليون رينجيت ماليزي.
6. سنة 2006: إطلاق أول مؤشر دولي للصكوك الإسلامية في كوالالمبور، وعرف هذا المؤشر ب: DonGones Citi Group Sukuk index وهذا المؤشر يقيس عمل الصكوك الإسلامية ذات الإيراد الثابت، التي تحكمها ضوابط الاستثمار الشرعي، وتم إنشاء هذا المؤشر بشكل أساسي لمساعدة المستثمرين الراغبين في الاستثمار في الصكوك الإسلامية والتي تمتاز بإيراد ثابت.
7. سنة 2007: أكبر مشروع تمويل الصكوك والسندات التقليدية من طرف شركة Cagamas BHD بمبلغ 60 بليون رينجيت ماليزي، كما تم إصدار صكوك بمبلغ 15.4 بليون رينجيت ماليزي من قبل Binanag GSM sdn BHD كما تم إصدار أكبر حجم من الصكوك القابلة للتداول من قبل KHANAZAH National BHD بمبلغ 850 مليون دولار أمريكي.
8. سنة 2008: إصدار لأول صكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص، ممولة من طرف بنك التنمية الإسلامية TADAMUN SERVICES BHD بقيمة 1مليون رينجيت ماليزي.
9. سنة 2009: إصدار لأكثر عرض من الصكوك الإسلامية بعملة أجنبية من طرف شركة National BHD Petrolio الماليزية إلى هذا التاريخ بقيمة 1.5 مليار دولار أمريكي.
10. سنة 2010.2013: تم إصدار نوع جديد من الصكوك في ماليزيا لذوي الدخل المحدود، حيث خصص الإصدار الجديد لتمويل مشروع خط القطار الجديد في العاصمة الماليزية كوالالمبور 2012 تبلغ قيمته نحو 1.5 مليار دولار، خصص منها نحو 300 مليون دولار للمواطنين ذوي الدخل المحدود وصغار المستثمرين.

¹ محسن بن حبيب، "الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية الاقتصادية- تجربة ماليزيا انموذجاً"، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ع02، مج 33، 2019/09/30، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2019، ص 2015.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

11. سنة 2014: الصكوك الإسلامية في ماليزيا ساهمت بشكل كبير في تمويل المشاريع الاقتصادية التنموية، وبمبالغ ضخمة حيث بلغت 324.5 مليون دولار واحتلت المرتبة الأولى عالميا بنسبة 66.5% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك الإسلامية العالمية¹.

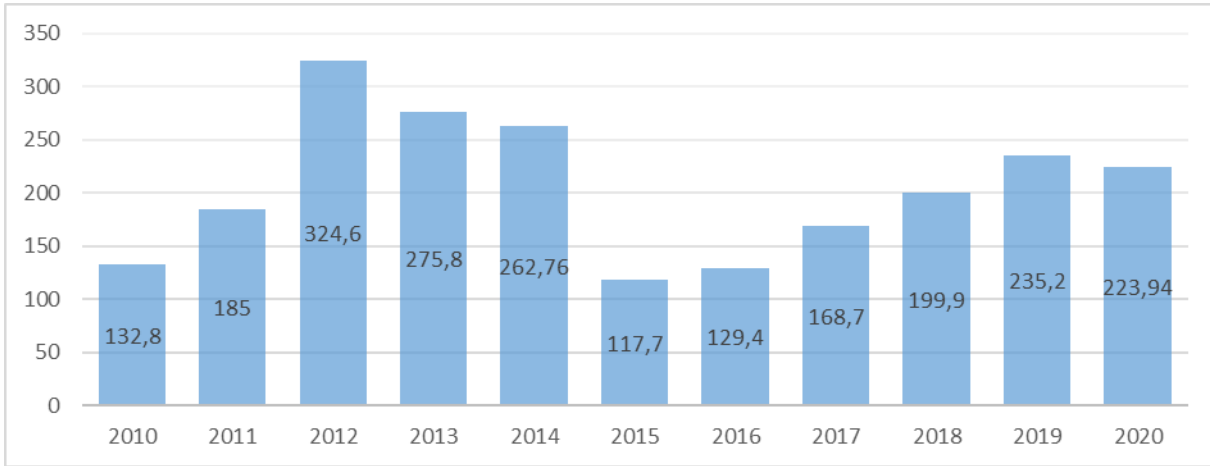
ثالثا: مرحلة النضج

لا يمكن الفصل بشكل دقيق بين مرحلتي النمو والنضج؛ ولكن تعتبر السنوات الأولى من الألفية الأخيرة سنوات الإصدار الذهبية؛ خاصة سنة 2012 لأنها استهدفت ذوي الدخل المحدود وصغار المستثمرين وهذا يحفز الطلب على الصكوك أكثر فأكثر والشكل أدناه يوضح ذلك:

الشكل رقم (01)

حجم الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة الممتدة ما بين 2010. 2020م

الوحدة: م ر م



المصدر: محمد لخضر بوساحة (وآخرون)، "واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا وآفاق استفادة السوق المالي الجزائري منها"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، ع01، مج 07، 2023/03/15، جامعة تيسمسيلت، الجزائر، 2023، ص 52.

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن أعلى إصدارات الصكوك الإسلامية بلغ عام 2012 حوالي 324.60 م ر م، وترجع أسباب هذا الارتفاع إلى تركيز ماليزيا في المقام الأول على مخططات تطوير المشاريع البنية التحتية اعتمادا على الصكوك الإسلامية كمصدر للتمويل طويل الأجل كما تم تحفيز الطلب عند ذوي الدخل المحدود محليا، كما تم استثمار تلك الأموال في تعزيز العديد من المشاريع الاستثمارية وجذب الاستثمارات الأجنبية لتنشيط السوق المالية الدولية وهذا ما أدى إلى زيادة الطلب والعرض على الصكوك الماليزية محليا ودوليا.

لكن حجم الإصدار انخفض خلال فترة 2014 إلى غاية 2016؛ وذلك بسبب انخفاض قيمة العملة وتذبذب أسعار النفط خلال تلك الفترة، بالإضافة إلى صدور قرار من البنك المركزي الماليزي يقضي تخفيض إصدار

¹ محسن بن حبيب، مرجع سابق، ص 2016.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

الصكوك، ليستعيد قطاع التصكيك عافيته فيما بعد خلال فترة 2017 إلى 2019 بسبب تنويع إصدارات الصكوك من حيث الصيغ وبالأخص الرواج الذي لقيته صكوك المرابحة بسبب انخفاض مخاطر الاستثمار بها. لكن عاود انخفاض في حجم الصكوك الإسلامية عام 2020؛ وذلك بسبب الوضع الوبائي كوفيد 19.

المطلب الثاني: مؤشرات تعكس نشاط السوق المالي الماليزي

تعتبر ماليزيا من أكبر الدول المصدرة للصكوك الإسلامية، مما جعلها تحتل المرتبة الأولى عالميا بسبب النمو والتطور الذي شهده سوق الأوراق المالية باللجوء إلى السوق المال الإسلامي كمصدر من مصادر التمويل قليل الخطورة وكبير العائد.

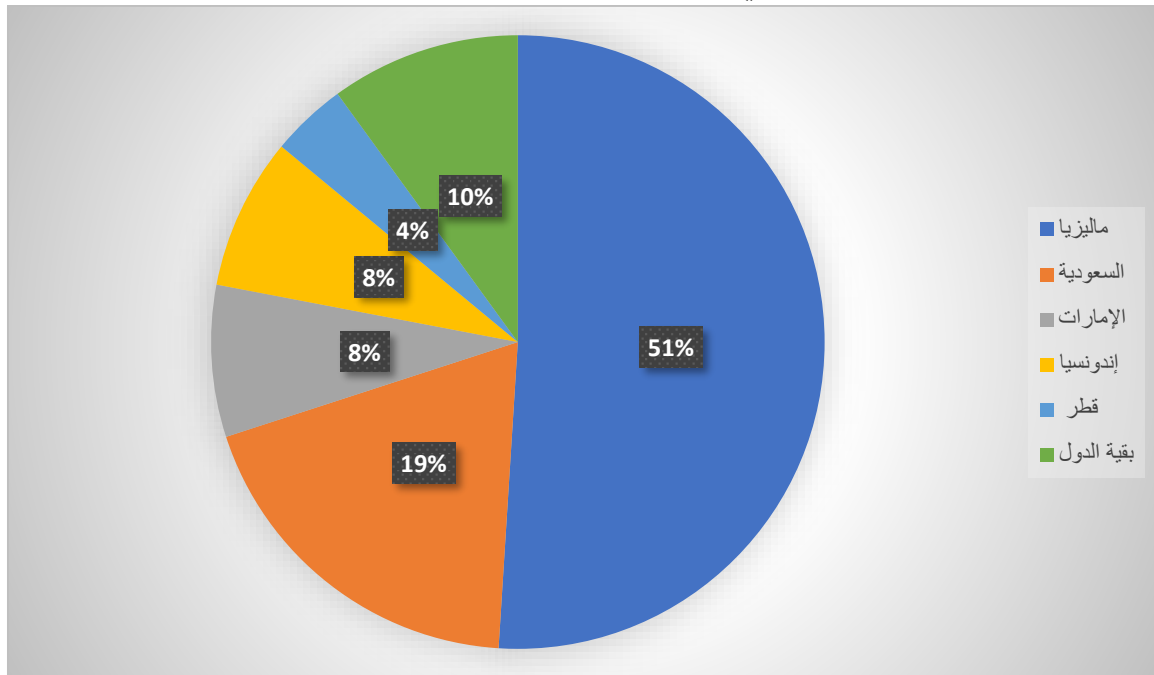
الفرع الأول: موقع السوق المالي الماليزي من حجم الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية

تحتل ماليزيا المركز الأول في الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية ويمكن توضيح ذلك من خلال المؤشرات الآتية:

أولاً: تداول إجمالي الصكوك حسب الدول (2010-2017)

الشكل رقم (02)

تداول إجمالي الصكوك حسب الدول (2010-2017)



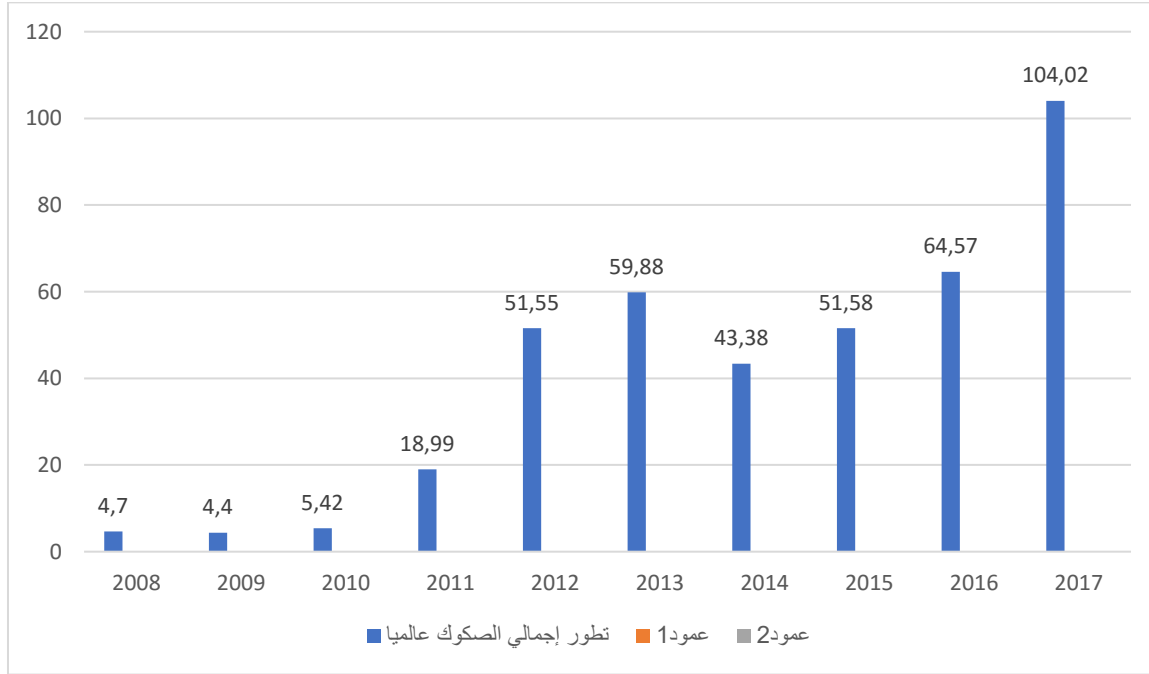
المصدر: بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة تجريبية ماليزية (2017-2008)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2020-2019، ص 276. ما سبق يمكن استنتاج أن ماليزيا تمتلك أكبر حصة من الصكوك العالمية بنسبة 51% ثم تليها المملكة السعودية بنسبة 19% وفي المرتبة الثالثة تأتي الإمارات وأندونيسيا بنسبة 8% وفي المرتبة الرابعة دولة قطر حققت نسبة 4% كما سجلت بقية الدول نسبة 10%، حيث نستنتج أن الصكوك تتداول بمختلف أنواعها.

ثانياً: تطور تداول إجمالي الصكوك عالمياً (2017.2008)

الشكل رقم (03)

تطور إجمالي تداول الصكوك عالمياً في الفترة (2017.2008)

الوحدة: مليار دولار



المصدر: بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة تجريبية ماليزية (2017.2008)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2019. ص 274.

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن حجم تداول الصكوك كان شبه منعدم في السنوات الثلاثة الأولى خلال الفترة (2010.2009.2008)؛ حيث تم تسجيل في سنة 2008 ما قيمته 4,7 م د في سنة 2009 سجلت ما قيمته 4,4 م د في سنة 2010 تم تسجيل ما قيمته 5,42 م د وانطلاقاً من سنة 2011 نلاحظ انتعاش ملحوظ إلى غاية سنة 2013 حيث سجل ما قيمته 59,88 م د ثم انخفض سنة 2014، ثم بدأ بالتزايد سنة 2015 إلى غاية سنة 2017 حيث سجل أعلى نسبة 104,02 م د بسبب الاهتمام المتزايد خصوصاً من قبل دول الخليجية وماليزيا واندونيسيا.

الفرع الثاني: تطور حجم الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في ماليزيا

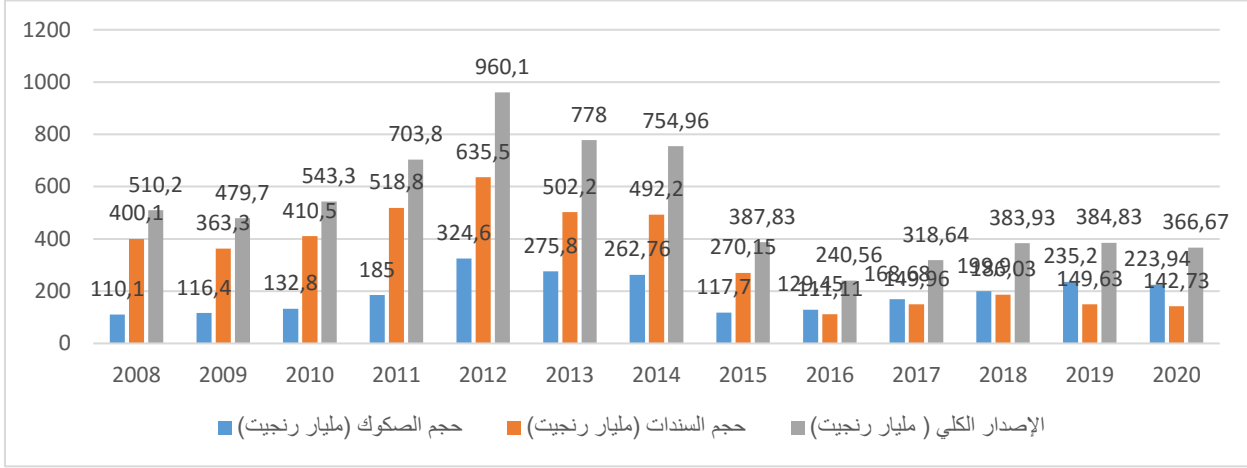
يتم التطرق إلى تطور حجم إصدار السندات التقليدية مقارنة بحجم الصكوك الإسلامية بهدف إجراء مقارنة مقارنة بينهما لأنهما يصنفان كليهما ضمن أدوات الدين والشكل (04) يبين المعطيات المتعلقة بذلك:

أولاً. حجم إصدار السندات والصكوك خلال الفترة 2020.2008

الشكل رقم (04)

حجم إصدار السندات والصكوك الماليزيا خلال فترة (2008. 2020)

الوحدة: م ر م



المصدر: صابر رشيد، "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين الماليزي خلال فترة 2008-2020"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، ع28، مج18، 2022/03/03، جامعة حسيبة بن بو علي، شلف، الجزائر، 2022، ص179.

يمكن الاستنتاج من خلال الشكل أعلاه أن حجم السندات بدأ في الارتفاع بداية من سنة 2008 حيث بلغ 400,1 م ر م وصولاً إلى سنة 2012 بقيمة 635,5 م ر م، هذا ما يؤكد أن حجم إصدار السندات في ماليزيا كان يشغل حيزاً كبيراً في سوق رأس المال الماليزي، كما يلاحظ أن حجم إصدار الصكوك سنة 2008 بلغ 110,1 م ر م حيث حافظ على هذا الارتفاع إلى غاية سنة 2012 بقيمة 324,6 م ر م، وفي سنة 2013 بدأت السندات في الانخفاض تدريجياً بسبب انخفاض أسعار البترول والإجراءات الجديدة التي اتخذها البنك المركزي الماليزي، كما يلاحظ أن الصكوك حافظت لأول مرة على نفس المستوى لتتجاوز حجم السندات المصدرة 2016 حيث بلغت 129,45 م ر م مقابل 111,11 م ر م من حجم السندات وواصل حجم الصكوك في الارتفاع إلى أن بلغ 142,73 م ر م سنة 2020 أما حجم السندات شهد ارتفاع طفيف إلى غاية سنة 2018 حيث سجل 199,9 م ر م ثم انخفض إلى 142,73 م ر م سنة 2020.

ثانياً: مقارنة إصدار الصكوك بالسندات التقليدية في ماليزيا (2008-2017)

إن هدف ماليزيا هو أن تصبح مركزاً للصناعة المالية الإسلامية في العالم، وهذا ما جعلها سوق إسلامي للصكوك في العالم وهذا ما سيوضحه الجدول الآتي:

الجدول رقم (01)

مقارنة إصدار الصكوك بالسندات التقليدية في ماليزيا (2017.2008)

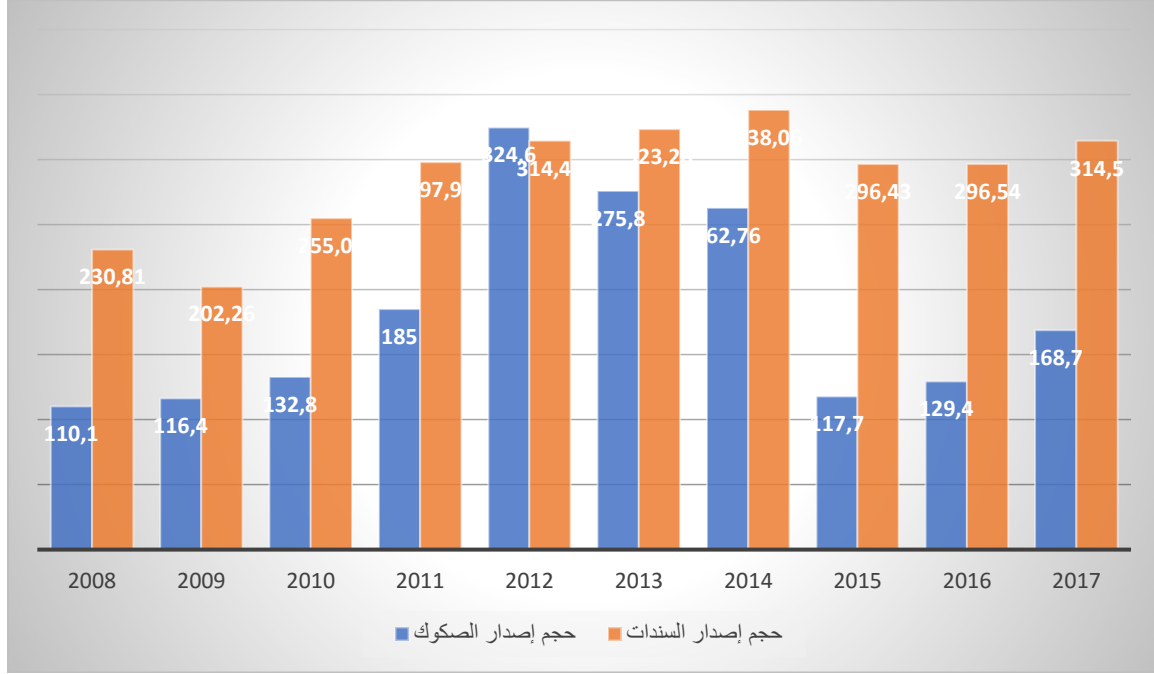
الوحدة: مليار دولار

السنوات	حجم إصدار الصكوك (مليار RM)	حجم إصدار السندات (مليار RM)	الحجم الإجمالي لإصدار الأوراق المالية (الصكوك، سندات)	نسبة إصدار الصكوك من إجمالي الإصدار الكلي للأوراق المالية (صكوك، سندات) (%)
2008	110,1	400,1	510,2	21%
2009	116,4	363,3	479,7	24%
2010	132,8	410,5	543,3	24%
2011	185,0	518,8	703,8	26%
2012	324,6	635,5	960,1	34%
2013	275,8	502,2	778	35%
2014	262,76	492,2	754,96	35%
2015	117,7	270,1	387,8	30%
2016	129,4	240,6	370	35%
2017	168,7	318,0	486,7	35%

المصدر: بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة تجريبية ماليزية (2017.2008)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2020.2019، ص 281.

الشكل رقم (05)

مقارنة حجم إصدار الصكوك الإسلامية بحجم إصدار السندات في ماليزيا في الفترة (2017.2008)
الوحدة: مليار رنجيت ماليزي



المصدر: بن قايد الشيخ، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية دراسة تجريبية ماليزية (2017.2008)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2020.2019، ص 282.

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن إصدار الصكوك كان ضعيفا خلال سنة 2008 حيث سجل 110,1 م ر م بسبب الازمة المالية العالمية ثم شهد ارتفاع ملحوظ من سنة 2009 سجل ما قيمته 116,4 م ر م إلى غاية سنة 2012 حيث سجل 324,6 م ر م ويرجع هذا الارتفاع على توجه ماليزيا على سياسة جذب المدخرات الأجنبية. لكن عاود الانخفاض سنة 2014 بنسبة 62,76 م ر م وسنة 2015 بنسبة 17,7 م ر م بسبب انخفاض قيمة رنجيت ماليزي وتراجع أسعار النفط وصدور قرار من البنك المركزي الماليزي لتخفيض إصدار الصكوك والتحول على أدوات أخرى.

لكن في السنوات 2016 و 2017 عاود ارتفاع سوق الصكوك الماليزي بفضل تنوع إصدارات الصكوك حيث في سنة 2016 سجل ما قيمته 129,4 م ر م وفي سنة 2017 سجل ما قيمته 168,7 م ر م.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

المطلب الثالث: انعكاسات تداول الصكوك الإسلامية على السوق والاقتصاد الماليزي

يمكن استنتاج أثر تداول الصكوك على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من خلال دراسة الأثر على نشاط السوق وكذلك من خلال دراسة أثر الصكوك على أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وذلك عن طريق مجموعة من المؤشرات.

الفرع الأول: مؤشرات حجم سوق الصكوك الإسلامية

يمكن قياس حجم سوق الصكوك من خلال مؤشرين وهما: عدد الشركات المدرجة، ومؤشر نسبة رأس مال السوق.

أولاً: عدد الشركات المدرجة

يعد مؤشر عدد الشركات من أهم المؤشرات المبينة لحجم السوق المالية من حيث العدد الإجمالي، والقطاعي، ومدى تمركز السوق المالية عند بعض القطاعات أو الشركات الكبرى المهيمنة عليه.

كما يعطي مؤشر عدد الشركات على مدى توسع أو انكماش النشاط الاقتصادي، ويوضح أيضاً مدى فعالية السياسات المالية والاقتصادية واستراتيجيات الخطط التنموية على تحريك ميكانزمات الأسواق المالية وخاصة في توفير السيولة المالية اللازمة لتحريكه وتسريع عملية انتقال الأموال والفائض إلى العجز المالية والقدرة على تحقيق عوائد مجزية تحفز المستثمرين على خلق القيمة المضافة والثروة اللازمة لذلك.

والجدول أدناه رقم (2) يعكس تطور عدد الشركات الإجمالي وعدد الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي أغلب أدواتها صكوك إسلامية والمدرجة من طرف هيئة الرقابة الشرعية وهيئة رقابة السوق المالي في البورصة الماليزية¹:

الجدول رقم (02)

نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2010-2020)

النسبة %	عدد الشركات المدرجة		البيان السنة
	المتوافقة مع الشريعة	الإجمالي للشركات	
88%	846	961	2010
89%	839	946	2011
89%	817	923	2012
71%	650	911	2013
74%	673	906	2014
74%	667	903	2015

¹ محمد الأمين مصباحي، أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية- دراسة تجارب بعض الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2021-2022، ص238.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

2016	904	671	74%
2017	903	688	76%
2018	915	689	75%
2019	929	714	77%
2020	936	742	79%

المصدر: محمد الأمين مصباحي، أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية- دراسة تجارب بعض الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2021-2022، ص238.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن العدد الإجمالي للشركات المدرجة في بورصة ماليزيا وصل إلى أكبر عدد 961 شركة مدرجة في سنة 2010، وتشكل منها الشركات المدرجة المتوافقة مع الشريعة ما نسبته 88% أي ما يعادل 846 شركة، وبالرغم من الانخفاض المستمر في العدد الإجمالي خلال السنوات 2011، 2012 البالغ 946 شركة، و 923 شركة على التوالي، إلا أن نسبة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية شكلت زيادة طفيفة حوالي 89%؛ ما يقارب 839 شركة، 817 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أما باقي السنوات بداية من سنة 2013 إلى سنة 2017 فلم يتعدى العدد الإجمالي للشركات المدرجة عن 911 شركة، إلا أن الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رغم الانخفاض الذي شهدته سنة 2013 لكن لم يتجاوز ولم يتعدى عددها 650 شركة إلا أنها بقيت مهيمنة على السوق المالي الماليزي بما نسبته 71%، ثم ترتفع فيما بعد إلى 79,27%، وذلك من سنة 2014 إلى نهاية عام 2020.

ثانياً: مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)

يركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، ومن ثم يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو في كليهما، ومن ثم يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي، وفي التجربة الماليزية استطاعت الصكوك أن تحقق ذلك وهذا ما يعكسه الجدول أدناه¹:

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص250.

الجدول رقم (03)

تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا للفترة (2010-2020)

الوحدة: ب ر م

البيان السنة	رسملة سوق الأوراق المالية ككل (البورصة)	رسملة سوق رأس المال الإسلامي	نسبة رسملة سوق رأس المال الإسلامي/رسملة السوق الكلي
2010	1275	756	59%
2011	1285	806	63%
2012	1466	942	64%
2013	1702	1029	60%
2014	1651	1012	61%
2015	1695	1086	64%
2016	1667	1030	62%
2017	1907	1134	59%
2018	1700	1097	65%
2019	1712	1037	61%
2020	1817	1239	68%

المصدر: محمد الأمين مصباحي، أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية- دراسة تجارب بعض الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2021-2022، ص 240.

من خلال الجدول أعلاه يمكن القول إن نسبة رسملة سوق رأس المال الإسلامي إلى رسملة السوق ككل يفوق النصف طوال فترة الدراسة؛ ما يعني أن الأموال التي تدار في السوق تعود إلى الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

إذ من عام 2010 إلى عام 2020 تراوحت النسبة من 59% إلى 68%، وهذا مؤشر يدل على مدى أهمية التمويل الإسلامي ومدى إقبال المستثمرين عليه.

إذ يلاحظ عليها التطور المستمر بالزيادة خاصة بعد أزمة 2008، بالإضافة إلى عدم ثقة صانعي السوق والمستثمرين بميكانيزم المضاربة وتوظيف رأس المال بمعدلات فائدة ربوية تعمل تركز الأموال لدى المرابين. ومنه يمين القول إن السوق المالي الإسلامي يعد من أكبر الأسواق المالية الإسلامية من حيث إصداراته للصكوك الإسلامية، وهذا يوضح استقطاب السوق للأموال والتي يهدف أصحابها إلى استثمارها وفقا للصيغ الإسلامية.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

وكذلك يمكن القول إن ارتفاع مستوى سوق رأس المال الإسلامي راجع إلى زيادة كل من عدد الصكوك الإسلامية وعدد الشركات المدرجة، وكذلك ارتفاع مستوى سوق رأس المال الإسلامي يوحى إلى ارتفاع النشاط الاقتصادي في ماليزيا.

الفرع الثاني: مؤشرات نشاط سوق الصكوك

استطاعت الصكوك الإسلامية أن تفرض جاذبيتها في السوق المالي الماليزي كما وكيفا؛ حيث لم يتوقف ذلك على اتساع حجم رأس مال السوق المالي الإسلامي وعدد الشركات المدرجة فقط، بل أيضا على حجم التداول ومعدل سيولة هذه الأدوات؛ وهذا ما تم تناوله.

أولاً: مؤشر حجم تداول الصكوك

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للصكوك المكتتب فيها في السوق بالإضافة إلى أنه يعبر عن سيولة السوق المالية، ومن ثم السيولة في الاقتصاد ككل، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسمة السوق الذي يعبر عن حجم السوق¹.

وفي التجربة الماليزية يمكن ملاحظة تطور مؤشر حجم التداول من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (04)

تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا خلال الفترة (2010-2020)

الوحدة: م ر م

نسبة الصكوك/إجمالي اصدارات السوق المالي	عدد وقيمة الصكوك		إجمالي الاصدارات من السندات والصكوك الموافق عليها من هيئة الأوراق المالية		البيان السنة
	القيمة	العدد	القيمة	العدد	
%					
%63.43	40.33	21	63.58	52	2010
%70	78.9	44	112.33	85	2011
%68.8	71.1	41	103.3	81	2012
%67	99.13	49	114.8	88	2013
%55.1	76.07	47	138.15	80	2014
%40.80	48.33	25	118.46	50	2015
%45.20	63.73	32	141	56	2016
%50.11	94.15	47	187.92	79	2017

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص251.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

2018	58	105.45	32	72.68	68.92%
2019	/	132.82	/	102.39	77.09%
2020	/	104.58	/	76.98	73.61%

المصدر: محمد الأمين مصباحي، أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية- دراسة تجارب بعض الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2021-2022، ص241.

يمكن الاستنتاج من خلال الجدول أعلاه أنه في سنة 2010 قدر إجمالي الإصدارات من السندات والصكوك بقيمة 63.58 مليار رينجيت ماليزي وهي أقل قيمة، أما قيمة الصكوك فقدت قيمتها ب40.33 مليار رينجيت ماليزي، ثم ترتفع كلتا القيمتين سنة 2011 إلى 112.33 مليار رينجيت ماليزي و78.9 مليار رينجيت ماليزي، كما يلاحظ تطور جد ملحوظ بداية من سنة 2015 إلى غاية سنة 2017 في قيمتي إجمالي الإصدارات والصكوك؛ حيث بلغت قيمتهما على التوالي سنة 2017 ب187.92 و94.15 مليار رينجيت ماليزي، كما يلاحظ انخفاض حاد في قيمة إجمالي الإصدارات سنة 2018 قدر ب105.45 مليار رينجيت ماليزي مقارنة بسنة 2017، أما الصكوك فقد بلغت أكبر قيمة سنة 2019 وقدرت ب102.39 مليار رينجيت ماليزي، ومن هنا يمكن القول أنه كلما زاد العدد زادت القيمة الاجمالية للإصدارات ونفس الشيء بالنسبة للصكوك.

ومنه الزيادة الملحوظة لحجم مبالغ الصكوك على الرغم من انخفاضها في بعض السنوات تعود إلى تأثيرها بعوامل ومناخ استثماري عام.

كما يلاحظ سنة 2020 إصدارات الصكوك مثلت 73.61% مقارنة بسنة 2019 الذي وصلت نسبته إلى 77.09%.

ومن خلال ما سبق يمكن القول إن التطور في حجم التداول يعود إلى ارتفاع كل من القيمة السوقية وقيمة الصكوك المتداولة، بالإضافة إلى المجهودات التي قامت بها الحكومة الماليزية من أجل تشجيع الإقبال على الصكوك. وهذا المؤشر يعكس سيولة السوق المالية الماليزية؛ حيث يمكن تحويل الصكوك الإسلامية بأقل وقت ممكن وأقل تكلفة.

ثانيا: مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، ويشير إلى سيولة السوق المالية أيضا، وكذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الصكوك المتداولة (أحكام التداول) إلى القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيمة الصكوك المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر ويشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية¹. وفي التجربة الماليزية يمكن أن يلاحظ تطور مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامي في ماليزيا من خلال الجدول الآتي:

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص253.

الجدول رقم (05)

تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2020)

البيان السنوات	قيمة الصكوك المتداولة	القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي	نسبة قيمة الصكوك/القيمة السوقية
2010	40.33	756	5.33%
2011	78.9	806	9.78%
2012	71.1	942	7.54%
2013	99.13	1.029	9.63%
2014	76.07	1.012	7.51%
2015	48.33	1.086	4.45%
2016	63.73	1.030	6.18%
2017	94.15	1.134	8.30%
2018	72.68	1.097	6.62%
2019	102.39	1.037	9.87%
2020	76.98	1.239	6.21%

المصدر: محمد الأمين مصباحي، أثر الأدوات المالية الإسلامية في أداء الأسواق المالية الإسلامية- دراسة تجارب بعض الأسواق المالية في الدول العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2021-2022، ص244.

يظهر من خلال الجدول أعلاه تطور ملحوظ في مؤشر معدل دوران الصكوك في السوق المالي الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2010-2020) كما يأتي:

. يلاحظ من خلال الجدول ارتفاع في معدل المؤشر فقد بلغ سنة 2011 حوالي 9.78%، أما في سنة 2013 فقد بلغ حوالي 9.63%، أما سنة 2017 فقد بلغ 8.30%، وفي سنة 2019 وصل إلى أعلى نسبة حيث بلغت نسبة معدل الدوران حوالي 9.87% وهو تطور ملحوظ.

ماعد السنين المتبقية فقد شهدت تذبذباً فقد كنت البداية ضعيفة ففي سنة 2010 بلغ حوالي 5.33%، ثم بدأت في الارتفاع ابتداء من سنة 2012 و2013، وفي سنة 2014 وصل المؤشر إلى 7.5%.

كما يلاحظ خلال السنوات 2016، 2018، 2020 لم تتجاوز نسبة معدل الدوران 6.62%، وفي سنة 2014 بلغت النسبة 4.45% وتعد أقل نسبة؛ حيث كلما ارتفعت قيمة الصكوك المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضمت قيمة مؤشر معدل دوران الصكوك وهذا يشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية والعكس صحيح.

كما أن هذا الارتفاع يعكس مستوى عرض لتكاليف إتمام الصفقات ومنه إمكانية جذب المتعاملين.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

إن الهدف من إصدار وتداول الصكوك الإسلامية هو توفير التمويل اللازم والكافي للقطاعات المختلفة وفق معايير شرعية ومحكمة؛ ولقد استطاعت الصكوك الإسلامية الماليزية أن تساهم بفعالية في دعم مختلف القطاعات الاقتصادية الحكومية والخاصة.

الفرع الثالث: دعم الصكوك الإسلامية للقطاعات الاقتصادية في ماليزيا

لقد ساهم إصدار الصكوك الإسلامية بماليزيا بشكل كبير في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد، فمنذ ظهورها سنة 1990م قدمت أداة جديدة لاستعمالها من طرف الشركات الخاصة والحكومة على حد سواء لتلبية حاجياتها الاستثمارية والتنموية على حد سواء¹.

وسنرى دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (06)

توزيع الصكوك الماليزية حسب القطاعات (1996-2014)

القطاع	عدد الصكوك	قيمة الصكوك-مليار دولار-
المؤسسات الحكومية	787	287,02
الخدمات المالية	446	51,71
الطاقة واستخداماتها	441	30,08
المواصلات	352	28,06
المنشآت	489	17,68
الاتصالات السلكية واللاسلكية	108	9,43
العقارات	163	6,18
التكتلات	41	3,94
الزراعة	99	3,67
النفط والغاز	88	3,62
الخدمات	56	3,26
الرعاية الصحية	74	1,55
الصناعة	53	1,34
التعليم	11	1,03
المواد الغذائية والمشروبات	23	0,78
السلع الاستهلاكية	31	0,72
الترفيه والسباحة	2	0,32

¹ حسبية برحمة برخشي، " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامية _ التجربة الماليزية"، مجلة الاقتصاد الجديد، ع01، مج13، المركز الجامعي مرسلبي عبد الله، تيبازة، 2022، ص370.

الفصل الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالية الماليزية

0,24	8	التعدين والمعادن
0,22	20	تكنولوجيا المعلومات
0,18	18	التجزئة
451,03	3310	المبلغ الإجمالي

المصدر: مصطفى العرابي وسعدية حمو، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد_ ماليزيا أنموذجاً"، مجلة البشائر الاقتصادية، ع01، مج 03، جامعة طاهري محمد، بشار، 2017، ص ص79-80.

يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القطاعات الحكومية تحتل الصدارة من حيث اصدار الصكوك مقارنة بالقطاعات الأخرى حيث بلغت قيمة الصكوك المصدرة حوالي 287,02 مليار دولار وهي أكبر قيمة ثم يأتي قطاع الخدمات المالية بقيمة 51,71 مليار دولار أما باقي القطاعات كالطاقة والنقل فقد احتلتا المرتبتين الثالثة والرابعة بقيمة 30,08 و 28.06 مليار دولار، أما قطاع العقارات فاحتل المرتبة السابعة بقيمة تقدر ب6,18 مليار دولار.

خلاصة:

من خلال ما سبق يمكن القول إن سوق رأس المال الماليزي يعمل بجدية في اتجاهين أساسيين مكملين لبعضهما البعض، لتقديم الأدوات المالية المقررة من اللجنة الاستشارية الشرعية وهما:

- . تكييف الأدوات المالية التقليدية المتداولة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية
- . تفعيل العمل بالأدوات المالية الإسلامية البديلة وعلى رأسها الصكوك

ولقد تبين في التجربة الماليزية أن الصكوك الإسلامية عبارة عن بديل لمصادر التمويل التقليدية وعلى رأسها السندات. وتتنوع الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية تنوعا واسعا، فمنها صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الاجارة وغيرها وتساهم في تطوير سوق رأس المال وتنشيطه كما وكيفا؛ حيث شهد في كل سنة تزايد الشركات المسجلة وفق مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية وهذا ما رفع في حجم الأموال المعبئة من خلال سرعة توفير الموارد لأصحاب العجز وتنويع أوجه الادخار لأصحاب الفائض.

إن الصكوك الإسلامية الماليزية من خلال سرعة تداولها ودورانها ترفع من سيولة هذه الأدوات ومنه ترفع من سيولة السوق المالي ومنه الاقتصاد أي أن القطاعات المختلفة تحصل بشكل كبير على الأموال اللازمة والكافية من حيث قيمتها أو شكلها.

الختامة

تحتل السوق المالية مكانة هامة في النظم الاقتصادية المعاصرة من خلال ما تقوم به من وظائف وأدوار هامة؛ حيث يتبين أن أولى الخطوات وأهمها لنجاح وتوسع سوق مالية إسلامية تكمن في مدى وجود وتوفير الأدوات المالية الإسلامية كالصكوك وصناديق الاستثمار؛ ومنه يتطلب الأمر الاهتمام بالصكوك الإسلامية وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية، ما يمكن أن يضمن للمسلمين أو غير المسلمين استثمار أموالهم بأكثر مرونة وأقل مخاطرة.

وتعتبر الصكوك الإسلامية حديثة العهد لكن رغم ذلك فهي في تزايد مستمر وهذا ما يؤكد أن لها دور فعال في التنمية الاقتصادية وتنشيط السوق المالي وذلك من خلال مجموعة من المؤشرات أهمها معدلي الإصدار والرسملة.

نتائج الدراسة: من خلال ما تم عرضه في الدراسة من محاولة للإجابة على الإشكالية تم استخراج النتائج الآتية منها نتائج تختبر صحة الفرضيات:

. يجب أن تتضمن السوق المالية الإسلامية مجموعة من الضوابط الشرعية والفنية التي تحكم قواعد وأخلاقيات التعامل فيها، وفق منهج الشريعة الإسلامية؛ بحيث تكون جميع المعاملات التي تتم فيها منضبطة بالضوابط الشرعية، ولذلك يتوجب أن تكون خالية من جميع الانحرافات والممارسات الغير أخلاقية السائدة في الأسواق المالية التقليدية، وهي تخضع لهيئة الرقابة الشرعية للتأكد من خلوها من كافة المحظورات الشرعية وضمان التزامها بقواعد الشريعة في جميع معاملاتها وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى؛

- تؤدي الصكوك الإسلامية دور مهم وكبير في تنشيط السوق المالية الإسلامية الماليزية؛ حيث أن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها يؤدي إلى تدعيم دور السوق من خلال توسيع تشكيلة الأدوات؛ بحيث تشمل صكوك الشركات والصكوك الحكومية ما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية وكذلك من خلال جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافة المحظورات وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة؛

- تساهم السوق المالية الإسلامية الماليزية في دعم مسيرة تطوير الأسواق المالية الإسلامية؛

- يتم تداول الأدوات المالية التي تجيزها الشريعة الإسلامية في السوق المالي الإسلامي ومن بين هذه الأدوات نجد الصكوك الإسلامية؛

- هناك العديد من الصيغ للاستثمار في الصكوك الإسلامية يوفرها سوق رأس المال الإسلامي الماليزي نجد من بينها صكوك الإجارة، صكوك المرابحة، صكوك الاستصناع، المشاركة، مضاربة وأخيرا صكوك البيع بثمن آجل؛

- إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها في السوق المالية؛ حيث أنها تبنى على شروط وضوابط شرعية عامة وخاصة جعلها من أهم الميزات التي تتميز بها الصكوك عن باقي الأدوات المالية، وتقرها اللجان الشرعية المعينة من قبل الجهة المصدرة، عكس الأسهم والسندات، التي لا تتوافر على هذه الضوابط ولا اللجان الشرعية؛
- تعتبر الصكوك أداة تنشيط وتفعيل للأسواق المالية الإسلامية من أجل زيادة حجم وقيمة التداول في السوق؛
- السوق المالي الإسلامي يعد من أكبر يعد من أكبر الأسواق المالية الإسلامية من حيث إصداراته للصكوك الإسلامية وهذا يوضح استقطاب السوق للأموال والتي يهدف أصحابها إلى استثمارها وفقاً للصيغ الإسلامية؛
- الزيادة الملحوظة في حجم مبالغ الصكوك على الرغم من انخفاضها في بعض السنوات تعود إلى تأثيرها بعوامل ومناخ استثماري عام؛
- يمكن القول أنه كلما ارتفعت قيمة الصكوك المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ويشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية؛
- إن الهدف من إصدار وتداول الصكوك الإسلامية هو توفير التمويل اللازم والكافي للقطاعات المختلفة وفق معايير شرعية ومحكمة؛ ولقد استطاعت الصكوك الإسلامية الماليزية أن تساهم بفعالية في دعم مختلف القطاعات الاقتصادية الحكومية والخاصة؛
- يمكن القول أن الصكوك الإسلامية أصبحت بمثابة المنافس والمكمل لأوراق الملكية؛ كونها تأتي بمثابة البديل عن السندات التقليدية ما أدى إلى زيادة نشاط السوق المالية الإسلامية الماليزية؛
- الإقتراحات: هناك بعض الإقتراحات التي يمكن أن نقدمها في مجال تفعيل اللاموساطة المالية من خلال تنشيط السوق المالية:
- إعادة النظر من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية في بعض إصدارات الصكوك مثل صكوك البيع بثمن الآجل وكذلك صكوك المرابحة والتي يطبق فيها بيع العينة وذلك للتأكد من أن جميع الصكوك الإسلامية الماليزية قابلة للتداول على المستوى العالمي؛
- ضرورة القيام بجهد إعلامي كبير للترويج لنشر ثقافة الصكوك الإسلامية في داخل وخارج البلاد الإسلامية لاستقطاب الأموال الإسلامية وذلك من خلال تقديم مؤشرات عن الصكوك الإسلامية بالأسواق المالية ما يساهم في تنشيط سوق التداول؛

ـ ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ومراكز تدريب وعقد مؤتمرات وحلقات نقاش لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق الصكوك بشكل خاص والصناعة المالية الإسلامية بشكل عام.

آفاق الدراسة: لا شك أنه رغم الجهد المبذول في إتمام هذا البحث، فإن هذا الأخير لا يخلو من النقائص بسبب عدم قدرتنا على تناول كل نواحي الموضوع بالتفصيل، إلا أنه يمكن أن يكون هذا البحث جسراً يربط بين بحوث سبقت فأضاف إليها بعض المستجدات، لإثرائها وبعثها من جديد، وبحوث مقبلة كتمهيد لمواضيع يمكنها أن تكون إشكالية لأبحاث أخرى نذكر منها:

ـ أثر تداول الأدوات المالية الإسلامية على نشاط الأسواق المالية العربية؛

ـ دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير وتنشيط السوق المالية الإسلامية؛

ـ دراسة تقييمية تحليلية لأسواق رؤوس الأموال الإسلامية؛

ـ دور الجهات الرقابية والشرعية لحوكمة الصكوك الإسلامية؛

ـ تقييم تجارب إصدار الصكوك الإسلامية في مختلف الدول.

قائمة المرجع

أولاً: الكتب

- (1) أمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، ط1، الشرقية، تونس، 2017، ص ص 121-122.
- (2) مسعودة نصبه، تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس المال الإسلامي، ط1، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2018-2019.
- (3) أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط1، دار السلام، القاهرة، مصر، 2009.
- (4) مريم خليفة المخمري، الإطار النظري للصكوك الإسلامية، دائرة المالية.

ثانياً: الرسائل الجامعية

- (5) شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2013-2014.
- (6) الشيخ بن قايد، دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية (دراسة التجربة الماليزية 2007-2008)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2019-2020.

- (7) أمال عبد الوهاب عمري، الصكوك دراسة فقهية مقارنة، ط1، الشرقية، تونس، 2017.
- (8) نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، رسالة الماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007.

ثالثاً: المجلات والمؤتمرات العلمية

- (9) مايا إبراهيم فتني (وآخرون)، "الصكوك وآثارها على السوق المالي الإسلامي: ماليزيا نموذجاً"، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، ع02، مج10، ديسمبر 2019.
- (10) وسيلة بوزمارن وناصر المهدي، "تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الجديد، مج01، ع16، جامعة خميس مليانة، 2017، ص ص 43-44.
- (11) بن علي بلعوز وعبد الكريم قندوز، "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، الملتقى الوطني الثاني حول: السوق المالية الإسلامية (التجربة الماليزية وإمكانية الاستفادة منها)، شلف، الجزائر، 24-25 أبريل 2007، ص 259.
- (12) صبرينة عتروس، "السوق المالية الإسلامية: المفهوم والأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية(البحرين)", مجلة الاجتهاد القضائي، ع11، د س ن.
- (13) جمال لعامرة وحدة رايس، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 21 و22 نوفمبر 2006.

- 14) سندس حميد موسى، "تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة السودان نموذجاً"، مجلة كلية للعلوم الإنسانية، ع21، كلية الإدارة والاقتصاد، الكوفة، العراق، 2018.
- 15) عائشة بوبريمة، "أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين"، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ع01، مج34، 05.08.2020، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، 2020.
- 16) يوسف تبرى، "الصكوك الإسلامية ومخاطرها وآليات معالجتها"، مجلة الاقتصاد الجديد، ع13، مج02، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2015.
- 17) عبد الله عيجولي (وآخرون)، "معوقات الصكوك الإسلامية وسبل نجاحها"، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، ع01، مج14، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2022.
- 18) ا خير الدين معطى الله ورفيق شرياق، الملتقى الوطني حول: الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، " مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي"، جامعة قالة، الجزائر، يومي 03 و04 ديسمبر 2012.
- 19) نهاد طوابية، "الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي لتحقيق التنمية الاقتصادية وسد العجز الموازني، ماليزيا أنموذجاً"، مجلة البشائر الاقتصادية، ع02، مج05، 26.05.2019، جامعة العربي تبسي، تبسة، الجزائر، 2019.
- 20) فاطنة بخاري، "دور الصكوك الإسلامية كالية لتنشيط السوق المالي التجربة الماليزية في السوق المالية الاسلامية"، مجلة اقتصاد المال والاعمال، ع02، مج02، 31.12.2017، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2017.
- 21) شافية كتاف، "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ع14، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر، 2014.
- 22) رقية بوطويل وصبرينة بوخاري، "الابتكار المالي الإسلامي - تجربة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي -"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، مج8، ع16، 30 ديسمبر 2021، جامعة البليدة2، علي لونيبي، الجزائر.
- 23) مسعودة نصبه وناصر محدة، "إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية - حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا -"، مجلة العلوم الإنسانية، ع48، سبتمبر 2017، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017، ص ص109-110.
- 24) كهينة رشام، "الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك الإسلامية ودورها في تفعيل السوق المالية الإسلامية الدولية - بورصة ماليزيا نموذجاً خلال الفترة 2008-2020 -"، مجلة دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، مج13، ع5، أكتوبر 2021، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2021.

- 25) محسن بن حبيب، "الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية الاقتصادية. تجربة ماليزيا انموذجا"، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ع02، مج 33، 2019/09/30، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، س 2019.
- 26) محمد لخضر بوساحة (وآخرون)، "واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا وآفاق استفادة السوق المالي الجزائري منها"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، مج 07، ع01، 2023/03/15، جامعة تيسمسيلت، الجزائر، 2023.
- 27) صابر رشيد، "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين الماليزي خلال فترة 2008-2020"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، ع28، مج18، 2022/03/03، جامعة حسيبة بن بو علي، شلف، الجزائر، س2022.
- 28) حسيبة برحمة برخشي، " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامية_ التجربة الماليزية"، مجلة الاقتصاد الجديد، ع01، مج13، مخبر جغرافيا الاقتصادية والتبادل الدولي المركز الجامعي مرسلي عبد الله، تيبازة، 2022.
- 29) مصطفى العرابي وسعدية حمو، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد_ ماليزيا أنموذجا"، مجلة البشائر الاقتصادية، ع01، مج 03، جامعة طاهري محمد، بشار، 2017.