



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع :/2016

القسم: علوم التسيير
الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم التسيير
التخصص: مالية و بنوك

مذكرة بعنوان :

دور الصكوك المالية الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية

دراسة حالة سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2001 – 2014)

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص " مالية و بنوك "

إشراف الأستاذة:

إعداد الطالب:

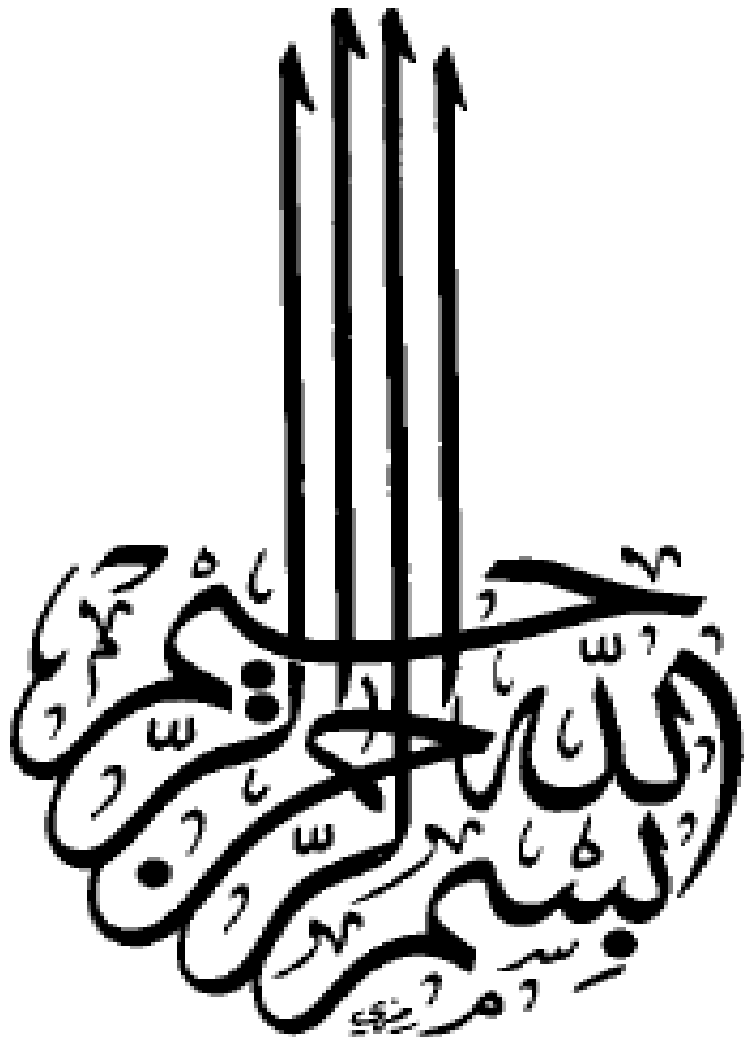
د. عيساوي سهام

كيش محمد

لجنة المناقشة :

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	بنون خير الدين
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	كافي فريدة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	عيساوي سهام

السنة الجامعية: 2015/2016



شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين محمد

صلى الله عليه وسلم

بعد حمد الله وشكره على توفيقه لي في إنجاز هذا العمل

أتوجه بالشكر والتقدير إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا البحث، وأتوجه بالشكر إلى جميع أساتذة معهد العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، على ما قدموه من ملاحظات ونصائح وإرشادات ساهمت في توضيح الرؤية في إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة المشرفة "الدكتورة عيساوي سهام" التي تفضلت بقبول الإشراف على هذا العمل وعلى ما قدمته من نصائح وتوجيهات ساهمت في تذليل الصعوبات والعراقيل التي واجهتنا لوضع البحث في صورته النهائية.

وأشكر في الأخير لجنة المناقشة على قبول مناقشة هذا العمل.

إهداء

أهدي هذا العمل إلى والدي الكريمين حفظهما الله

شكرا وتقديرا لتضحياتهم

من أجل إتمام مشواري الدراسي.

إلى كل أفراد العائلة، والأصدقاء، وأساتذتي الأفاضل.

إلى زملاء الدراسة طلبة الماستر مالية وبنوك.

إلى كل من ساهم في إتمام هذا العمل.

المخلص:

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية المبتكرة والمستحدثة التي إحتلت مكانة هامة في أسواق الأوراق المالية بمختلف أنواعها وأشكالها، وذلك للدور الكبير الذي تلعبه في تنشيط وتفعيل هذه الأسواق، لذلك تطرقت هذه الدراسة إلى دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية، من خلال عرض التجربة الماليزية في هذا المجال، والتي تعتبر من الدول الرائدة في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

وقد خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية في ماليزيا تلعب دورا فعالا في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال الدور الذي تلعبه في جذب رؤوس الأموال من مختلف أنحاء العالم، بهدف توفير السيولة اللازمة لتمويل الإستثمارات سواء الخاصة أو الحكومية وتلبية إحتياجاتها المالية، وهو ما أدى لإزدهار صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا رغم تعرضها للعديد من الإعتراضات خاصة فيما يتعلق بالضوابط الشرعية التي تحكم إصدار بعض أنواع الصكوك الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الصكوك الإسلامية، ماليزيا.

Abstract:

Islamic Sukuk considered from the most important innovative and developed financial instruments, which occupied important place at the stock market with various kinds and forms, because of significant role it plays to activate these markets, therefore this study addressed the role of Islamic Sukuk in the revitalization of the stock market, through the presentation of the Malaysian experience in this area, which is considered a leader in the issuance and trading of Islamic Sukuk states.

The study concluded that the Islamic Sukuk in Malaysia plays an active role in stimulating and activating the stock market, through the role it plays in attracting capitals from around the world, in order to provide the necessary liquidity to finance investments whether private or government and meet their financial needs, which led to the growth of Islamic Sukuk industry in Malaysia despite the exposure of Sukuk from many objections particularly in term of legitimacy controls relating certain types of Islamic Sukuk.

Keywords: Stock Market, Islamic Sukuk, Malaysia.

-	شكر وتقدير
-	الإهداء
I	الملخص
II	فهرس المحتويات
VI	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
IX	فهرس الملاحق
أ - هـ	مقدمة عامة
1	الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
3	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية
5	الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية
6	الفرع الثالث: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية
7	المطلب الثاني: أنواع سوق الأوراق المالية
9	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية
9	الفرع الأول: إدارة بورصة الأوراق المالية
10	الفرع الثاني: المبادئ العامة لتنظيم عمليات سوق الأوراق المالية
11	الفرع الثالث: المتعاملون والأوامر وأنظمة تسعير الأوراق المالية
16	المبحث الثاني: أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية
16	المطلب الأول: الأسهم
16	الفرع الأول: الأسهم العادية
20	الفرع الثاني: الأسهم الممتازة
22	المطلب الثاني: السندات
22	الفرع الأول: تعريف السندات
23	الفرع الثاني: أنواع السندات
24	الفرع الثالث: مزايا ومخاطر السندات

26	المطلب الثالث: المشتقات المالية
26	الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية
26	الفرع الثاني: الخصائص المميزة للمشتقات المالية
27	الفرع الثالث: أنواع المشتقات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
31	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها
31	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية
31	الفرع الأول: تعريف السوق الكفاء وخصائصه
32	الفرع الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية
33	الفرع الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
34	المطلب الثاني: مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية
38	خلاصة الفصل
39	الفصل الثاني: الصكوك الإسلامية
40	تمهيد
41	المبحث الأول: مفاهيم حول الصكوك الإسلامية
41	المطلب الأول: ماهية الصكوك الإسلامية
41	الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية
43	الفرع الثاني: فكرة الصكوك الإسلامية، خصائصها وأهدافها
45	المطلب الثاني: آلية وضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية
45	الفرع الأول: الأطراف المشاركة في عملية إصدار الصكوك الإسلامية
46	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية
49	الفرع الثالث: العمليات على الصكوك الإسلامية
51	المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأدوات المالية
51	الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والسندات
52	الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والأسهم
54	المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية
54	المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود الشراكة
54	الفرع الأول: صكوك المضاربة
56	الفرع الثاني: صكوك المشاركة

58	الفرع الثالث: صكوك المزارعة، المساقاة والمغارسة
59	المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع
59	الفرع الأول: صكوك السلم
61	الفرع الثاني: صكوك الإستصناع
64	الفرع الثالث: صكوك المرابحة
66	المطلب الثالث: الصكوك القائمة على عقود الإجارة (صكوك الإجارة)
66	الفرع الأول: تعريف صكوك الإجارة
67	الفرع الثاني: خصائص صكوك الإجارة
69	الفرع الثالث: أنواع صكوك الإجارة
70	المبحث الثالث: دور وأهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية
70	المطلب الأول: أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية
72	المطلب الثاني: واقع الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا
73	الفرع الأول: الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001- 2014)
74	الفرع الثاني: تطور إصدار الصكوك الإسلامية حسب البلد
74	الفرع الثالث: تطور إصدار الصكوك الإسلامية حسب النوع
75	المطلب الثالث: المعوقات والتحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية
78	خلاصة الفصل
79	الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الأوراق المالية الماليزية
80	تمهيد
81	المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية
81	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية
81	الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية
82	الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية
84	الفرع الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية
85	المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية
89	المطلب الثالث: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية
89	الفرع الأول: الهيئة الرقابية العليا (هيئة الأوراق المالية الماليزية)
90	الفرع الثاني: الجهات الرقابية الفرعية

92	المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية في ماليزيا
92	المطلب الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية ودوافع الإستثمار فيها في ماليزيا
92	الفرع الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا
95	الفرع الثاني: دوافع الإستثمار في الصكوك الإسلامية في ماليزيا
98	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا
98	الفرع الأول: أنواع الصكوك الإسلامية الماليزية حسب الجهة المصدرة
99	الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الشراكة
105	الفرع الثالث: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد البيع
110	الفرع الرابع: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الإجارة (صكوك الإجارة)
114	المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في إنعاش سوق الأوراق المالية الماليزية
114	المطلب الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا
114	الفرع الأول: تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014)
115	الفرع الثاني: تطور إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا
116	المطلب الثاني: مكانة الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية
116	الفرع الأول: مكانة الصكوك الإسلامية بالنسبة للسندات
118	الفرع الثاني: مكانة الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية
119	المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية حول الصكوك الإسلامية
119	الفرع الأول: مساهمة الصكوك الإسلامية في إنعاش سوق الأوراق المالية الماليزية
120	الفرع الثاني: الخصائص المميزة للتجربة الماليزية
122	الفرع الثالث: مشاكل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية
123	خلاصة الفصل
124	خاتمة عامة
129	قائمة المراجع
137	الملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
25	الفرق بين السند والسهم	(1-1)
101	نسبة إصدار صكوك المضاربة المصدرة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014)	(1-3)
103	نسبة إصدار صكوك المشاركة المصدرة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014)	(2-3)
105	نسبة إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار في ماليزيا خلال الفترة (2011-2014)	(3-3)
107	نسبة إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014)	(4-3)
110	نسبة إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014)	(5-3)
113	نسبة إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014)	(6-3)

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
55	نموذج تنظيم عملية صكوك المضاربة	(1-2)
57	نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة	(2-2)
61	هيكل صكوك السلم	(3-2)
63	إجراءات وآليات إصدار صكوك الإستصناع	(4-2)
66	تنظيم عملية صكوك المرابحة	(5-2)
68	تنظيم عملية صكوك الإجارة	(6-2)
73	إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا خلال الفترة (2001- 2014)	(7-2)
74	إصدارات الصكوك الإسلامية حسب البلد خلال الفترة (2001- جوان 2014)	(8-2)
75	إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال الفترة (2001- جوان 2014)	(9-2)
99	آلية إصدار صكوك المضاربة في التجربة الماليزية	(1-3)
102	آلية إصدار صكوك المشاركة في التجربة الماليزية	(2-3)
104	آلية إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار في ماليزيا	(3-3)
106	آلية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل و المرابحة في ماليزيا	(4-3)
109	آلية إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا	(5-3)
111	آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا	(6-3)
112	آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا	(7-3)
114	تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014)	(8-3)
116	تطور حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2009- 2014)	(9-3)
117	تطور إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة (2001- 2014)	(10-3)
118	تطور نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية	(11-3)
119	تطور نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في السوق المالي الإسلامي في ماليزيا	(12-3)

الصفحة	اسم الملحق	رقم الملحق
138	جدول يمثل تطور إصدار الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة (2001-2014)	1
139	جدول يمثل إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة (2001- جوان 2014)	2
140	جدول يمثل إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب النوع خلال الفترة (2001- جوان 2014)	3
141	مقارنة تطور إصدار الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة (2001- 2014)	4
142	جدول يمثل حجم الصكوك المدرجة في بورصة ماليزيا	5
143	جدول يمثل نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية	6
144	جدول يمثل نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا	7

مقدمة عامة

أدى التطور الإقتصادي والصناعي الكبير الذي شهدته معظم دول العالم خاصة الدول الرأسمالية، إلى زيادة الإهتمام بمصادر التمويل لتلبية الإحتياجات المالية اللازمة للقيام بأنشطتها الإستثمارية، وهو ما زاد من أهمية تطوير الأسواق المالية، حيث أصبح وجودها ضروريا من أجل توفير السيولة وجذب المدخرات من أجل الرفع من وتيرة الإستثمار وتحقيق التنمية الإقتصادية.

كما أدى هذا التطور الكبير في الجانب الإقتصادي والصناعي، إلى إرتفاع عدد المستثمرين والشركات وتنوع أنشطة الإستثمار، مما ساهم في ظهور أنواع عديدة ومختلفة من الأوراق المالية، والتي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية التي تعتبر حلقة الوصل بين أصحاب الفائض المالي الباحثين عن فرص مناسبة لتوظيف أموالهم، وأصحاب العجز المالي الذين هم في حاجة إلى السيولة لتغطية إحتياجاتهم. لذلك تعتبر سوق الأوراق المالية الركيزة الأساسية للنهوض بإقتصاديات الدول، حيث تعتبر المرآة العاكسة لإقتصاد الدولة لما لها من دور فعال في تحقيق التوازن الإقتصادي لها.

إن التطور الكبير الذي شهدته الصناعة المالية الإسلامية من خلال زيادة عدد البنوك الإسلامية والمؤسسات التي تعتمد في تعاملاتها على مبادئ الشريعة الإسلامية، حتم ضرورة إبتكار أدوات مالية جديدة تتصف بصفة الشرعية، لتكون بديلا للأدوات المالية التقليدية التي تعتمد على الربا، هذا ما سمح لفئة كبيرة من الأفراد المعارضين للمعاملات الربوية، بتوظيف مدخراتهم والإستثمار في مختلف الأدوات المالية الإسلامية، لعل من أهمها الصكوك الإسلامية.

تعتبر الصكوك الإسلامية واحدة من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، التي رغم حداثة شهدتها رواجاً كبيراً في أسواق الأوراق المالية للعديد من دول العالم، إذ لاقت هذه الصكوك قبولا كبيرا من طرف المستثمرين في الدول الإسلامية، وحتى غير الإسلامية.

تعتبر ماليزيا من البلدان الرائدة في مجال صناعة الأدوات المالية الإسلامية، خاصة الصكوك التي شهدت نجاحات كبيرة في سوق الأوراق المالية الماليزية، نظرا للإهتمام الكبير الذي أولته الحكومة الماليزية لهذه الأداة، من خلال تسهيل عمليات الإصدار ومنح الإعفاءات الضريبية لمصدريها، بهدف زيادة وتيرة التعامل بهذه الصكوك من أجل دعم وتنشيط سوق الأوراق المالية، وتوفير السيولة، والرفع من وتيرة النشاط الإقتصادي للدولة.

أولا: طرح الإشكالية

يمكن طرح إشكالية الدراسة من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية؟

تدرج تحت التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هي الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؟
2. ماهي الصكوك الإسلامية، وماهي المبادئ التي تقوم عليها؟

3. هل برز دور الصكوك الإسلامية في تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

من أجل الإجابة على التساؤلات السابقة نضع الفرضيات التالية:

1. يتم تداول العديد من الأدوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية كالأسهم والسندات، بالإضافة إلى المشتقات المالية والأدوات المالية الإسلامية كالصكوك.
2. تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية المستحدثة التي شهدت روجا كبيرا خاصة من طرف المسلمين نظرا لكونها تقوم على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية، والتي يمكن تداولها بيعا وشراء في أسواق الأوراق المالية، بإعتبارها البديل الشرعي للسندات التقليدية ذات المعاملات الربوية.
3. عرفت الصكوك الإسلامية في ماليزيا تطورا كبيرا في حجم إصداراتها منذ نشأتها، وهو ما انعكس بالإيجاب على سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وذلك لما توفره هذه الصكوك من سيولة وسرعة في التداول داخل السوق.

ثالثا: أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في التعرف على الصكوك الإسلامية، بإعتبارها أحد منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي شهدت نموا كبيرا في مختلف الأسواق المالية العالمية، ومختلف أشكالها وأنواعها، والمبادئ الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها، بإعتبارها البديل الإسلامي للأدوات المالية التقليدية والمنافس لها، بالإضافة لقدرتها على التقليل من المخاطر وتطوير أسواق الأوراق المالية.

رابعا: أسباب إختيار الموضوع

توجد أسباب متعددة دفعتنا إلى إختيار الموضوع والبحث فيه تتمثل فيما يلي:

1. محدودية الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، مما جعله موضوعا حيويا ومفتوحا وذلك لحدثة الصكوك الإسلامية مما جعلها مجالا خصبا للدراسة.
2. محاولة إبراز مميزات المنتجات المالية الإسلامية خاصة الصكوك، وإظهار ما تتمتع به من إيجابيات، من أجل زيادة الوعي والإهتمام بمجال التمويل الإسلامي الذي لا يقل أهمية عن المجالات الأخرى.
3. إكتساب موضوع الصكوك الإسلامية أهمية بالغة في السنوات الأخيرة، نظرا لزيادة الإهتمام بهذه الصكوك في مختلف دول العالم سواء الدول الإسلامية وغير الإسلامية، وإحتلالها مكانة هامة في الأسواق المالية لهذه الدول.

خامسا: منهج الدراسة

من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع، إعتدنا على المناهج التالية:

- المنهج التاريخي: إستخدمنا هذا المنهج خلال التطرق لمختلف المراحل التاريخية المتعلقة بنشأة وتطور سوق الأوراق المالية والصكوك الإسلامية.
- المنهج الوصفي: إستخدمناه في التعرف على مختلف المفاهيم النظرية لأسواق الأوراق المالية والصكوك الإسلامية.
- المنهج التحليلي: إستخدمنا هذا المنهج في تحليل مختلف البيانات الإحصائية المتعلقة بتطور إصدار الصكوك الإسلامية عالميا وفي ماليزيا، وتحليل الأشكال البيانية المتعلقة بآليات إصدار الصكوك ودورها في سوق الأوراق المالية الماليزية.

سادسا: الدراسات السابقة

من بين الدراسات التي تناولت موضوع دراستنا نذكر ما يلي:

1. دراسة محمد غزال بعنوان: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية)، وهي عبارة عن مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، مقدمة إلى جامعة فرحات عباس سطيف، 2012-2013. تتمثل إشكالية هذه الدراسة في: ما هو دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية؟ وقد تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى الإطار النظري لسوق الأوراق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها، ومؤشراتها وكفاءتها، بالإضافة إلى مفهوم الصكوك الإسلامية والفرق بينها وبين الأوراق المالية الأخرى، والأهمية الإقتصادية لها على المستوى الجزئي والكلي، ثم إنتقل إلى دراسة أثر نشاط إصدار الصكوك الإسلامية على مؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال دراسة الارتباط بين إصدار الصكوك ومختلف مؤشرات السوق. وقد توصل في الأخير إلى وجود أثر إيجابي لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (1990-2012)، ووجود أثر سلبي خلال الفترة (1990-2000). بينما في دراستنا سنقوم بدراسة تحليلية للدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2001-2014).

2. دراسة عبد الحميد فيجل بعنوان: تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال (التجربة الماليزية نموذجا)، وهي عبارة عن مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، مقدمة إلى جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2014-2015. تتمثل إشكالية هذه الدراسة في: إلى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في تفعيل وتطوير أسواق رأس المال الإسلامي؟ وقد تطرق الباحث في دراسته إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالسوق المالية ككل من المنظور التقليدي، ثم تطرق إلى سوق رأس المال الإسلامي من حيث المفاهيم والأدوات المتداولة والرقابة الشرعية، بالإضافة إلى المفاهيم المتعلقة بالتصكيك مع التركيز

على الصكوك الإسلامية وإبراز خصائصها وأنواعها وأهميتها الإقتصادية والتنموية، ثم تطرق إلى تأثير الصكوك على حركية ونشاط سوق رأس المال الإسلامي ومدى مساهمتها في توفير السيولة لمختلف المصارف والمؤسسات، ودور هذه الصكوك في تحقيق الإستقرار في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال دراسة مؤشرات حجم السوق، ومؤشر حجم التداول ومؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية، وقد توصل إلى أن هذه المؤشرات سجلت إرتفاعا في قيمتها خلال الفترة (2001- 2014). بينما سنحاول في دراستنا التركيز على سوق الأوراق المالية الماليزية بشكل عام من خلال دراسة دور إصدار وإدراج الصكوك الإسلامية في تنشيطها وتفعيلها.

3. دراسة مفتاح صالح وسلطان مونية بعنوان: الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، وهي عبارة عن مقالة في مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، العدد الثالث عشر، جوان 2013، جامعة محمد خيضر بسكرة. تتمثل إشكالية هذه الدراسة في: ما هي الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية؟ وما هو تطورها في ماليزيا؟ حيث تعرضت هذه الدراسة إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية والمبادئ والأسس التي تقوم عليها، والأدوات المتداولة فيها بمختلف أنواعها، كما تم التطرق إلى الصكوك الإسلامية ومختلف أنواعها ودراسة تطور حجم إصدارها، لتخلص الدراسة إلى أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يقوم على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا من خلال سعي السلطات الماليزية إلى أسلمت هذا المرفق الهام في الإقتصاد. بينما سنركز في دراستنا على الصكوك الإسلامية فقط من بين الأدوات المالية الإسلامية ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية بشكل عام.

4. دراسة نوال بن عمارة بعنوان: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية (تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين)، وهي عبارة عن مقالة في مجلة الباحث، العدد 2011/09، جامعة قاصدي مرباح ورقلة. وتتمثل إشكالية هذه الدراسة في: ما هو دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية؟ تطرقت هذه الدراسة إلى الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها وتحديات تطويرها، بالإضافة إلى إبراز دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير هياكل الأدوات والعقود المالية من أجل تأسيس سوق مالية تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى ضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية تحكمها ضوابط الشريعة الإسلامية، والإستفادة من الإعتراف الدولي للصكوك الإسلامية في تطوير سوق مالية إسلامية في البحرين. بينما سنركز في دراستنا على تطور الصكوك الإسلامية على مستوى سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

سابعاً: هيكل الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول نلخصها فيما يلي:

- **الفصل الأول:** تحت عنوان الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا في هذا الفصل إلى ماهية سوق الأوراق المالية من نشأة وتعريف وخصائص وأنواع، بالإضافة إلى التعريف بمختلف الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق من أسهم وسندات ومشتقات، مع الإشارة إلى أنواعها وخصائصها، كما سيتم التطرق إلى كفاءة السوق بمختلف مستوياتها ومتطلباتها ومؤشرات التي تقوم عليها.
- **الفصل الثاني:** تحت عنوان الصكوك الإسلامية، حيث تعرفنا من خلال هذا الفصل على الصكوك الإسلامية والضوابط التي تقوم عليها، وكذا الفرق بينها وبين الأدوات المالية الأخرى، بالإضافة إلى الأنواع والأشكال التي تتخذها هذه الصكوك، ومدى أهميتها في سوق الأوراق المالية، كما سنتطرق إلى تطور الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية، وتطورها حسب البلدان والأنواع، مع الإشارة لمختلف التحديات التي تواجه إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
- **الفصل الثالث:** تحت عنوان دراسة حالة سوق الأوراق المالية الماليزية، حيث تم تطبيق إشكاليتنا على السوق الماليزي، فمن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية وأقسامها والجهات الرقابية المنظمة لعملها، بالإضافة إلى مراحل تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا وأنواعها ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال إستعراض أحجام إصداراتها وإدراجها ومقارنتها مع السندات التقليدية، وإبراز المكانة التي تحتلها في السوق الماليزي التقليدي والإسلامي، مع الإشارة إلى مدى تأثرها بالأزمة المالية العالمية، والإعتراضات والمشاكل التي تواجهها.

الفصل الأول

الإطار النظري لسوق الأوراق

المالية

تمهيد:

أدت التطورات الكبيرة التي عرفتھا مختلف المجالات الإقتصادية، الصناعية والإجتماعية إلى التزايد المستمر للإحتياجات المالية للمشروعات الإستثمارية ومنه السعي إلى البحث عن مصادر جديدة لتوفير الأموال اللازمة لتلبية هذه الإحتياجات.

ومن بين أهم المصادر لتوفير هذه الأموال نجد سوق الأوراق المالية التي تلعب دورا هاما في الجمع بين أصحاب الفائض المالي الباحثين عن فرص سانحة لإستثمار أموالهم، وأصحاب العجز المالي الباحثين عن التمويل بتكلفة مناسبة وبشروط معينة، حيث تحظى هذه السوق بأهمية كبيرة ومكانة هامة من قبل معظم دول العالم نظرا لما تلعبه من دور فعال في تحقيق النمو الإقتصادي.

لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل التعريف بمختلف الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية، من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا بارزا في حشد الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز المالي لتوفير فرص لإقامة مشاريع إستثمارية جديدة ودعم المشاريع الكبرى وتوسيعها بما يخدم أهداف التنمية الإقتصادية.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية قديمة العهد، حيث ظهرت منذ القدم ومرت بالعديد من مراحل التطور على مر السنوات من خلال مواكبة التطورات الإقتصادية والإبتكارات الحديثة التي عرفها العالم.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية

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

ويرجع بعض الكتاب كلمة بورصة إلى معنيين:

الأول: هو اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه (فان دي بورس)، ولذلك أطلق لفظ بورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء.

الثاني: فندق في مدينة بروج، كانت تزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاث أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصرف الأعمال.¹

وقد أقيمت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 على جسر عرف بإسم جسر الصرافة (Pont au change)، أما أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الإسم فهو بناء مدينة إنفرس ببلجيكا عام 1460.

على أن وجود البورصات كأسواق يجتمع بها التجار للبيع والشراء كان سالفا لهذا التاريخ فالرومان أنشأوا لإجتماع التجار ما يسمى كولييجيوم ميركاتوروم (Collegium Mercatorum) وفي جميع المجتمعات اللاحقة وجدت الأسواق التي تجمع بين المتعاملين من الباعة والمشتريين وكانت هذه الأسواق إما خاصة بنوع معين من البضائع والسلع أو بأنواع مختلفة من السلع والبضائع كالأسواق الموسمية.² وتستند فكرة سوق الأوراق المالية على نظرية آدم سميث، التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية. وقد إنعكست هذه العلاقة على التطورات المالية، وما يترتب على ذلك من

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، (دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2010)، ص 161.

² عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد إقتصاديات الإستثمارات المالية، (دار الكتاب الحديث، مصر، 2010)، ص 6.

إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم سوق بشكل عام والأدوات التي يتم التعامل بها في تلك السوق.¹

لم تنشأ بورصات الأوراق المالية بهيكلها ونظمها وإدارتها اليوم بصورة فجائية بل هناك مراحل لنشوء هذه الأسواق يمكن تقسيمها نظريا إلى أربعة مراحل:

1- مرحلة إنشاء بورصات البضائع:

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن أدى إلى إزدحام السكان فيها وبذلك أصبح تمويل هذه المدن تمويلا منظما بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، فإقتضى هذا وجود سوق عالمي للإتجار بالحاصلات الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربيين، ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الإتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحصولات سميت بورصة البضائع.²

وكانت أسواق البضائع مؤقتة ولكنها تطورت إلى أن أصبحت دائمة الإنعقاد في القرن السادس عشر وعرفت هذه الأسواق منذ ذلك التاريخ بالبورصات.³

2- مرحلة التعامل بالأوراق المالية:

بدأت فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الأذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسة الصرف من أجل هذا التداول، وفي إنجلترا سنة 1688م، كان التعامل يتم في سندات الإئتمان وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599م.⁴

مع ذلك وحتى النصف الثاني من القرن السابع عشر لم تكن الأسواق تعمل كبورصات منظمة وذلك على الرغم من ظهور بعض الشركات المساهمة قبل هذا الوقت فكانت أول شركة مساهمة أنشأت في العالم هي شركة روسيا Russia Company في عام 1553.⁵

3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:

ذكرنا أن التعامل في الأوراق المالية كان يجري في بورصة البضائع، بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق الذي يكون قريبا من بورصة البضائع، والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة.

4- مرحلة إستقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 161-162.

² علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، (دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، الأردن، 2012)، ص 19-20.

³ عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، (منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2009)، ص 39.

⁴ علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص 20.

⁵ عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص 40.

صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بأعبائها المالية، فبنمو الإقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية، ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى أملى ذلك ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن البورصات المشهورة في العالم، والتي إستقلت بمبانيها ونظمها في وقت مبكر، بورصة لندن ونيويورك وطوكيو.¹

الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية

توجد العديد من التعاريف لسوق الأوراق المالية نستعرض بعضها فيما يلي:
تعرف سوق الأوراق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.²
كما تعرف كذلك بأنها: الإجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات شراء البضائع والأوراق المالية وبيعها وقد يطلق هذا اللفظ على مكان الإجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد.³

يمكن تعريفها أيضا المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات بيعا وشراء، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها رأس المال من وحدات الإدخار الرئيسية (أفراد، مؤسسات) إلى وحدات الإستثمار (مشاريع الأعمال والدولة).⁴

ويقصد بها كذلك السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية. ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.⁵

¹ علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص 2.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة، (دار أسامة، الطبعة الأولى، الأردن، 2008)، ص 17.

³ وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، (دار المستقبل، الطبعة الأولى، الأردن، 2010)، ص 226.

⁴ دينا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الإقتصادي، مجلة تنمية الرافدين: (المجلد 31، العدد96، 2009، جامعة الموصل)، ص 57.

⁵ ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008)، ص 5.

تعرف كذلك بأنها: السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل القناة الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة مما يساعد على تنمية الإيداع وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد.¹

من خلال التعاريف السابقة يمكن إستخلاص التعريف التالي لسوق الأوراق المالية:

"سوق الأوراق المالية هي الإطار الذي يتم من خلاله تداول مختلف الأوراق المالية، بهدف توجيه رؤوس الأموال من المدخرين إلى المستثمرين من أجل تلبية إحتياجاتهم المالية، وقد تكون منظمة أين يتم عقد الصفقات داخل البورصة، أو قد تكون غير منظمة من خلال عقد الصفقات خارج البورصة أو عن طريق وسائل الإتصال الحديثة".

الفرع الثالث: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص كما تقوم بمجموعة من الوظائف يمكن توضيحها كما يلي:

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية

- حتى تقوم سوق الأوراق المالية بمهامها بشكل فعال يجب أن تمتاز بمجموعة من الخصائص وهي:
- توزيع الإيداعات والفوائض النقدية (كفاءة تخصيص الموارد) بين الفرص الإستثمارية والأنشطة الإقتصادية المتاحة بكفاءة تخصيصية عالية، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ضمان النمو المتوازن بين كافة القطاعات الإقتصادية العاملة في المجتمع وبالتالي الإستحواذ على رضا كل من المدخر والمستثمر في وقت واحد، وفي المحصلة الوصول إلى الأسعار التوازنية.²
 - تساعد المستثمر على سرعة إتمام عمليات البيع والشراء للصكوك علاوة على أنها تساهم في معرفة الأسعار أولاً بأول لإتخاذ القرار الإستثماري المناسب بشأن التعاملات ولا سيما أن المعلومات تطرح في البورصة لدى الكافة.³
 - تشغيل عمليات البيع والشراء بأقل قدر ممكن من تكاليف الوساطة وتكاليف تحويل ونقل الملكية (كفاءة التشغيل)، بما يضمن الانتقال السريع للأموال بين المدخرين والمستثمرين أو العكس، ومن ثم زيادة معدل الدوران وضمان عائد مجدي لكل من البائع والمشتري دون مبالغة وبالتالي تحقيق الإستخدام الأمثل للموارد.

¹ علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص 18.

² فيصل محمود الشاوره، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعملية، (دار الوائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2008)، ص 48.

³ عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص ص 34-35.

- إمكانية تحويل وإسترجاع الأموال والموارد (كفاءة السيولة) من وإلى النقدية في أي وقت يريده المستثمر بأكبر قدر من العوائد وبأقل قدر من الخسائر وبالتالي تكون الأسعار حقيقية ومعبرة إلى حد ما عن المعلومات المتاحة.
- توفير المعلومات التاريخية والإستجابة السريعة لأية أحداث جديدة (كفاءة السوق) خاصة فيما يتعلق منها بأسعار البيع، وحجم وحركة التداول، وبالتالي ضمان أن لا يستطيع أي شخص أن يحقق أرباحا غير عادية.¹

ثانيا: وظائف سوق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف أهمها:

- تشجيع الإدخار وتسهيل عمليات الإستثمار: ففي بعض الأوقات يكون هناك فائض مالي لدى الشركات أو الأفراد إما لموسمية أعمالهم أو لوجود كساد مؤقت يطرأ على هذه الأعمال مما ينتج عن ذلك فائض من السيولة. لذا فإنهم يلجأون إلى إستثمار هذا الفائض في أوراق مالية عن طريق البورصة مع ثقتهم بإمكانية تسهيل هذه الإستثمارات وقت الحاجة إليها.²
- جلب رؤوس الأموال من المدخرين أو الممولين وفتح قنوات الإستثمار أمام المستثمرين.
- تيسير سبل البيع والشراء بين المتعاملين كافة والمحافظة على قدر معين من السيولة.
- نشر الوعي الإستثماري بين المدخرين والمقترضين.
- إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشتريين وبائعين دائمين.
- تخفيض تكاليف إنتقال الأموال بين المستثمرين.
- المساعدة على التنبؤ بإتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل.
- توفير المعلومات وتحقيق عوائد مجزية لكل من المقرضين والمقترضين.³

المطلب الثاني: أنواع سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف أسواق الأوراق المالية (البورصات) إلى أنواع عديدة حسب التقسيمات التالية:

أولاً: من حيث ما يتداول فيها من قيم ومنتجات (سلع)

- ❖ **بورصة البضائع الحاضرة:** وهي سوق يجري التعامل فيها على منتجات ذات طبيعة خاصة وذات أهمية عالمية، كالقطن، والسكر، والبن، والقمح، والمطاط...إلخ، وتعرف بورصة البضائع (بالبورصة التجارية).

¹ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص 48.

² عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة البنوك- منشآت التأمين- البورصات، (المكتبة العصرية، الطبعة الأولى، مصر، 2009)، ص 300.

³ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص 59.

- ❖ **بورصة العقود:** هي البورصة التي يكون موضوعها عقود ثنائية مضمونها إلتزامات قائمة على بضائع نموذجية غير موجودة فعليا.
- ❖ **بورصة القطع:** وهي البورصة التي تكون التجارة فيها ذاتها، حيث يتم فيها تبادل العملات عن طريق الصرف العاجل والآجل.
- ❖ **بورصة المعادن النفيسة:** وهي البورصة التي تتداول فيها السلع النفيسة من الذهب والفضة، والبلاتين والألماس.
- ❖ **بورصة الخدمات:** وهي بورصة ذات خدمات كثيرة التنوع في المجالات التي يمكن إستخدامها فيها وأهمها السياحة والفنادق وبورصة التأمين وبورصة النقل وتأجير السفن... إلخ.
- ❖ **بورصة الأفكار:** وهي أحدث أنواع البورصات، والتي تتعلق ببيع الحقوق كحقوق الإختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية ونظم المعلومات... إلخ.
- ❖ **بورصة الأوراق المالية:** وهي سوق منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات وحصص التأسيس وتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب وتنقسم بورصة الأوراق المالية من حيث الوظيفة إلى سوقين:

- **السوق الأولية أو سوق الإصدارات:** وهي السوق التي تنشأ فيها الإصدارات الجديدة.¹
- **السوق الثانوية أو سوق التداول:** حيث يتم تداول الأوراق المالية التي أصدرت سابقا، حيث يعتمد نجاح هذا السوق على السوق الأولية نظرا لعلاقتها ببعض فكلما شهد السوق الثانوي تداولاً أكبر ونشاط أكثر شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وطرح الأسهم للإكتتاب.²

ثانيا: من حيث التسجيل والإعتراف الحكومي

- ❖ **السوق المنظمة (الرسمية):** ويطلق عليها أيضا بورصة الأوراق المالية، وهي تمثل: الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل بالأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق.³
 - ❖ **السوق غير المنظمة:** يستخدم هذا الإصطلاح للدلالة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث لا يوجد مكان محدد للتداول. ويتم التعامل فيها من خلال شبكة كبيرة من الإتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.⁴
- وتنقسم السوق غير المنظمة إلى سوقين هما:

¹ علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص ص 23- 24.

² ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، (دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 1999)، ص 190.

³ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 163.

⁴ حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية: (العدد 27، مارس 2004، المعهد العربي للتخطيط- الكويت)، ص 5.

✓ **السوق الثالث:** ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك السوق، ويطلق عليها أيضا السوق الموازية. وتجري عمليات التداول في هذا النوع من السوق الثانوية من دون وجود مكان أو زمان محددين لإجرائها، فتتم عمليات التداول بواسطة الهاتف أو الحاسوب أو الأنترنت، ويكون تجار هذه السوق على استعداد تام لإجراء بعض هذه العمليات لحساب محافظهم الخاصة، وبالتالي الحصول على الربح الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.¹

✓ **السوق الرابع:** هو المكون من المؤسسات الإستثمارية الكبيرة وغيرهم من المستثمرين الأفراد الذين يتعاملون بتداول الأوراق المالية في أسواق المال.² حيث يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها إستبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى وتسمى السوق الإحتكارية.³

ثالثا: من حيث توقيت تسليم الورقة المالية أو إقفال الصفقة

- ❖ **أسواق حاضرة:** وهي الأسواق التي يتم تسليم الأوراق المتداولة فيها فورا.
- ❖ **أسواق مستقبلية:** يتم في هذه الأسواق الإتفاق على شروط الصفقة في توقيت معين على أن تتم عملية التسليم وإقفال الصفقة في وقت لاحق.⁴

رابعا: من حيث مدى التعامل الجغرافي

- ❖ **بورصات محلية:** وهي التي لا تمتد معاملاتها دوليا، ونشاطها محمي للغاية.
- ❖ **بورصات دولية:** وهي التي تمتد معاملاتها إلى الدول المختلفة، بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.⁵

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

تحدد التعاملات في سوق الأوراق المالية وفق أطر تنظيمية وتشريعية تحدد كيفية التعامل بين الأطراف المتداخلة في السوق، وذلك لتحقيق المرونة اللازمة في تداول الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة ووصولها بسرعة وبطريقة عادلة بين المتعاملين في السوق بهدف زيادة نشاطها.

الفرع الأول: إدارة بورصة الأوراق المالية

تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية يتمثل جلها بالتالي:

¹ دينا أحمد عمر، مرجع سابق، ص 59.

² حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية: (العدد 11، ماي 2007، جامعة محمد خيضر - بسكرة)، ص 171.

³ دينا أحمد عمر، مرجع سابق، ص 60.

⁴ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي، (دار زمزم، الطبعة الأولى، الأردن، 2009)، ص ص 32-33.

⁵ علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص ص 24-25.

أولاً: لجنة أو مجلس إدارة البورصة

وتتكون من عدد من السماسرة المنتخبين، ولها مكتب مكون من رئيس ونائب وأمين صندوق، ويتفرع عنه لجان فرعية، وتكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة حيث تختص بضمان حسن سير العمل، وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين والوسطاء والسماسرة وتحديد الحد الأدنى والأعلى للأسعار.

ثانياً: الجمعية العامة

وتتكون من أعضاء البورصة العاملين حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

ثالثاً: اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية

وتختلف من بورصة إلى أخرى، إلا أنها غالباً ما تختص بإتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة.

رابعاً: هيئة التحكيم

وتختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك إتفاق على التحكيم، وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

خامساً: مجلس التأديب

ويكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقاً للقوانين والأنظمة القائمة.¹

سادساً: مندوب الحكومة

ويقوم بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها، وحضور إجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.²

الفرع الثاني: المبادئ العامة لتنظيم عمليات سوق الأوراق المالية

تحكم عمليات سوق الأوراق المالية مجموعة من المبادئ العامة تتمثل في:

- أن يتم الإجتماع في ساعات محددة، ويحق للجنة تعديل هذه المواعيد وهذه الساعات عند الحاجة.
- أن يمسك العملاء سجلاً خاصاً لتدوين العمليات، ويبين في السجل تاريخ إجراء العملية ورقمها التسلسلي وعدد الصكوك المشتراة، ونوعها وأسعارها، وعلى العملاء المذكورين أن يمسكوا سجلاً آخر يدونون فيه المعلومات ذاتها.

¹ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص 59-60.

² وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص 229.

- **تحديد السعر:** تجري الصفقات داخل ساحة البورصة بوجود أمين عام للبورصة ويطلق عليه اسم (المسعر) ويشمل العمليات في سجل يبين فيه نوع الصك أو كمية التعامل به وسعر البيع والشراء.
- **السعر الرسمي:** فوراً بعد رفع الجلسة يجتمع في أحد المكاتب لإدارة البورصة، أمين عام البورصة (المسعر)، وعضو اللجنة أو العميل المكلف بالمراقبة لتثبيت أسعار الإقفال بعد تدقيقها ثم ينظمان أمر ويوقعانه وبالتالي تعلق لائحة الأسعار داخل البورصة.¹
- **العمليات العاجلة:** هي تلك العمليات التي يتم إبرام صفقاتها وتنفيذ هذه الصفقات بشكل مباشر ويستلم البائع ثمن الأوراق المالية وتنتقل ملكية الأوراق المالية إلى المشتري فوراً.
- **العمليات الآجلة:** وهي تلك العمليات التي تتم بصفقات مباشرة بين البائع والمشتري إلا أن تصفية الصفقة يؤجل إلى موعد قادم.²

الفرع الثالث: المتعاملون والأوامر وأنظمة تسعير الأوراق المالية

يقوم متعاملوا سوق الأوراق المالية بإصدار مجموعة من الأوامر ذات آجال مختلفة ويتم عرض هذه الأوامر في البورصة بأساليب متعددة تطورت مع مرور الزمن.

أولاً: متعاملوا سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى ثلاث فئات رئيسية وهي:

1- فئة المقرضين أو المستثمرين:

وتعتبر هذه الفئة هي مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد والمؤسسات (البنوك - شركات الإستثمار - شركات التأمين...) التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الإستهلاكية ومن ثم فهي ترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي سواء كان ذلك من خلال عمليات إقراض مباشرة أو من خلال شراء الأوراق المالية.

وينبغي التنويه إلى أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للإستثمار، وذلك بإعتبار أن فوائض المؤسسات سائلة الذكر ما هي إلا الفوائض المجمعة لمدخرات الأفراد فيها.

وبصفة عامة فإن المستثمرين يختلفون عن بعضهم البعض من حيث الأهداف الإستثمارية التي تدفع كل منهم إلى الإستثمار في الأوراق المالية، إلا أن أهم المستهدفات تكمن في حجم العائد المتوقع ودرجة المخاطر المصاحبة لهذا العائد.³

¹ المرجع السابق، ص ص 230 - 231.

² دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، (دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2010)، ص 136.

³ محب خلة توفيق، الهندسة المالية- الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار، (دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2011)، ص 60.

2- فئة المقترضين أو المصدرين:

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن إحتياجاتهم الإستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة إستثمارية... الخ، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الإقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقد مبرم بين المقرض (المؤسسة المالية) والمقترض وهو الفرد وعادة ما يدون في هذا العقد، القيمة الإسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ إستحقاق سداد القرض.¹

3- فئة الوسطاء:

تتعدد أشكال وأنواع الوساطة المالية ما بين مصرفية وغير مصرفية وبين ما يأخذ منها شكل الوساطة التعاقدية أو الوساطة الإستثمارية، إلا أن ما يهم في هذه الجزئية هو تناول الوساطة الإستثمارية، وهي التي ليس لها الحق في إصدار أو بيع أي أصول مالية للحصول على إحتياجاتها من الأموال إكتفاء بدورها كحلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وعادة ما يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا له بممارسة هذا الدور بموجب قانون هيئة سوق المال وأنظمته وتعليماته، حيث لا تسمح التعليمات المنظمة لبورصة الأوراق المالية للمستثمر ببيع أو شراء الأوراق المالية بنفسه أو بشكل مباشر، الأمر الذي يستوجب لجوئه إلى وسيط معتمد ومصرح له بالتعامل في الأوراق المالية داخل بورصة الأوراق المالية يطلق عليه سمسار البورصة.

ويمكن للوسيط أن يلعب أيضا بالإضافة إلى دوره كسمسار دور صانع السوق Market Maker وأيضا دور المتعهد لتغطية إصدار معين Underwriter ويتوقف ذلك على الترخيص الممنوح له من هيئة سوق رأس المال (الهيئة المشرفة على إدارة السوق)، ويلاحظ في هذا الصدد أن الإتجاه الحديث هو الجمع في كثير من المؤسسات المالية للوساطة بين مجموعة هذه الأنشطة.²

ومن أهم وسطاء سوق الأوراق المالية نجد:

❖ **السمسار:** هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسرة (عمولة Brokerage) محددة باللائحة. ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة.

¹ حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات، (دار زهران، الطبعة الأولى، الأردن، 2010)، ص 26.

² محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص ص 68-69.

❖ **صانع السوق:** يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق، وذلك بقيامه ببيع وشراء الأوراق المالية بعد الترخيص من لجنة البورصة. حيث يحق له أن يعمل لصالح عملائه أو لصالح نفسه. ولصانع السوق دور مهم في المحافظة على توازن السوق وإستمراريته، فهو مشتري عندما يكون السمسار بائعاً، وهو بائع عندما يكون السمسار مشترياً، ويترتب على ذلك تدفق السيولة في السوق، والمحافظة على توازن العرض والطلب.¹

ثانياً: أوامر السوق

يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لعقد صفقة (بيع أو شراء) للأوراق المالية (أسهم أو سندات، أو الإئتين معا) هذا التوكيل عادة يحرر بشكل مكتوب أو شفاهة بأي وسيلة من وسائل الإتصال المتاحة (الهاتف، الفاكس، الإنترنت).²

ويمكن تقسيم أوامر السوق إلى:

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة. وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر:

❖ **أوامر السوق (البيع والشراء):** من أكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت إستلام الأمر.³

❖ **الأوامر المحددة السعر (البيع والشراء):** حيث:

✓ يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة.

✓ يقوم السمسار بإغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع.

✓ عادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.⁴

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

وتتضمن هذه الأوامر نوعين وهما:

❖ **الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:** تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

¹ شعبان محمد إسلام البرودي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية، (دار الفكر، الطبعة الأولى، سوريا، 2002)، ص ص 58-59.

² أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، (دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2004)، ص 172.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة، (دار أسامة، الطبعة الأولى، الأردن، 2008)، ص 88.

⁴ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص 169-170.

❖ **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم السمسار بإغتمام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.¹

3- الأوامر الخاصة:

وتتفرع الأوامر الخاصة إلى:

❖ **أوامر الإيقاف:** لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها ويوجد نوعان من الإيقاف:

النوع الأول: أوامر تتعلق بالبيع، يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو إنخفض عنه.

النوع الثاني: أوامر تتعلق بالشراء، يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم منشأة ما بخلاف توقعات المستثمر، حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

❖ **أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه. وعادة ما يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.²

ثالثا: أنظمة التسعير (طرق عرض أوامر البورصة)

المقصود من عرض الأوامر هو إعلام الوسطاء العاملين في البورصة بالأمر الصادر من المستثمر بواسطة وسيطه المخول، وتختلف طرق أو أساليب عرض أوامر البورصة، فمنها ما هو تقليدي ومنها ما هو حديث وأهم هذه الأساليب هي:

1- أسلوب المناذاة:

وهو الأسلوب التقليدي في عملية التداول وفيه يقوم الوسيط بعرض الأمر الصادر إليه بالمناذات بصوت مرتفع حتى يسمعه الوسطاء الآخرون، فإذا تقدم أحدهم إلى المقصورة الرئيسية دار بينهما التفاوض حول إتمام الصفقة وعلى الوسيط إختيار أفضل الأسعار التي تتاسبه من بين المتقدمين.³

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 89.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص ص 171-172.

³ عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص ص 396-397.

2- أسلوب التسعير بالعرضة:

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية جميع عروض البيع والشراء ومجموع هذه التسجيلات يؤدي إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة.¹

3- أسلوب لوحات العرض:

وهذا الأسلوب حديث نسبيا، ويقوم بموجبه الوسيط بعد تلقي الأمر الصادر إليه من المستثمر بكتابته على إحدى البطاقات، ثم يقوم بتسليم هذه البطاقة (عروض - طلبات) إلى الموظف المختص بالبورصة وذلك قبل إفتتاح جلسة التداول بمدة كافية لكي يتم تدوينها على اللوحة بطريقة تظهر على جميع لوحات العرض المنتشرة على جانبي المقصورة في البورصة، ويتم تخصيص هذه الجداول إلى أقسام عديدة سواء من حيث نوع الورقة أم السعر أم الكمية محل التداول من الأوراق المالية.

4- الأسلوب الحديث - إستخدام الحاسوب الآلي:

ويتمثل هذا الأسلوب في تسجيل وإتمام عمليات التداول عن طريق الحاسوب الآلي. وفيه يقوم الوسيط بعد تلقي الأوامر بتسجيلها على شاشة الحاسوب، وبدلا من قيام موظف المقصورة بتوصيل العروض بالطلبات التي تطابقها، فإن الحاسوب الآلي هو الذي يتولى هذه المهمة، ثم تسجل العملية بعد تمامها، وتستخرج شهادة إتمام الصفقة، أما من حيث تحديد السعر فإن الحاسوب يختار سعر الإفتتاح في النقطة التي تتلاقى عندها أعلى كمية معروضة مع أعلى عروض للأسعار. ثم يقوم الحاسوب بإجراء عملية جمع تكراري (مزايدة عن طريق الحاسوب) تتلاقى فيه العروض مع الطلبات دون تدخل من أحد وينحصر دور الوسيط هنا في مد البورصة بأقراص تحتوي على أسماء (كود) المستثمرين الجدد حتى يتم ترجمة الكود بشكل فوري عقب العملية لإستخراج شهادة نقل الملكية بإسم المشتري الجديد بعد ترجمة الكود.²

¹ وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص 234.

² عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص 399 - 400.

المبحث الثاني: أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية

توجد العديد من أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية والتمثلة في الأوراق المالية من أسهم وسندات بمختلف أنواعها بالإضافة إلى الأدوات المستحدثة كالمشتقات المالية، حيث تلعب هذه الأدوات دورا هاما في تسهيل عمليات التداول في السوق كما تسمح للمستثمرين بتتويج الأوراق المشكلة لمحافظهم المالية والحصول على السيولة في أي وقت من خلال بيعها.

المطلب الأول: الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى نوعين رئيسيين يتمثلان في الأسهم العادية والأسهم الممتازة كآلاتي:

الفرع الأول: الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية الشكل البسيط والمعروف للأسهم، لها أنواع وخصائص كما تعاني من عيوب سنتطرق إليها من خلال هذا الفرع.

أولا: تعريف الأسهم العادية

هي أداة ملكية ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام أو الخاص، لها قابلية على التداول في الأسواق الثانوية وتتصف بكونها دائمية مع عمر الشركة أو المشروع، ولا تترتب عند إصدارها إلتزامات على الشركة إتجاه المستثمرين فيها سواء من حيث إستحقاق قيمتها أو قيمة وتاريخ توزيع الأرباح.¹ ويمكن التمييز بين العديد من القيم للأسهم العادية تتمثل في:

1- القيمة الإسمية:

هي القيمة المثبتة في شهادة السهم، التي ينص عليها عقد تأسيس الشركة، ويجب أن تكون هذه القيمة متساوية للأسهم المصدرة، التي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية.² والأسهم العادية عادة تتعلق بالأسهم التي لا تحمل إمتيازات خاصة، سواء في تلقي الأرباح أو في حالة الإفلاس.³

2- القيمة الدفترية:

هي القيمة المثبتة بسجلات الشركة المصدرة للسهم.⁴ وتستخرج بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 180.

² أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 37.

³ Stephen A. Ross and Others, **Fundamentals of Corporate Finance**, (McGraw-Hill Irwin, United State of America, 2003),Sixth Edition, p283.

⁴ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 37.

وتستخدم هذه المعادلة في حالة عدم وجود أسهم ممتازة، فإذا وجدت الأسهم الممتازة فتستخدم المعادلة التالية:

$$\frac{\text{حقوق الملكية - حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

وتشمل حقوق الملكية رأس المال المدفوع، الإحتياطات والأرباح المحجوزة.

3- القيمة السوقية:

وتمثل سعر السهم في السوق المالي حيث يتم تداوله، وبالتالي تحدد قيمته وفقا للمعطيات التالية: القيمة الدفترية، ظروف الطلب والعرض بالسوق المالي، الظروف الإقتصادية المتعلقة بالتضخم والإنكماش، توقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة، المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل، توزيعات الشركة للأرباح في نهاية كل سنة. ولذلك فمن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة صعودا وهبوطا بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة.

4- القيمة التصفوية:

هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الإلتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة، وعادة فإن تصفية الشركة وإنهاء نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة بالنسبة للمساهمين العاديين حيث لا يحصلون إلا على جزء ضئيل من القيمة الإسمية لأسهمهم وقد لا يحصلون على شيء أبدا، ونصيب المساهم العادي من بيع الشركة (القيمة التصفوية) يسمى بالقيمة الحقيقية للسهم Real Value وتستخرج هذه القيمة بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{قيمة الموجودات في السوق - الإلتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الحقيقية للسهم}$$

ثانيا: أنواع الأسهم العادية والإتجاهات الحديثة لها

توجد الكثير من أنواع الأسهم العادية، كما ظهرت أنواع جديدة وحديثة تحمل مميزات خاصة تميزها عن بقية الأنواع الأخرى.

1- أنواع الأسهم العادية:

يمكن تقسيم أنواع الأسهم العادية حسب العديد من التصنيفات منها:

1-1- تقسيم الأسهم على أساس شكل ملكيتها:

تنقسم الأسهم حسب هذا التصنيف إلى:

¹ حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص ص 56-68.

❖ الأسهم الإسمية:

هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم وتفيد بدفاتر الشركة حتى تثبت ملكية المساهم. ويجري تداولها بطريق تغيير القيود في دفاتر الشركة.¹

❖ السهم لحامله:

لا يذكر فيه اسم المساهم، وإنما يذكر أنه لحامله، ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى أخرى.²

❖ السهم الأذني أو الأمر:

وفيها يذكر اسم صاحب السهم في الشهادة مع إظهار الإذن أو الأمر.³

1-2- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة حصة المساهم:

حسب هذا التصنيف تنقسم الأسهم إلى:

❖ أسهم عينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات.

❖ أسهم نقدية: وهي التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.⁴

2- الإتجاهات الحديثة للأسهم العادية:

فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع عديدة من الأسهم العادية المستحدثة نستعرض

أهمها فيما يلي:

2-1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

حامل هذا السهم مالك لقسم معين من أقسام المنشأة حيث أن لهذا القسم أسهما خاصة بأشخاص معينين ولحامل هذا السهم حق المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، بغض النظر عن المركز المالي لبقية الأقسام في المنشأة. إن نجاح هذا القسم في أدائه يؤدي إلى إرتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة. من مخاطر هذه الأسهم أنها قد تحدث نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين.

2-2- الأسهم العادية ذات الأرباح المخصصة من الربح الخاضع للضريبة:

الأرباح الموزعة لهذه الأسهم تستقطع من الربح قبل الضريبة، أي أنها تمثل عبئا على إيرادات المنشأة ويخفض الأرباح الخاضعة للضريبة وبالتالي تخفض مخصص الضريبة، هذه الأسهم تخصص للعاملين في المنشأة مما يجعل أرباح هذه الأسهم تشبه الرواتب التي يتقاضاها العاملون (كالمصروفات التشغيلية) كونها تختص بعنصر العمل.

¹ ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية - تأطير نظري، مجلة جامعة بابل: (المجلد 21، العدد 1، 2013، جامعة بابل- العراق)، ص 7.

² ضياء مجيد، مرجع سابق، ص ص 38-39.

³ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 211.

⁴ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص 82.

ومن آثار منح العاملين أسهما في الشركة هو ترك أثر نفسي مهم ومحفز للعامل لزيادة إنتاجه وبالتالي زيادة إنتاج المنشأة. أول إصدار لهذا النوع ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية. فبالرغم من انخفاض إيرادات الحكومة من الضرائب إلا أنه يقابله زيادة في الإنتاج.

2-3- الأسهم العادية المضمونة:

إصدار هذه الأسهم يكون مضمون بقيمة معينة، فعند شراء سهم ما بـ 10 دينار مثلا تضمن المنشأة المصدرة لهذا السهم ألا تقل قيمته السوقية عن 8 دينار ولو إنخفض إلى 9 دينار فلا تتحمل المنشأة شيئا أما لو إنخفض إلى 6 دينار فتعوض المنشأة حامل السهم بالفرق 2 دينار لتصل للقيمة المضمونة. في الغالب يباع هذا النوع من الأسهم بعلاوة كتأمين، وللمستثمر الحق في الشراء بعلاوة إذا رغب بالضمان بأن لا تقل قيمة السهم عن قيمة معينة أو بدون علاوة إذا لم يرغب بالضمان.¹

ثالثا: خصائص وعيوب الأسهم العادية

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص يقابلها مجموعة من العيوب نذكرها فيما يلي:

1- خصائص الأسهم العادية:

إذا أخذنا مميزات من حيث الشركة فهي لا تشكل التزام مالي على الشركة فإذا رحبت الشركة وزعت أرباحا وإذا خربت فلا يشكل السهم العادي عبئا عليها، ناهيك عن كون ليس للسهم تاريخ إستحقاق محدد فليس من الضروري تخصيص مبالغ إطفاء لها كما هو الحال في السندات، ولذلك تعتبر الأسهم مصدر ثقة وأمان وليست كالسندات عبء ودين وتستطيع الشركة إصدار أسهم جديدة لتستفيد من علاوة الإصدار المتحققة من الفارق بين السعر الإسمي والسعر الجديد إضافة لسهولة بيع وشراء الأسهم وتداولها بكميات وأعداد قليلة.²

بالإضافة إلى ما سبق، تتمتع الأسهم العادية بالخصائص التالية:

- تحقيق أرباح رأسمالية وأرباح جارية.
- سهولة تداولها في السوق الثانوية وتحويلها إلى سيولة.
- انخفاض تكاليف التداول وسهولة نقل الملكية.
- تتمتع بارتفاع العائد مقارنة بالأدوات الإستثمارية الأخرى.³

2- عيوب الأسهم العادية:

رغم المميزات والخصائص التي تتمتع بها الأسهم العادية إلا أنها لا تخلو من بعض العيوب يمكن

تلخيصها في النقاط التالية:

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 43-44.

² ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 209.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 196.

- أن إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة المساهمين، وهذا يحدث تغيير في مجالس الإدارة ومن ثم احتمال فقدان مجلس الإدارة للسيطرة يكون كبيرا لأي جهة تستطيع شراء كميات كبيرة من الأسهم وبالتالي الضغط على الإدارة.
- أن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى إنخفاض عائد السهم.
- توزيعات الأرباح التي تجريها الشركة لا تمثل مصروفا لغايات الضرائب، أي أنها لا تخفف من العبء الضريبي.
- أن طرح الأسهم قد يكلف الشركة مصاريف عالية.¹

الفرع الثاني: الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من الأدوات المالية المهجنة التي تجمع بين خصائص الأسهم و خصائص السندات، ولديها خصائص تميزها عن الأسهم العادية.

أولاً: تعريف الأسهم الممتازة

هي أوراق مالية هجينة تقع ضمن حقوق الملكية، لها قيمة إسمية وتحصل على نسبة ربح ثابت، وهي تأخذ صفات الأسهم العادية والسندات وعلى هذا الأساس سميت بالهجينة، فثبات الربح هو صفة السندات وحق ملكية هي صفة الأسهم العادية ولا يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح إلا بعد تحقيقها ويتقرر توزيعها.²

وهي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوقا أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.³ ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بمجموعة من الإمتيازات منها:

- ✓ حق الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، أي قبل توزيع أي ربح على حملة الأسهم العادية. وهذا من شأنه أن يحقق نوعا من الضمان لأصحابها في الحصول على الأرباح.
- ✓ حق الأولوية عند تصفية الشركة، فتستوفي قيمة السهم الممتاز (أو جزء من هذه القيمة) قبل سداد قيمة الأسهم العادية.⁴

ثانياً: أنواع الأسهم الممتازة

للأسهم الممتازة أنواع متعددة تتمثل في:

¹ حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 60.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 204.

³ فيصل محمود الشواره، مرجع سابق، ص 83.

⁴ ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 40.

1- الأسهم الممتازة المجموعة الأرباح:

حيث من حق مالك السهم الممتاز توزيع الأرباح الممثلة غير الموزعة من سنة لأخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيق الشركة أرباحاً ولم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

2- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

وهي فرصة تحويل الأسهم إلى أسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائداً جيداً مع مراعاة الظروف المحيطة.

3- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

وهي إعطاء الحق لمالك السهم الممتاز بمشاركة المساهمين في الأرباح، حيث يمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون هناك حد مقيد.

4- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

وهي إلزامية الشركة لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وفترة زمنية محدودة من تاريخ الإصدار، وذلك لتقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة أحياناً.¹

ثالثاً: خصائص الأسهم الممتازة

تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

1. تصدر الأسهم الممتازة بقيمة إسمية مثبتة بشهادة السهم، وهي قيمة ملزمة، على أساسها يحسب مقسوم الأرباح الممتاز، ليس هناك قيمة إسمية محددة، إذ قد يصدر السهم الممتاز بفئات.
2. للسهم الممتاز أسبقية في موجودات الجهة المصدرة له عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية.
3. يجب أن يحصل السهم الممتاز على مقسومه قبل حملة الأسهم العادية، وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه، إلا إذا نص على خلاف ذلك.
4. يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ إستحقاق معين، إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الإستدعاء أو الإطفاء.²
5. إمكانية التحويل إلى أسهم عادية.
6. إمكانية الإستدعاء (الرد) بواسطة الشركة عندما ترغب بذلك.³

المطلب الثاني: السندات

تعتبر السندات من أهم أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية وتتميز بالعديد من الخصائص والمميزات والأنواع كما يمكن أن تتعرض لمجموعة من المخاطر شأنها شأن الأدوات الأخرى.

¹ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 213- 214.

² أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 67.

³ محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 114.

الفرع الأول: تعريف السندات

السند هو شهادة دين يتعهد بموجبا المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الإستحقاق لحامل هذا السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة. يطرح السند للإكتتاب بقيمة تسمى القيمة الإسمية، ويلتزم مصدر السند بدفعها مع الفائدة - نسبة ثابتة- لحامله في فتراتها المحددة حتى تاريخ الإستحقاق.¹

ويمكن تعريفه كذلك بأنه: دين طويل الأجل صادر من طرف الحكومة أو المؤسسة، وعند إمتلاكك لسند فأنت تحصل على فائدة ثابتة سنويا إلى غاية تاريخ الإستحقاق.²

وعرف السند أيضا بأنه: صك قابل للتداول تصدره الشركة ويتعلق بقرض طويل الأجل يعقد عادة عن طريق دعوة الجمهور للإكتتاب ويعطي صاحبه الحق في إستيفاء الفوائد السنوية وفي إسترداد قيمته عند حلول الأجل أو في وقت تعيينه الشركة.³ وتتميز السندات بالخصائص التالية:

- ✓ تصدر من قبل شركات الأموال.
- ✓ إن قرض السندات قرض جماعي، فالشركة عندما تلجأ إلى الإقتراض من الجمهور عن طريق إصدار سندات القرض فتطرحها للإكتتاب العام، ويكون مقدار القرض الكلي هو مجموع القيم الإسمية للسندات التي طرحت للإكتتاب.
- ✓ تساوي القيمة الإسمية للسندات وذلك في الإصدار الواحد من حيث الحقوق والإلتزامات وشروط إصدارها.

✓ قابلية السندات للتداول، شأنها في ذلك شأن الأسهم، وتتوقف طريقة تداولها على شكلها، فإذا كان السند إسميا فيتم نقل ملكيته بالقيود في سجلات الشركة، والقيود لدى مركز إيداع الأوراق المالية إن كان السند مودعا ومسجلا في البورصة. أما إذا كان السند إذنيا أي لأمر فينتقل بطريق التظهير، أما إذا كان السند للحامل فيجري إنتقاله بالمناولة اليدوية، أي بمجرد التسليم.⁴

الفرع الثاني: أنواع السندات

تتحدد أنواع السندات وفق عدة تقسيمات نبينها فيما يلي:

¹ حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص 79.

² Richard A. Brealey and Others, **Fundamentals of Corporate Finance**, (Custom Publishing, Third Edition, United State of America, 2001), p 273.

³ عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص 113.

⁴ المرجع السابق، ص ص 122 - 125.

1- من حيث جهة الإصدار:

- ❖ **حكومية:** تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الإستثمارية.
- ❖ **غير حكومية:** تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية إحتياجاتها التمويلية المختلفة.

2- من حيث مدة الأجل:

- ❖ **قصيرة الأجل:** تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا.
- ❖ **متوسطة الأجل:** تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا.
- ❖ **طويلة الأجل:** تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيا.¹

3- من حيث الضمان:

- ❖ **مضمونة:** أي مرهونة بأصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات، فعند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السندات فإنهم نظريا يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم.
- ❖ **غير مضمونة:** إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي.²

4- من حيث الشكل:

- ❖ **باسم مالکها:** لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.
- ❖ **باسم حاملها:** تنتقل ملكيتها بمجرد الإستلام ولا يذكر فيها إسم المستثمر.

5- من حيث الجنسية:

- ❖ **محلية:** تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.
- ❖ **أجنبية:** تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل.
- ❖ **دولية:** تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

6- من حيث طبيعة الفائدة:

- ❖ **فائدة ثابتة:** تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة المدة.
- ❖ **فائدة متغيرة:** تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

¹ فيصل محمود الشاورة، مرجع سابق، ص 77.

² ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 33.

7- من حيث قابلية التحويل:

❖ **قابلية للتحويل:** يعطى لصاحبها الحق بإستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

❖ **غير قابلة للتحويل:** لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق بإستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.¹

الفرع الثالث: مزايا ومخاطر السندات

تتمتع السندات بالعديد من المميزات والخصائص من جهة كما تواجهها عدة مخاطر يمكن أن تتعرض لها من جهة أخرى.

1- مزايا السندات

تتميز السندات بالخصائص التالية:

➤ ثبات وإستمرارية العوائد إذ يحصل حامل السند على العائد المحدد في شروط الإصدار بغض النظر عن رقم الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

➤ إنخفاض درجة المخاطر عند حلول موعد إطفاء السند خاصة بالنسبة للسندات المضمونة بأصول الشركة، إذ يستطيع حامله أن يستوفي قيمة السند من هذا الضمان، كما أن السند يتمتع بحق الأولوية في الحصول على قيمته عند التصفية إذا أشهر إفلاس الشركة المصدرة.

➤ تتمتع السندات بالميزة الضريبية من خلال إحتساب فوائدها كلفة لأغراض الإحتساب الضريبي أو إعفائه السندات الحكومية من ضريبة الدخل مثلا، ولذلك نرى أن أكثر المستثمرين المحافظين يميلون إلى الإستثمار في السندات وذلك لإنخفاض درجة المخاطر.²

2- مخاطر السندات

بالرغم من أن السندات لها ميزة الثبات والإستمرار بالدخل والأمان في إسترداد المبلغ (القيمة الإسمية) إلا أنه هناك مخاطر متعددة يتعرض لها حملة السندات لا سيما ذات الأجل الطويلة منها:

▪ مخاطر القوة الشرائية:

الناجمة من عوامل التضخم وأثره في القيمة الإسمية للسند، حيث تنخفض في أوقات التضخم الإقتصادي لأقل من قيمتها الحقيقية. كما أن أجل السند يساهم في إرتفاع أو إنخفاض هذه المخاطر. لكي يجنب المستثمر نفسه من هذه المخاطر أو الحد منها، يجب أن يأخذ بنظر الإعتبار التضخم المتوقع، للتأكد من مدى تغطية الفائدة لمخاطره.

¹ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص 77-78.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 213.

▪ مخاطر تبدل أسعار الفائدة:

حيث العلاقة عكسية بين القيمة السوقية للسند ومعدلات الفائدة السوقية. إذ تنخفض قيمة السند عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية لا سيما في فترات التضخم. عادة السندات ذات الأجل الطويل أكثر عرضة إلى هذه المخاطر.

▪ مخاطر الإستدعاء أو الإطفاء:

وهي أكثر الحالات تجسيدا لهذه المخاطر، عندما يكون الإستدعاء أو الإطفاء بالقيمة السوقية وفي أوقات إنخفاض قيمة السند، مما يلحق ضررا بحملة السندات، ويتمثل بحرمانه من تحقيق أرباح رأسمالية لو إحتفظ بالسند.

▪ مخاطر الرفع المالي:

وتنشأ هذه المخاطر من كون السندات تشكل جزء من هيكل رأس المال، وهي مصدر تمويل دائن يفضل أن تكون نسبته في هيكل التمويل معقولة، لا تضعف قدرة الشركة الائتمانية، وإلا الإفراط بإصدار السندات يعرض الشركة إلى مخاطر الإفلاس.¹

ويمكن إبراز الفرق بين السندات والأسهم من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): الفرق بين السند والسهم

السند	السهم
• مالك السند في مركز دائن للشركة وليس له حق التدخل في إدارة الشركة أو حضور إجتماعات الجمعية العمومية لها.	• مالك السهم له الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة والمشاركة في إدارة الشركة والترشيح أو التصويت.
• حامل السند هو في مركز دائن للشركة وله الحق في الفوائد المتفق عليها والمعلن عنها في نشرة الإصدار، ولا علاقة لحق حامل السند بما تحققه الشركة من أرباح أو خسارة.	• يستحق حامل السهم نصيبه من الأرباح التي تحققها الشركة متساويا مع غيره من الأسهم، وبذلك يختلف مقدار الربح حسب ما تحققه الشركة من أرباح.
• عند تصفية الشركة تدفع لحملة السندات حقوقهم أولا.	• عند تصفية الشركة تدفع لحملة الأسهم حقوقهم بعد حملة السندات.
• حامل السند يسترد قيمته في الميعاد المحدد في نشرة الإصدار أو الإكتتاب.	• حامل السهم، ومن حيث الأصل لا يحق له الحصول على قيمة أسهمه ما دامت الشركة قائمة.

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 90.

- السندات يمكن أن تصدرها الشركات المساهمة • الأسهم لا تصدر إلا من قبل شركات الأموال. ويمكن إصدارها من قبل الدولة أو مؤسساتها العامة عندما تدعوها الحاجة إلى الإستدانة والإقتراض من الجمهور.

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على: عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص ص 120 - 121.

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعتبر المشتقات من الأدوات المالية المستحدثة التي عرفت إقبالا كبيرا من قبل المتعاملين، وعرفت إنتشارا وتداولاً واسعاً في أسواق المال العالمية.

الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية

المشتقات من الأوراق المالية التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود.¹ تعرف كذلك بأنها: أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية، أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع.

ويرى الباحثون أن المشتقات المالية هي عقود مالية، وكما يدل عليها إسمها، فإن قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر، فقيمة عقد خيار لبيع سند ما تتوقف على القيمة السوقية لهذا السند في سوق الأوراق المالية، وسعر العقد المستقبلي لشراء مادة معينة يتوقف على سعر هذه المادة في السوق الحاضر الذي يتداول فيه.²

الفرع الثاني: الخصائص المميزة للمشتقات المالية

يمكن حوصلة خصائص المشتقات المالية في النقاط التالية:

أولاً: طبيعة العمليات خارج الميزانية

حيث جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كخصوم أو أصول مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها بعكس الأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

¹ فيصل محمود الشواره، مرجع سابق، ص 86.

² علي عبد الغاني اللايذ وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية- دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية: (العدد الثالث، جوان 2015، جامعة أم البواقي)، ص ص 45- 46.

ثانياً: التعقيد

نظراً لأنه غالباً ما يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها، لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها، وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأغراض الإقتصادية أم لا؟

ثالثاً: السيولة

بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الإستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحياناً تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.¹

الفرع الثالث: أنواع المشتقات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتمثل أنواع المشتقات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية في العقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلات.

أولاً: العقود المستقبلية

وهي عقود يتم من خلالها تسليم وإستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد، وقد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات وتم إنشاء أسواق مالية لها وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بالعقود المستقبلية، كما أنها قابلة للتداول في البورصة، وهذه العقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في وقت لاحق، كما أنه يترتب على طرفي العقد إيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم قدرة أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.²

للعقود المستقبلية أنواع تتمثل في:

- **العقود المستقبلية لمعدلات الفائدة:** ومنها يكون موضوع التعامل هو معدل الفائدة على ودائع أو مستندات أو قروض معينة.
- **العقود المستقبلية لأسعار الصرف:** ويتم فيها تداول العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية.
- **العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم:** ويتم فيها تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.³

¹ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكمة العالمية، يومي 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس- سطيف، ص 3.

² علي عبد الغاني اللاليز وآخرون، مرجع سابق، ص 48.

³ بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق، ص 5-6.

ثانياً: عقود الخيارات

عقد الخيار هو عقد يبرم بين طرفين مشتري ومحرر. ويعطي العقد للمشتري الحق في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل ما بسعر يحدد لحظة التعاقد، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق. ويعطي العقد للمشتري الخيار في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه، وذلك حسب رغبته، على أن يدفع المشتري للمحرر في مقابل حق الخيار مكافأة عند التعاقد، وهي مكافأة غير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة. بعبارة أخرى سوف يخسر مشتري العقد قيمة المكافأة سواء نفذ العقد أو لم ينفذه. وكما يبدو فإن عقد الخيار إما أن يكون عقد يعطي لمشتريه الحق في الشراء من المحرر، أو أن يكون عقد يعطيه حق البيع إلى المحرر.¹

وتصنف الخيارات إلى نوعين:

• خيار الشراء:

حيث يملك المشتري الحق في شراء الكمية المتفق عليها بالسعر الذي تحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ إستحقاق عقد الخيار، إلا أن الشراء لا يكون ملزماً.²

إذا توقع المستثمر إرتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يرغب في شرائها في المستقبل، ولتجنب مخاطر مثل هذا الإرتفاع يتعاقد مع طرف ثاني لديه الإستعداد لبيع تلك الأسهم خلال نفس الفترة بالسعر الجاري، مقابل مكافأة يدفعها مشتري الإختيار لمحرر الإختيار. فإذا إرتفعت القيمة السوقية في تاريخ الشراء، وأصبح العقد قابلاً للتنفيذ، حينئذ سيطلب المستثمر تنفيذ الإتفاق، أي يطلب أن يبيعه المحرر الأسهم المتفق عليها بالسعر المتفق، ويكون المستثمر قد حقق ربحاً صافياً يمثل الفرق بين المكافأة التي دفعها إلى محرر الإختيار والزيادة في سعر الأسهم، ويزداد الربح كلما إرتفعت القيمة السوقية للسهم وقت التنفيذ. أما محرر الإختيار فيتعرض إلى خسارة. وتزداد خسارته كلما زادت القيمة الإسمية للسهم. أما إذا لم تتحقق توقعات المستثمر وانخفضت قيمة السهم، بما يعني أنه أصبح غير قابل للتنفيذ، فلن يطلب المستثمر تنفيذه، وحينئذ ستنحصر خسائره في مقدار المكافأة المدفوعة، والتي تعادل تماماً الأرباح التي يحققها محرر الإختيار.³

• خيار البيع:

حيث يملك المشتري حق بيع الكمية المتفق عليها بالسعر الذي تحدد خلال الفترة الزمنية أو بتاريخ الإستحقاق.⁴

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر الجزء الثالث: عقود الخيارات، (المكتب العربي الحديث، الطبعة الأولى، مصر، 2011)، ص 7.

² ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 253.

³ ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 78-79.

⁴ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص 253.

يُتيح إختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر إنخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها، ويروم بيعها في المستقبل بتاريخ معين. ولتجنب المخاطر التي قد تتجم عن ذلك يتعاقد مع طرف ثاني لديه الإستعداد لشراء تلك الأسهم في التاريخ المحدد للبيع وذلك بالسعر السائد في السوق وقت إبرام التعاقد، والذي قد يكون مساويا للسعر الذي إشتري به المستثمر تلك الأسهم. ويكون ذلك مقابل علاوة إذا أراد. لذا يطلق على المستثمر في هذه الحالة مشتري حق الإختيار. فإذا تحققت تنبؤات المستثمر وإنخفض سعر الأسهم، ففي هذه الحالة سيطالب المستثمر (مشتري الإختيار) من الطرف الثاني (محرر الإختيار) بتنفيذ الإتفاق، أي شراء الأسهم التي يملكها، وحيث أن المستثمر قد سبق له شراء تلك الأسهم بنفس القيمة، فإن خسائره ستتحصر في قيمة المكافأة، ولن تزيد عن ذلك مهما إنخفض سعر السهم في تاريخ تنفيذ العقد عن السعر المنصوص عليه في الإتفاق. أما خسائر الطرف الآخر، أي المحرر، فغير محدودة، إذ تتوقف على ما وصل إليه الإنخفاض في سعر السهم وقت تنفيذ التعاقد، أما إذا إرتفعت قيمة الأسهم في التاريخ المنفق عليه، حينئذ يستخدم المستثمر حقه في عدم تنفيذ الإتفاق، أي لن يبيع الأسهم لمحرر حق الإختيار بالسعر المنصوص عليه في العقد، وسيفضل بيعها في السوق، ويحقق صافي ربح بعد خصم المكافأة التي دفعها لمحرر الإختيار، ويرتفع صافي الربح بإرتفاع القيمة السوقية للسهم وقت تنفيذ التعاقد. أما بالنسبة لمحرر الإختيار فإنه يحقق ربحا يتمثل في قيمة المكافأة.¹

وهناك طريقتين يتم من خلالها تنفيذ الخيار هما:

- **الطريقة الأوروبية:** وهي أكثر الطرق جمودا وتقضي أن يتم إعطاء الخيار للتعامل مرة واحدة في نهاية المدة المتفق عليها.
 - **الطريقة الأمريكية:** وتقضي أن يتم إعطاء الخيار للتعامل في أي وقت خلال المدة المتفق عليها، وهي أكثر الطرق مرونة.²
- ثالثا: عقود المبادلة**

تدعى عقود المبادلة أيضا بالمقايضات وهي: إلتزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.³

يمكن تعريف عقد المبادلة كذلك بأنه: عقد يبرم بين طرفين، يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وتتضمن هذه العقود والمقايضات إلتزاما بين طرفين بمبادلة قدر معين من الأصول

¹ ضياء مجيد، مرجع سابق، ص ص 80 - 81.

² أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص 73 - 74.

³ بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق، ص 7.

المالية أو النقدية أو العينية تتحدد وفقه قيمة الصفقة وقت إبرام العقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في وقت لاحق يتفق عليه مسبقاً.¹

وتوجد أنواع لعقود المبادلة تتمثل في:

❖ **عقود مبادلات أسعار الصرف:**

وتتضمن عملية مبادلة عملتين معينتين في شراء إحداها وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (السعر الآجل) الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض لكل من العملتين.

❖ **عقود مبادلات أسعار الفائدة:**

وهي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الآخر بدلا من قرضه هو، تهدف إلى التحوط ضد مخاطر إرتفاع أو إنخفاض أسعار الفائدة ويوجد نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة وهي:

✓ **عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة:** وفيها يهدف مشتري عقد المبادلة

(المقترض) إلى التحوط ضد مخاطر إرتفاع أسعار الفائدة ويحصل على الفرق بين السعرين إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى.

✓ **عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة:** ويهدف مشتري العقد (المستثمر) إلى

التحوط من مخاطر إنخفاض أسعار الفائدة.²

¹ علي عبد الغاني اللايذ وآخرون، مرجع سابق، ص 49.

² بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق، ص 8.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشراتها

يتطلب الوصول إلى سوق كفاء تحقيق المرونة اللازمة في تداول الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة وضمان وصولها بسرعة وبطريقة عادلة بين المتعاملين في السوق بهدف زيادة نشاطها، وزيادة سرعة التداول، بما ينعكس بصورة إيجابية على كفاءتها.

المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية الكفاء يتطلب أن تتوفر فيه مجموعة من الخصائص والضوابط حتى نستطيع أن نحكم على مستوى كفاءته.

الفرع الأول: تعريف السوق الكفاء وخصائصه

تعني كفاءة السوق الإنعكاس الكامل Fully Reflect للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز.¹

وتعرف السوق بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية.²

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن إستخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:

- ✓ يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في إتخاذ قراراتهم الإستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
- ✓ المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- ✓ حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- ✓ وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- ✓ في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، (دار اليازوري، الأردن، 2010)، ص 38.

² بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا: (العدد 9، 2011، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف)، ص 50.

لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار في السهم محل الصفقة فقط.¹

الفرع الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاث مستويات لكفاءة سوق الأوراق المالية وهي:

أولاً: مستوى الكفاءة الضعيف

الأساس في هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية أخذت في حسابها جميع المعلومات التاريخية والتقارير المحاسبية والمالية السنوية المنشورة بواسطة الشركات المصدرة للأوراق المالية، ونظراً لعدم إمكان تحقيق أي مستثمر لأي أرباح إستثنائية عن طريق التوصل إلى إستراتيجية تعتمد على المعلومات التاريخية التي تكون متاحة ومستوعبة تماماً من قبل الجميع في السوق الضعيفة، لذا فإن قيم الأسهم لا تتغير إلا بناء على معلومات خاصة جديدة، حيث يصعب التنبؤ بالتغيرات المرتقبة في الأسعار، الأمر الذي يظهر هذه التغيرات في الأسعار على أنها تغيرات عشوائية.²

ثانياً: مستوى الكفاءة شبه القوي

يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الإقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الإستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.³

ثالثاً: مستوى الكفاءة القوي

تقتضي هذه الصيغة أن سعر السهم الحالي يتأثر بجميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني، وكذلك المعلومات التي تمثلها قنوات ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار العاملين، والمؤسسات المالية المتخصصة في الإستثمار، إضافة إلى المختصين في تحليل الأوراق المالية وصناع السوق، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو مطلع أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو إستعان بخبرات محلي ومستشاري الإستثمار في السوق، ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية (السهم) تغيرات

¹ مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث: (العدد 7، 2009-2010، جامعة محمد خيضر- بسكرة)، ص 182.

² محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 43.

³ مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مرجع سابق، ص ص 185-186.

عشوائية مستقلة، وإن كان هناك من يملك معلومات خاصة (سرية)، فإن أسعار السوق لن تعكس بالكامل على جميع المعلومات، بعبارة أخرى أنه لا تتوفر الفرص لنشوء ما يعرف بظاهرة إحتكار المعلومات من لدن فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح إستثنائية غير عادية، وهذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة (صفرا)، لأن الأسعار السائدة في السوق ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماما لقيمتها الحقيقية، وبالتالي تقتضي الحاجة حينئذ وجود المحللين الماليين.¹

الفرع الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تتطلب كفاءة سوق الأوراق المالية تحقيق كفاءة العناصر التالية:

أولاً: كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن ينكبوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفوة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.²

ثانياً: كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية)

وتدعى بالكفاءة الداخلية التي تعني إمكانية تحقيق التوازن في (Efficiency) السوق المالية (بين العرض والطلب) دون أن ينكب المتعاملون فيه تكلفة مالية عالية للتوسيط (السمسرة)، أو حتى مزايا إستثنائية (تحقيق هامش ربح كبير وفعال فيه) (Bid- Ask Spread) لصناع السوق (التجار والمتخصصون).

ويتضح لنا من خلال إستعراضنا لسمات كفاءة السوق المالية، أن كل من كفاءة التسعير والتشغيل تعتبران من الركائز الأساسية الهامة التي من شأنها المحافظة على إستمرار السوق وتحقيق الأهداف المنشودة له والمتمثلة في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ومن خلال وجود نظام كفاء وفعال للمعلومات المحاسبية تظهر من خلالها المراكز المالية الحقيقية للشركات المدرجة التي بدورها تعكس القيم

¹ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (دار صفاء، الطبعة الأولى، الأردن، 2010)، ص ص 206-207.

² مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مرجع سابق، ص 186.

الحقيقية لأسهمها وأصولها، مما ينعكس على قدرة المستثمر بتوجيه إستثماراته نحو الأسهم الأكثر ربحية.¹

المطلب الثاني: مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية

لقياس مدى كفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية تستخدم مجموعة من المؤشرات التي تلخص الوضع العام للسوق، وسنتطرق أولاً إلى تعريف المؤشر والذي هو:

أداة لتحديد إتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الإتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما أنه يعطي مؤشراً لوضع الإقتصاد.² وتتطلب كفاءة السوق أن تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة لضمان التخصيص الأمثل والكفاء للمدخرات والموارد المالية، وهناك مؤشرات عديدة تدل على تطور سوق الأوراق المالية من بينها ما يلي:

1- مؤشر حجم السوق:

إن إتساع حجم السوق يعتبر مؤشر إيجابي على نشاط الإستثمار في الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تطور السوق، حيث يقاس مدى إتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

❖ مؤشر معدل الرسملة البورصية للنتائج المحلي الإجمالي:

يقاس هذا المؤشر بنسبة الرسملة البورصية والتي تعني القيمة السوقية لسوق رأس المال نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي أي:

$$\text{معدل الرسملة البورصية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

حيث يؤدي إرتفاع هذا المؤشر إلى آثار إيجابية على النشاط الإقتصادي بالبورصة، وبالتالي إتساع القاعدة الإستثمارية، كما أن تطور الرسملة البورصية يؤدي إلى سرعة وإيجابية تطور البورصة.³

❖ عدد الشركات المسجلة:

وهو مقياس يعبر أيضاً على حجم السوق ولو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في قيم هذه الشركات، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص ص 210 - 212.

² وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص 244.

³ الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرياح- ورقلة، 2011-2012، ص ص 99-100.

على التمويل المباشر.¹

2- مؤشر سيولة السوق:

إن مؤشر سيولة السوق يعكس سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير في قيمتها السوقية، حيث تزداد سيولة السوق كلما تزداد أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وسرعة إستجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب. ويقاس هذا المؤشر من خلال مؤشرين هما:

❖ مؤشر قيمة التداول على الناتج المحلي الإجمالي:

يشير إرتفاع هذا المؤشر إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك إنخفاض تكلفة المعاملات، حيث يعكس هذا المؤشر نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الإقتصاد ككل.

❖ مؤشر قيمة التداول/ قيمة الرسملة البورصية:

يعبر عن إرتفاع درجة السيولة، حيث يعكس مدى إرتفاع نسبة القيمة المتداولة في السوق. ويؤدي إرتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، ما يدل هذا على زيادة نشاط السوق.

3- مؤشر درجة التذبذب في العوائد:

تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الإنحراف المعياري الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل إنخفاض درجة التذبذب على إرتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال.²

وتحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة التالية:

$$TV = (Rm - R)^2 / N$$

حيث: TV: درجة التذبذب في العوائد.

Rm: العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

R: متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

N: عدد السنوات.

يؤدي إنخفاض درجة التقلب إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الإستثمار في الأوراق المالية.

¹ عيساوي سهام وحوحو فطوم، تأثير الأدوات المالية الإسلامية على كفاءة السوق المالية الناشئة- دراسة مقارنة سوق السودان وسوق ماليزيا، الملتقى الدولي حول: دور الأسواق المالية الناشئة في تنمية الإستثمارات المحلية، يومي 26 و27 جانفي 2016، جامعة العربي التبسي- تبسة، ص 3.

² الداوي خيرة، مرجع سابق، ص 100.

4- مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية:

يتم الاعتماد في تحديد هذا المؤشر على نموذج تسعير الأصول والذي يسمح بتحديد كفاءة السوق من خلال الفرق بين العائد الحقيقي للورقة المالية والعائد على الإستثمار المحسوب وفق نموذج التسعير، ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير من خلال مؤشرين هما:

❖ مدى توافر مصادر المعلومات:

تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة وذلك من بين الهيئات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتداولة للأوراق المالية في السوق، وهي سمة من السمات التي تتسم بها أسواق الدول المتقدمة. والهدف من هذه الهيئات هو كيفية توفير هذه المعلومات للمستثمر، حيث تكون هذه المعلومات متمثلة على وجه الخصوص في المعلومات والتحليل عن الإقتصاد المالي والإقتصاد الوطني وعن المؤسسات ومختلف القطاعات الإقتصادية، وذلك حتى يتمكن المستثمر من إتخاذ القرار الإستثماري في ظل توافر جميع المعلومات وبالتالي تزيد ثقته بالمؤسسة التي يتعامل في أوراقها المالية.

❖ مدى إستجابة الأسعار للمتغيرات الإقتصادية:

تعتبر أسعار الفائدة وأسعار التضخم من أهم المتغيرات الإقتصادية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية.¹

ولقياس مدى إستجابة الأسعار لمعدلات التضخم فإنه يتم الإعتماد على تحليل علاقة الإرتباط وتحليل الإنحدار وذلك بأخذ معدل التضخم كمتغير مستقل والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، حيث كلما كانت إستجابة الأسعار في سوق رأس المال للمتغير في التضخم قليلة كلما إنعكس على ضآلة كفاءة التسعير في البورصة.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار، فإن الدراسات أثبتت وجود علاقة عكسية، وذلك لأن إرتفاع سعر الفائدة يؤدي بالمستثمر إلى التخلي عن الإستثمار في الأوراق المالية، ويتجه إلى الإستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح، كما أن إرتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى إرتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر. وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية.

ولقياس مدى إستجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية، يتم إستخدام علاقة الإرتباط وتحليل الإنحدار، وذلك بأخذ سعر الفائدة كمتغير مستقل والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، وكلما إقترب

¹ حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات- دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2014-2015، ص ص 80-81.

معامل الإرتباط من الواحد الصحيح، كلما أدى ذلك إلى أن إستجابة حركة الأسعار للأوراق المالية تكون إيجابية بالنسبة للمتغير في معدلات الفائدة.¹

5- مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي:

يسمح هذا المؤشر بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية بتنظيم وتسيير السوق المالي في تطويره، وتؤدي كفاءة هذه المؤسسات والقوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محليا ودوليا، ويتم التركيز من خلال هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة وعلى معايير المحاسبة المتبعة من طرف تلك الشركات ومدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية.²

ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي ما يلي:

- مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة.
- توافر قوانين حماية الإستثمار والمستثمر.
- عدم وجود عوائق على الإستثمار وتحويل رؤوس الأموال.
- إنخفاض درجة المخاطر.³

¹ الداوي خيرة، مرجع سابق، ص 102.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 81.

³ الداوي خيرة، مرجع سابق، ص 102.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا للإطار النظري لمختلف المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية، والتعرف على مختلف أدوات الإستثمار في السوق من أسهم وسندات ومشتقات مالية، والتطرق إلى كفاءتها ومؤثراتها، نستخلص النتائج التالية:

- ✓ تعتبر سوق الأوراق المالية قديمة النشأة، حيث مرت بمراحل عديدة تطورت خلالها إلى أن أصبحت على الشكل المعروفة به حالياً مستقلة بأنظمتها ومبانيها.
- ✓ تلعب سوق الأوراق المالية دورا بارزا وهاما في توجيه الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز لتلبية إحتياجاتهم المالية.
- ✓ تتنوع أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية، من أسهم وسندات بالإضافة إلى الأدوات المالية المشتقة كعقود الخيار والمبادلة والعقود المستقبلية.
- ✓ تتطلب كفاءة سوق الأوراق المالية إنعكاس جميع المعلومات المتوفرة على أسعار الأوراق المالية بشكل دائم ومستمر وسريع وغير متحيز.
- ✓ توجد مؤشرات عديدة لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية كمؤشر حجم السوق ومؤشر السيولة وغيرها من المؤشرات والتي تعطي صورة عامة عن وضعية السوق ومدى كفاءة التداول وتخصيص الموارد في سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني

الصكوك الإسلامية

تمهيد:

أدى التزايد المستمر والنمو السريع للمؤسسات المالية الإسلامية وانتشارها الواسع في مختلف دول العالم، إلى الحاجة لإيجاد توليفة وتشكيلة جديدة من الأدوات المالية الإسلامية التي تتوافق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

وتعد الصكوك الإسلامية من أهم المنتجات المالية التي عرفتھا الصناعة المالية الإسلامية، لما لها من دور في حشد وتجميع المدخرات والأموال من مختلف المصادر بطريقة شرعية، بغرض استثمارها عن طريق مختلف صيغ التمويل الإسلامي.

لذلك سنتناول من خلال هذا الفصل مختلف المفاهيم المتعلقة بالصكوك الإسلامية، وأنواعها وضوابط إصدارها وتداولها، بالإضافة إلى الدور الذي تلعبه في سوق الأوراق المالية، من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم حول الصكوك الإسلامية

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

المبحث الثالث: دور وأهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: مفاهيم حول الصكوك الإسلامية

تعتبر الصكوك الإسلامية البديل الشرعي للسندات التقليدية التي تقوم على أساس الفوائد الربوية، حيث تعتبر هذه الصكوك من أهم وأكثر منتجات الصناعة المالية الإسلامية إنتشاراً وإستعمالاً في مختلف دول العالم، لما لها من مزايا تتفرد بها وتميزها عن بقية الأدوات المالية الأخرى.

المطلب الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

نظراً لوجود عدد كبير من المستثمرين المسلمين غير الراغبين في التعامل بالأدوات المالية الربوية، حتم ذلك ضرورة البحث عن أدوات مالية جديدة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، من أهم هذه الأدوات نجد الصكوك الإسلامية.

الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية

قبل التطرق إلى تعريف الصكوك الإسلامية نتطرق أولاً إلى تعريف التصكيك والذي هو: عملية تحويل الأصول والموجودات والديون إلى صكوك تصدر في السوق الأولية، وتتداول في السوق الثانوية.¹

كما عرف على أنه: عملية تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات.²

وتعددت التعاريف المتعلقة بالصكوك الإسلامية نوجز بعضها فيما يلي:

الصكوك لغة: الصكوك جمع صك، والصك في لغة العرب: الضرب، يقال: صك فلان فلاناً أي ضربه.³ وقد يقصد بالصك: المكتوب الذي يتضمن حقاً أو مالا ونحوه، ولذلك فهو يمثل وثيقة ثبوتية تشهد لحاملها بملكيتها جزء مشاعاً لمحتويات وعاء هذه الصكوك من أصول ونقود وديون والتزامات ومنافع وخدمات.⁴

¹ حسين محمد سمحان وموسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية في ضوء المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting Islamic Banks، (دار المسيرة، الطبعة الثانية، الأردن، 2009)، ص 292.

² أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية - دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2011-2012، ص 104.

³ شافية كناف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2013-2014، ص 216.

⁴ عماري صليحة وسعدان آسيا، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات وإدارة مخاطرها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8 و9 ديسمبر 2013، ص 4.

وفي صحيح مسلم: الصكوك والصكاك جمع صك وهو الورق المكتوب بدين ويجمع أيضا على صكوك والمراد هنا الورق الذي يخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها الإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره.¹

الصكوك اصطلاحا: تعددت التعاريف المتعلقة بالصكوك الإسلامية نتطرق إلى بعضها فيما يلي:

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية والتي أطلقت عليها اسم (صكوك الإستثمار) تمييزا لها عن الأسهم والسندات التقليدية، بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط إستثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله.²

هي عبارة عن شهادات أو وثائق أو سندات تصدر بإسم المكنتب مقابل الأموال التي قدمها لصاحب المشروع، وهي تمثل حصصا شائعة في رأس المال وتكون متساوية القيمة، وقابلة للتداول، ولما لكها حقوق وواجبات خاصة ضمن ضوابط الإستثمار والتداول الإسلامية.³

الصكوك عبارة عن أوراق مالية يضمنها أصل أو مشروع إستثماري يدر دخلا وتكون بمثابة حصص ملكية على المشاع في هذا الأصل أو المشروع الإستثماري.⁴

تعرف الصكوك بأنها شهادات أو وثائق (أوراق مالية) إسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها أو بعد إستخدام حصيلتها بالإكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها. وهي قابلة للتداول، ما لم تمثل نقدا أو ديناً محضاً. ولا تمثل الصكوك ديناً لحاملها في ذمة مصدرها، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية.⁵

الصكوك هو مصطلح عربي يدل على الأوراق المالية أو السندات المستندة إلى مبادئ الشريعة، ويشار إليها بالصكوك، السندات الإسلامية، شهادات الثقة الإسلامية أو سندات الدين الإسلامي.⁶

¹ عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية نموذجا، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014 - 2015، ص 78.

² سليمان ناصر وربيعة بن زيد، دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والإقتصاديات، يومي 19 و 20 نوفمبر 2013، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، ص 3.

³ برودي نعيمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013، ص 2.

⁴ نعيم نمر داوود، البنوك الإسلامية نحو إقتصاد إسلامي، (دار البداية، الطبعة الأولى، الأردن، 2012)، ص 94.

⁵ معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، خلال الفترة 24 - 26 ماي 2010، جامعة الملك عبد العزيز - جدة، ص 7.

⁶ Essia Ries Ahmed and Others, **Islamic Sukuk : Pricing Mechanism and Rating**, Journal of Asian Scientific Research , (Vol. 4, No.11, 2014, Asian Economic and Social Society), p 641.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إستخلاص التعريف التالي للصكوك الإسلامية:
هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة مستندة إلى مبادئ الشريعة الإسلامية، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو حقوق مالية، أو خليط منها، أو كلها، وذلك بعد تحصيل قيمتها وقفل باب الإكتتاب وإستخدامها فيما أصدرت من أجله.

الفرع الثاني: فكرة الصكوك الإسلامية، خصائصها وأهدافها

سننتظر من خلال هذا الفرع إلى نشأة فكرة الصكوك الإسلامية وخصائصها وأهدافها من خلال:

أولاً: فكرة الصكوك الإسلامية

يعود سبب ظهور ونشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي إلى مصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية، بديلة عن مصادر التمويل التقليدية المقترنة بفائدة، حيث تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية إستثمارية قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة (الغنم بالغرم) أي المشاركة في الربح والخسارة، والذي يعتبر أساس الإستثمار الإسلامي على منوال نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة، ونظام الوحدات الإستثمارية في صناديق الإستثمار، إلا أن الصكوك الإسلامية تصدر وفق أي صيغة من صيغ التمويل الإسلامية، كالإجارة والسلم والمشاركة والمضاربة وغيرها، ويسمى الصك الإستثماري بالصيغة التي يطرح بها، وتتولى الشركة ذات الغرض الخاص عملية إصدار الصكوك اللازمة للتمويل، وتطرحها للإكتتاب العام أو الخاص للمشاركين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والتداول والهبة والإرث وبعض الحالات في الإدارة، ونحو ذلك من المعاملات في الأسواق المالية، وقد تكون جهة إصدار الصكوك أحد المصارف الإسلامية، أو أي بيت تمويل إسلامي أو حكومة أو شركات، وذلك من خلال إنشائها الشركة المشار إليها وفقاً للقوانين المحلية السائدة في الدولة التي سوف تنشأ فيها.¹

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

تتمتع الصكوك الإسلامية بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها من أدوات الإستثمار الأخرى، تتمثل فيما يلي:

- **تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة:** إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الإشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الإستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الإسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي

¹ سليمان ناصر وربيعة بن زيد، دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 3.

تموله تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الإتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم، وفقا لقاعدة الغنم بالغرم.¹

- **وثائق تصدر بإسم مالكيها بفئات متساوية القيمة:** تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية.
- **تصدر وتتداول وفقا للشروط والضوابط الشرعية:** تخصص حصيلة الصكوك للإستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، وتأخذ أحكامها، أي بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.²

ثالثا: أهداف الصكوك الإسلامية

تتمثل الأهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:

- **المساهمة في جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع إستثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الإكتتاب فيها رأس مال المشروع.**
- **تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الإستثمارية طويلة الأجل.**
- **تحسين القدرة الإئتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الإئتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الإئتماني مرتفعا.³**

¹ سليمان ناصر وربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية: (العدد الأول، 2013، جامعة قاصدي مرياح- ورقلة)، ص 54.

² نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين، مجلة الباحث: (العدد التاسع، 2011، جامعة قاصدي مرياح- ورقلة)، ص 255.

³ المرجع السابق، ص 255.

المطلب الثاني: آلية وضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

تتضمن عملية إصدار الصكوك الإسلامية العديد من الأطراف، كما توجد ضوابط وأحكام شرعية خاصة تحكم عملية إصدار وتداول هذه الصكوك.

الفرع الأول: الأطراف المشاركة في عملية إصدار الصكوك الإسلامية

تتمثل مختلف أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية في:

1- المصدر الأصلي

وهي الجهة أو الشركة المنشئة لمحفظة التوريق، ويطلق عليها إصطلاح البادئ أو المنشئ للتوريق، صاحب أو البائع الأول للأصول أو محفظة حقوق مالية تبيعها وتحصل على قيمتها نقدا. وقد يكون المصدر من القطاع الخاص كالبنوك والشركات المساهمة، أو من القطاع العام، أو القطاع الخيري.

2- الجهة المصدرة

وتعرف بمدير الصكوك، وهو من يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم، وغالبا ما تكون هذه الشركة شركة ذات غرض خاص (S.P.V) Special purpose vehicle تتولى عملية الإصدار، وتتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بينها وبين حملة الصكوك قائمة على أساس الوكالة بأجر.

3- المستثمرون (حملة الصكوك)

وهم الحائزون لوثائق الصكوك بمختلف أنواعها، والتي تمثل الموجودات سواء كانت هذه الموجودات أعيانا أو منافعاً أو خدمات، أو خليطا من بعضها أو كلها.¹

4- أمين الإستثمار

هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار وتحفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.²

5- وكالات التصنيف العالمية

وهي وكالات متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للإصدارات المالية التي ستطرح في سوق رأس المال، وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها.³

¹ شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية- كمقترح تمويلي- لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية (التجربتين الماليزية والسودانية

نمونها)، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، يومي 12 و13 نوفمبر 2013، جامعة اليرموك- الأردن، ص 8.

² شافية كتاف، مرجع سابق، ص 235.

³ شرياق رفيق، مرجع سابق، ص 9.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية

تحكم عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية مجموعة من الضوابط نلخصها كما يلي:

أولاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

هناك مجموعة من الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم عملية إصدار الصكوك الإسلامية منها:

➤ يجوز إصدار صكوك لإستثمار حصيلة الإكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الإستثمار الشرعية.

➤ يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها.¹

➤ لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول للإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل.²

➤ يترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك.³

➤ ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار:

- شروط التعاقد وكل المعلومات المتعلقة بالمشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، كما تتضمن شروط تعيينهم ودوافع عزلهم.

- ينبغي أن ينص في نشرة الإصدار على الإلتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى ضرورة وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.

- يجب أن تتضمن النشرة تحديد نوع العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه كالإستصناع أو الإجارة أو...، وضرورة إستثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه من موجودات بصيغة من صيغ الإستثمار الشرعية.

- ينبغي أن تنص النشرة على مشاركة مالك الصك في الغنم بمقدار مشاركته ومساهمته ويتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.

➤ لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أو الصكوك على نص:

¹ صلاح بسام فياض وعلي عبد الكريم محمد العباينة، الصكوك وأثرها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفية، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، يومي 12 و13 نوفمبر 2013، جامعة اليرموك-الأردن، ص ص 15-16.

² صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، خلال الفترة 31 ماي- 3 جوان 2009، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدي، ص 22.

³ صلاح بسام فياض وعلي عبد الكريم محمد العباينة، مرجع سابق، ص 16.

- بضمان قيمة الصك الإسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نص على ذلك صراحة أو ضمنا بطل شرط الضمان.
- نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته ولو كان معلقا أو مضافا للمستقبل، ويجوز أن يتضمن الصك وعدا بالبيع الذي لا يتم إلا بعقد وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء وترضي الطرفين.
- نصا يؤدي إلى إحتمال قطع الشركة في الربح وتوزع الأرباح بحسب رؤوس الأموال إن لم يتم الإتفاق على نسب التوزيع.¹

كما توجد ضوابط تتعلق بتوجيه الإستثمار وتخصيص الموارد منها:

- لا يجوز إصدار صكوك لتمويل مشروع ينتج سلعا محرمة، أو يقدم خدمة منهي عنها شرعا. فيجب أن يكون المشروع الممول بهذه الصكوك ملتزم بضابط الحلال والحرام من بدايته إلى نهايته.
- يجب أن يراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الإقتصاد الإسلامي، فلا يقدم مشروع لإنتاج سلعة أو خدمة كمالية على مشروع يقدم سلعا ضرورية، وهنا يجب أن تتدخل السياسة الشرعية لتوجيه الإستثمارات بما يخدم مصالح الأمة والمجتمع.
- يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة، فلا يصح أن يكون التصكيك أداة لتفكيك مؤسسات القطاع العام جريا مع مفهوم الخصخصة ومتطلبات العولمة.²

ثانيا: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية

من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي إنتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر هو من التصرفات الجائزة شرعا، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثّلها الصك، فالتصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشرع لا تضع قيودا على التصرفات في العروض إلا إذا كانت أعيانها محرمة (كالخمر) أو شاب التعاقد ظلم أو غش...، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة.

فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا فيما يعرف من أحكام عقد الصرف، كذلك فإن التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط في الشريعة مثل تحريم بيع الدين بالدين، وتحريم بيع الدين بدين أكثر إلى

¹ شافية كتاب، مرجع سابق، ص 241.

² زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008، ص 116.

أجل أطول، إلى غير ذلك من التفصيلات الفقهية.¹

وهناك العديد من الضوابط التي تنظم عملية تداول الصكوك الإسلامية منها:

- يجوز تداول الصكوك وإستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
- في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك، بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار، بسعر السوق، ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الإسمية للصك.
- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود بإستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
- يجوز إسترداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الإسترداد.
- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الإكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الإسترداد، على أن لا يكون مبلغ الإكتتاب أو مبلغ الإسترداد مؤجلا.
- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون. فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.
- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.²
- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات،

¹ حكيم براضية وجعفر هني محمد، دور التصكيك في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، (دار اليازوري، الأردن، 2016)، ص 189.

² صلاح بسام فياض وعلي عبد الكريم محمد العباينة، مرجع سابق، ص ص 17- 18.

أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.¹

وبهذا نجد أن الصكوك الإسلامية تتمتع بدرجة عالية من المرونة بحيث يمكن تداولها بطرق التداول المشروعة كالبيع والرهن، حيث تستطيع المصارف الإسلامية أن تطلب التمويلات وتكون هذه الصكوك رهنا لها.²

الفرع الثالث: العمليات على الصكوك الإسلامية

تتمثل العمليات على الصكوك الإسلامية في الإصدار والبيع والشراء والإطفاء وغيرها من العمليات.

أولاً: إصدار الصكوك

تشمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية يطلق عليها تنظيم الإصدار تتلخص فيما يلي:

- 1- إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الإستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الإصدار.
- 2- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص (SVP).
- 3- طرح الصكوك للإكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.³
- 4- تسويق الصكوك: وهو إما أن يتم بالطرح مباشرة إلى الجمهور، وإما أن يتم بيع الصكوك التي تمثل الموجودات إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة من البنوك وهو يقوم ببيعها وتسويقها إلى حاملي الصكوك.

5- التعهد بتغطية الإكتتاب: حيث تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى تأمين تغطية كاملة من قبل مؤسسة مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد الذي يتطلب منها توفير السيولة وتستهدف منه الحصول على نصيب من الربح.⁴

ثانياً: بيع وشراء الصكوك

بما أن الصك يمثل حصة شائعة في موجودات الإصدار تستمر طيلة مدة الصك، فيحق لحامله التصرف فيه بالبيع بالقيمة المتراضى عليها بينه وبين المشتري سواء كانت مماثلة للقيمة الإسمية أو السوقية أو أكثر منها أو أقل ولكن بشروط معينة.

ثالثاً: إجارة الصكوك

لا يجوز إجارة الصكوك سواء أكانت تمثل سلعا أو منافع أو أعيانا وذلك للأسباب التالية:

¹ زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سابق، ص 119.

² صلاح بسام فياض وعلي عبد الكريم محمد العبابنة، مرجع سابق، ص 18.

³ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010، عمان- الأردن، ص 3.

⁴ حكيم براضية وجعفر هني محمد، مرجع سابق، ص 183.

- إذا كانت الصكوك تمثل نقودا فإن تأجيرها في هذه الحالة لا يجوز لأن إجارة النقود من باب الربا المنهي عنه، نظرا لأنه لا يخلو بدل الإجارة من أن يكون ثمنا، والصكوك تمثل ثمنا، وتبادل الأثمان له شروط (التفاض والتماثل عند إتحاد الجنس، والتفاض عند إختلاف جنس المتبادلين)، وفي إجارة الصكوك لا يتم التفاض بين البدلين فيكون العقد باطلا.
- إذا كانت الصكوك تمثل أعيانا (سلعا وعقارات) فيشترط لصحة عقد الإجارة القدرة على تسليم المعقود عليه ليتمكن المستأجر من إستيفاء المنفعة، وتسليم العين التي تمثلها الصكوك متعذر لأن المساهم ليس له الحق في المطالبة بالعين التي يمثلها صكه للإنتفاع بها فمن باب أولى لا يستطيع أن يملك منفعة العين لغيره.
- إذا كانت الصكوك تمثل ديونا وكانت الديون في أصلها نقودا، فيشترط في إجارتها ما يشترط في الصرف، وإذا كانت الديون في أصلها سلعا، ويتعذر تسليم الأعيان، وبالتالي لا يجوز إجارة الصكوك التي تمثل ديونا.

رابعاً: رهن الصكوك

كل ما جاز بيعه جاز رهنه ومن ذلك الصكوك، فطالما جاز بيعها جاز رهنها. والرهن هو حبس الشيء بحق إستيفائه كلا أو بعضا.

لذلك هو أداة من أدوات توثيق الدين وقد شرع الإسلام الرهن لضمان حق الدائن.¹

خامساً: إطفاء الصكوك

ويقصد بالإطفاء قيام الشركة أو المصدر بشراء السندات التي أصدرها في البورصة.² إطفاء الصكوك هو إسترداد لمال المضاربة من قبل رب المال في صكوك المقارضة، أو إسترداد للمال الداخل في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل، أو الشريك في مختلف صكوك الإستثمار.

سادساً: تحول الصك إلى سهم

الصكوك تصدر غالبا لمدة محددة في نشرة الإصدار، وبعدها يتم إطفائها أو يعطى لحامل الصك الخيار في تحويله إلى سهم في الشركة يضاف إلى أسهمها السابقة. ويتحول الصكوك إلى أسهم يتحول مالك الصك من ممول للشركة من الخارج إلى مالك لحصة مشاعة في رأسمالها.³

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان، 2009، ص ص 44-47.

² زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سابق، ص 122.

³ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص ص 46-49.

المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأدوات المالية

تتفق الصكوك الإسلامية من جهة في بعض الخصائص مع الأدوات المالية الأخرى المتمثلة أساسا في السندات والأسهم، وتختلف معها في بعض الخصائص من جهة أخرى.

الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والسندات

توجد أوجه تشابه وأوجه إختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات نبينها كالتالي:

أولا: أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات

تتمثل أهم نقاط التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات في النقاط التالية:

- ❖ كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضها الأساسي هو التمويل.
- ❖ كلاهما يصدر بقيمة إسمية، وأن هيكل الإصدار يتضمن ترتيبات تقلل من مخاطر التقلبات في أسعاره، وبذلك تؤدي إلى إستقرار المبلغ الذي يمكن لحامل السند والصك أن يسترده في نهاية مدته، وهناك بعض أنواع الصكوك الإسلامية تتفق مع السندات التقليدية في أن لهما عائدا متوقعا مرتبطا بتلك القيمة الإسمية.¹
- ❖ من خلال الصكوك والسندات يمكن أداء وتنفيذ كثير من الوظائف الإقتصادية المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة.
- ❖ تصنف الصكوك والسندات- وبشكل عام- بأنها أوراق مالية ذات إستقرار كبير ومخاطر متدنية.²

ثانيا: أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات

تتعدد أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات منها ما يلي:

- ❖ السندات بجميع أنواعها تمثل دينا في ذمة المدين مصدر الصك لصالح دائئه (حامل الصك) فالعلاقة بينهما علاقة مدينية. أما الصكوك الإستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة مشاركة وليست علاقة مدينية.
- ❖ عوائد الصكوك ليست إلتزاما في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بنيت هيكله الصكوك عليها، بينما عوائد السندات إنما هي إلتزام من المقترض

¹ سليمان ناصر وربيعه بن زيد، العائد والمخاطرة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية- دراسة قياسية مقارنة بين مؤشري داوجونز للصكوك الإسلامية ومؤشر ستاندارد آندبورز لسندات الخزينة التقليدية خلال الفترة (2009/11/23 - 2014/11/17)، المؤتمر العالمي العاشر للإقتصاد والتمويل الإسلامي (ICIEF): الجوانب المؤسسية للإصلاحات الإقتصادية والنقدية والمالية، يومي 23 و24 مارس 2015، المركز الطلابي الدوحة- قطر، ص 6.

² صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 14.

(مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد إستحقاقها، وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض.

❖ السندات ورقة مالية محرمة، والصكوك ورقة مالية مباحة مبنية على عقود شرعية.¹

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والأسهم

توجد أوجه تشابه وأوجه إختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم نبيها كالتالي:

أولاً: أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والأسهم

تتفق الصكوك الإسلامية مع الأسهم في الكثير من الميزات حيث أن الأسهم تمثل هي الأخرى حصة في رأس مال شركة ما، وكل سهم هو جزء من أجزاء متساوية لرأس مال الشركة، وتتفق الصكوك الإسلامية والأسهم من حيث خصائصها في:

- الصكوك في مشروع ما متساوية القيمة، وكذلك الأسهم في الشركة.
- لكل من الصك والسهم قيمة إسمية.
- ليست أموالاً منقولة، ولكنها عبارة عن وثيقة تدل على حق.
- جميعها (الأسهم والصكوك) قابلة للتداول.
- حاملها (الأسهم والصكوك) معرض للريح والخسارة.²

ثانياً: أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

من بين أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم ما يلي:

❖ يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة، عن طريق إنتخاب مجلس للإدارة من بينهم، أما مالكو صكوك الإستثمار، فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع بطريق مباشر، بل يكتفون بتوكيل المضارب وحده، حيث يلتزم المضارب في إدارته للمشروع، بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية، ولما لقي الصكوك أن يكونوا من بينهم أو من غيرهم مجلس مراقبة يرعى مصالحهم، ويحمي حقوقهم، في مواجهة المضارب، ويكون مسؤولاً عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار، وما يلحق بها من دراسات الجدوى والبيانات والمعلومات التي تنص عليها هذه النشرة.

❖ الأسهم مشاركة دائمة في الشركة، تبقى مدة حياة الشركة، وإن إنتقلت ملكيتها من شخص إلى شخص آخر، لأنها تمثل رأس مال الشركة المصدر، فهي إذن غير قابلة للرد من جانب الشركة، في حين أن صكوك الإستثمار تحدد بمدة زمنية معينة، فقد يكون إصدار صكوك الإستثمار

¹ حكيم براضية وجعفر هني محمد، مرجع سابق، ص ص 179 - 180.

² نعيم نمر داوود، مرجع سابق، ص 95.

لتمويل مشروع معين أو لتمويل مشروع بطريق المشاركة المتناقضة، بحيث يتم إطفاء بعض الصكوك على مراحل زمنية معينة.¹

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سابق، ص 36.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

ينتج عن التصكيك الإسلامي تشكيلة متنوعة من الصكوك الإسلامية قد تفوق أربعة عشر نوعا من الصكوك حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، لذلك سنركز على الصكوك الأكثر إنتشارا وإستخداما في العالم.

المطلب الأول: الصكوك القائمة على عقود الشراكة

تتمثل في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك المزارعة والمغارسة والمساقاة، ويمكن توضيحها كما يلي:

الفرع الأول: صكوك المضاربة

المضاربة في الإقتصاد الإسلامي هي عقد بين صاحب المال والمضارب وصاحب عمل ماهر، يقوم فيه صاحب المال بالمساهمة في رأس مال مؤسسة أو نشاط يديره صاحب العمل بصفته مضاربا، ويتم توزيع الأرباح التي يحققها النشاط أو المؤسسة وفق شروط عقد المضاربة، ويتحمل صاحب المال الخسارة وحده ما لم تكن هذه الخسائر بسبب سوء تصرف من المضارب أو إهماله أو إخلاله بشروط عقد المضاربة.¹

أولاً: تعريف صكوك المضاربة (المقارضة)

هي وثائق مضاربة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء لإدارته، وصكوك المضاربة عبارة عن عقد يتم بموجبه تقديم مال من رب المال ليتاجر فيه الآخر الذي ليس برب المال، ويمكن أن يتم عقد صكوك المضاربة بين إثنين أو أكثر.²

ثانياً: خصائص صكوك المضاربة

من أهم خصائص صكوك المضاربة نجد:

- قابليتها للتداول في أسواق رأس المال.
- يمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية.
- سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لإرتباطها بموجودات عينية.

¹ شهاب أحمد سعيد العززي، إدارة البنوك الإسلامية، (دار النفائس، الطبعة الأولى، الأردن، 2012)، ص 31.

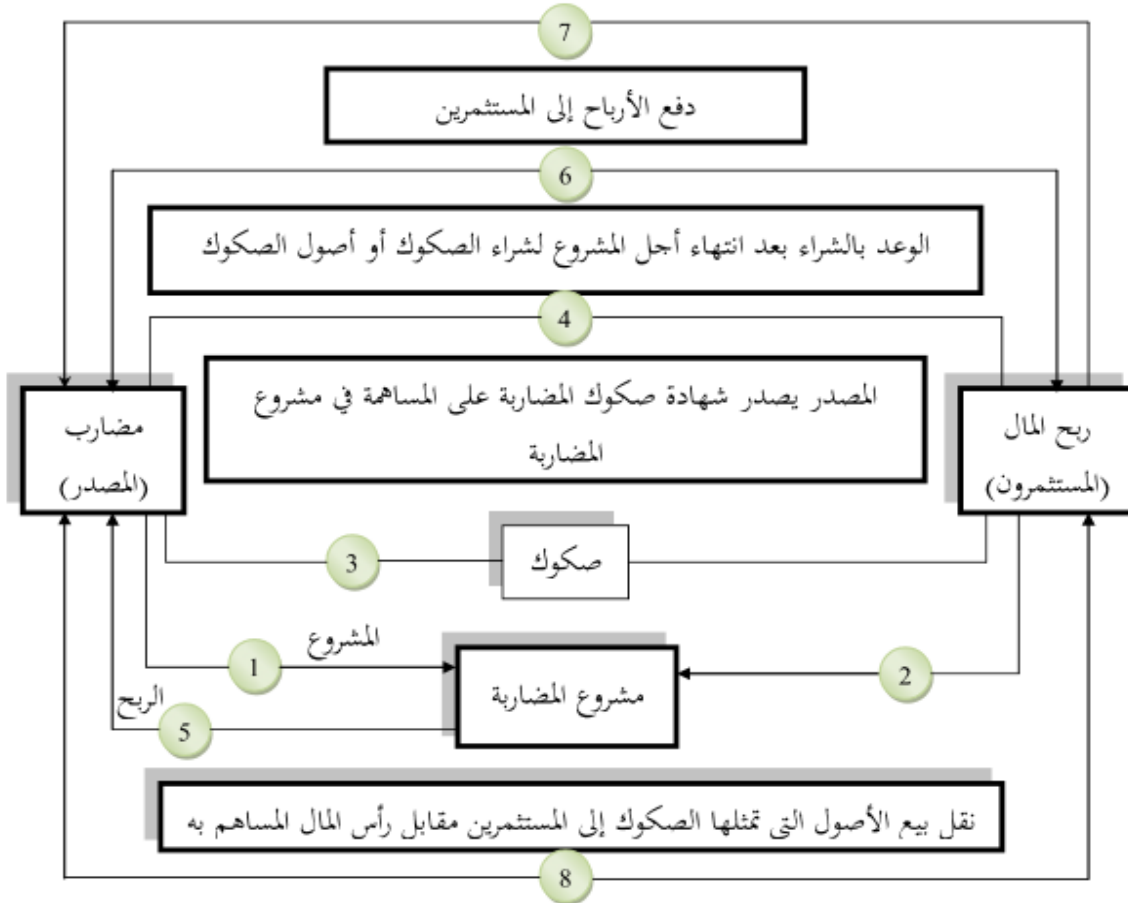
² مفتاح صالح وسلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية- دراسة حالة سوق ماليزيا، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية: (العدد الثالث عشر، جوان 2013، جامعة محمد خيضر - بسكرة)، ص 280.

- يمكن عمل ترتيبات معينة لضمان هذه الصكوك من قبل طرف ثالث وذلك لتوفير الإطمئنان للمستثمرين.¹

ويمكن توضيح تنظيم عملية صكوك المضاربة بالنموذج التالي:

الشكل رقم (1-2): نموذج تنظيم عملية صكوك المضاربة

بعد انتهاء الأجل يقوم المصدر بإعادة شراء الصكوك أو أصول الصكوك (وفاء بالوعد في الشراء)



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 87

من خلال الشكل تتضمن عملية إصدار صكوك المضاربة قيام المستثمرين بالإكتتاب في الصكوك المصدرة من قبل الجهة المصدرة التي تقوم بدورها بدفع رأس مال المضاربة من حسيطة الإكتتاب في الصكوك ومنحه للمضارب، الذي يقوم بدفع حصة الصكوك من ربح المضاربة ويسلمه للجهة المصدرة التي تقوم بالتوزيعات الدورية لهذه الأرباح على المستثمرين، وبعد إنتهاء الأجل تقوم الجهة المصدرة بإعادة شراء الصكوك أو أصول الصكوك وفاء بالوعد بالشراء في نهاية الفترة.

¹ هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010، عمان- الأردن، ص 12.

ثالثاً: أنواع صكوك المضاربة

يمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون:

- 1- **صكوك المضاربة المطلقة:** حيث أنها لا تكون مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع.
- 2- **صكوك المضاربة المقيدة:** وتفيد هنا بمشروع معين كالإستثمار في العقارات أو الإستثمار في مصانع السيارات أو غيرها.
- 3- **صكوك المضاربة المستمرة:** وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد إنتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله.¹
- 4- **صكوك المضاربة المستردة بالتدريج:** حيث ترد قيمة الصكوك مع أرباحها في مدة زمنية محددة كنسبة من قيمة الصك كل سنة مثلاً.²

الفرع الثاني: صكوك المشاركة

المشاركة تعني أن يشترك إثنان أو أكثر بحصة معينة في رأس مال يتجران به كلاهما، والربح يوزع على حسب أموالهما أو على نسبة يتفق عليها عند العقد.³

أولاً: تعريف صكوك المشاركة

عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب في إنشاء مشروع إستثماري، وتصبح موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالإستثمار.⁴

وتتعدد إستعمالات صكوك المشاركة ومنها:

- ❖ من تطبيقات صكوك المشاركة أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة من طرف ومالكي الصكوك من طرف آخر لتمويل شراء العقارات مثلاً وتديرها جهة متخصصة وذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم.
- ❖ وتصلح سندات المشاركة أداة للسيولة إذا كانت تمثل موجودات فيها أصول عينية أو منافع بالإضافة إلى النقود والديون التابعة للأعيان، لأن تداولها في هذه الحالة ينقلها من ملك حاملها

¹ عيد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 88.

² برودي نعيمة، مرجع سابق، ص 3.

³ حربي محمد عريقات وسعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية- مدخل حديث، (دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2010)، ص 162.

⁴ قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية بصفاقس تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية- الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، يومي 16 و17 جوان 2014، تونس، ص 3.

إلى حامل جديد لا يخضع للقيود المطلوبة في مبادلة النقد بنقد مختلف وهي المنع من التأجيل وكذلك المنع من الزيادة أو النقص في نقل الدين تجنباً للربا.¹

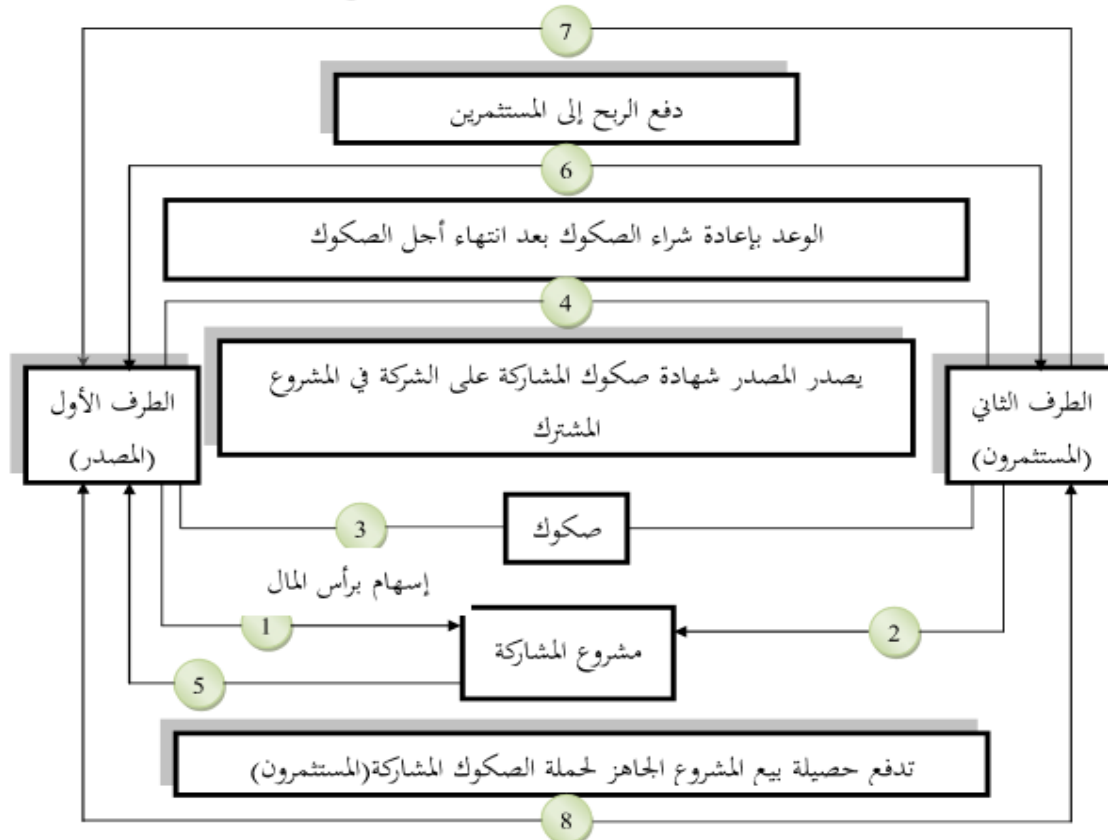
ثانياً: خصائص صكوك المشاركة

من أهم خصائص صكوك المشاركة ما يلي:

- ذات مخاطر استثمارية متدنية لأنها مسنودة بأصول إقتصادية تتميز بربحية عالية وإدارة كفؤة وتتنوع في قطاعات إقتصادية مختلفة.
 - يمكن تسيلها في أي لحظة في السوق المالي.
 - يمكن إستخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.
 - ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الإستثمار الأخرى المتاحة.²
- ويمكن توضيح تنظيم عملية صكوك المشاركة بالنموذج التالي:

الشكل رقم (2-2): نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة

بعد انتهاء أجل العقد يقوم المصدر بإعادة شراء الصكوك المشاركة (أصول المشروع) (الوفاء بالوعد بالشراء).



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 90.

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 89.

² هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص 12 - 13.

من خلال الشكل يقوم المصدر بإصدار صكوك يكتب فيها المستثمرون للقيام بالمساهمة في رأس مال مشروع المشاركة من خلال حصيلة هذه الصكوك، وتقوم الجهة المنشئة للمشروع بدفع حصة الصكوك من ربح المشاركة ويوزع على المستثمرين، وفي الأخير يتم بيع المشروع الجاهز وتدفع حصيلته لحملة الصكوك (المستثمرين)، ويقوم المصدر بإعادة شراء صكوك المشاركة وفاء بالوعد بالشراء في نهاية الأجل.

ثالثاً: أنواع صكوك المشاركة

يمكن إصدار سندات المشاركة على عدة صور كما يلي:

1- سندات (صكوك) المشاركة الدائمة: مع إمكانية دخول البنك بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل سندات للإكتتاب، سواء أكانت الإدارة للبنك أو للمجموعة المشاركة أو لطرف ثالث.

2- صكوك المشاركة بفترة زمنية: وهي تختلف عن النوع السابق في أنها محددة بفترة زمنية متوسطة أو طويلة الأجل ويمكن أن تكون نهايتها على الشكل:

❖ صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف

لحامليها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من الرصيد الذي لم يستحق بعد.

❖ صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة: وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء

هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي.¹

الفرع الثالث: صكوك المزارعة، المساقاة والمغارسة

يمكن إيضاح هذه الصكوك على النحو التالي:

أولاً: صكوك المزارعة

المزارعة هي عقد مشاركة بين مالك الأرض والعامل فيها على استثمار الأرض بالزراعة، بحيث يكون الناتج مشتركاً، ولكن حسب حصص معلومة لكل منهم ولأجل محدد، وقد تكون الأرض والبذار من

المالك والعمل من العامل المزارع، وقد تكون الأرض فقط من المالك والبذار والعمل من المزارع.²

صكوك المزارعة هي وثائق متساوية القيمة تصدر لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع

للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.³

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص ص 91-92.

² محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، (دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2008)، ص 274.

³ فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنندى الصيرفة الإسلامية، بيروت- لبنان، يوليو 2008، ص 15.

ثانيا: صكوك المساقاة

عقد المساقاة عقد يرد على إصلاح الشجر، وهو دفع الشجر إلى من يعتني به ويحافظ عليه بالتفويض والتنظيف والرعي والحراسة وغير ذلك، على أن يتم إقتسام ثمرة الشجر بين العامل وصاحب الشجر بحصص متفق عليها.¹

صكوك المساقاة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمار وفق ما حدده العقد.²

ثالثا: صكوك المغارسة

المغارسة هي عقد على تعميم الأرض بالشجر بقدر معلوم، وهي أن يدفع الرجل أرضه لمن يغرس فيها شجرا بعوض معلوم ولمدة معلومة على أن تكون الثمار بينهما.³

صكوك المغارسة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.⁴

المطلب الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيع

تتمثل هذه الصكوك في صكوك السلم، صكوك الإستصناع وصكوك المرابحة.

الفرع الأول: صكوك السلم

أطلق الفقهاء إسم السلم على عقد يجري بين طرفين أحدهما يدفع الثمن عاجلا، والآخر يتسلم سلفة آجلا فهو بيع لسعة موصوفة في الذمة مقابل ثمن يدفع في مجلس العقد.⁵ حيث كان المزارعون المسلمون يستخدمون السلم للحصول على سلف نقدية من أجل الوفاء بالالتزامات الفورية إلى حين جمع المحاصيل الزراعية وذلك لعدم قدرتهم على الإقتراض بالربا.⁶

¹ محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، (دار المسيرة، الطبعة الرابعة، الأردن، 2012)، ص 254.

² فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص 15.

³ محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 281.

⁴ فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص 15.

⁵ مصطفى كمال السيد طابل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، (دار أسامة، الطبعة الأولى، الأردن، 2012)، ص 284.

⁶ Rodney Wilson, **Islamic Bonds : your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk- Overview of the Market**, Institute for Middle Eastern and Islamic Studies, University of Durham, United Kingdom , p 6.

أولاً: تعريف صكوك السلم

وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها حال إستلامها مستقبلاً وفقاً لوقت ومواصفات متفق عليها.¹ حملتها هم أصحاب بضائع السلم، بينما منشئ الصكوك فهو بائع لصكوك السلم.² وتتميز صكوك السلم بما يلي:

- تشغيل أموال المستثمرين بربح جيد.
- توفير التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال حسب الأحكام الشرعية.
- ضمان الحصول على السلعة وقت إحتياجاتها بسعر مناسب.³

ثانياً: الأنشطة الممولة بصكوك السلم

يساعد صك السلم في تمويل الأنشطة التالية:

1- تمويل التجارة الخارجية:

وذلك عن طريق شراء المواد الخام من المنتجين مباشرة أو من الدول سلماً وإعادة تسويقها عالمياً بأسعار مجزية.

2- تمويل الأصول الثابتة:

حيث يمكن للمصرف الإسلامي المساعدة عن طريق السلم بتوفير الأصول الثابتة اللازمة لقيام المصانع أو إحلال المصانع القديمة القائمة، وتقديم هذه الأموال كرأس مال مقابل الحصول على جزء من منتجات هذه المصانع على دفعات طبقاً لأجال تسليم مناسبة.

3- تمويل المنتجين:

حيث يمكن للمصرف تمويل الحرفيين وصغار المنتجين عن طريق تمويلهم بمستلزماتهم كرأس مال مسلم في مقابل الحصول على بعض المنتجات وإعادة تسويقها.⁴ ويمكن توضيح هيكل صكوك السلم بالشكل التالي:

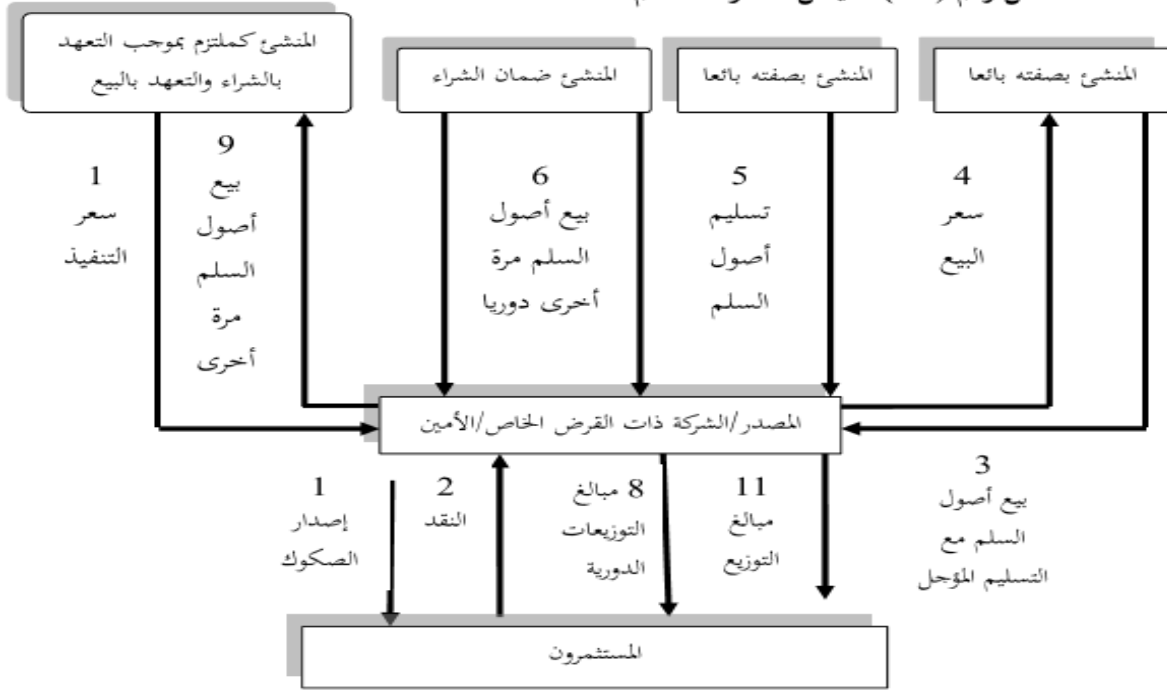
¹ عماري صليحة وسعدان آسيا، مرجع سابق، ص 6.

² Zhamal K Nanaeva, **How Risky Sukuk are: Comparative Analysis of Risks Associated With Sukuk and Conventional Bonds**, Dissertation submitted in partial fulfillment of the degree of Msc in Finance and Banking, The British University in Dubai, May 2010, p 13 .

³ هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص 15.

⁴ عيد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 95.

الشكل رقم (2-3): هيكل صكوك السلم



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 94.

من خلال الشكل تتمثل عملية إصدار صكوك السلم في قيام المصدر بإصدار صكوك يكتتب فيها المستثمرون بنية استخدام حصيلتها للإستثمار في أصول السلم التي يريدونها خلال فترة معينة بثمان عاجل وتسليم آجل، وعند إنتهاء الأجل يقوم المصدر بتحصيل قيمة أصول السلم وتوزيعها على المستثمرين.

ثالثاً: تداول صكوك السلم

نصت هيئة المعايير الشرعية على عدم جواز تداول صكوك السلم، والسبب في ذلك أن هذه الصكوك تمثل ديناً في ذمة البائع، وبيع الدين لا يجوز. وهذا يعني أن وظيفة صكوك السلم أصبحت محصورة في تسهيم ثمن سلعة السلم بهدف حشد التمويل اللازم لشرائها وتوثيق حقوق المشتريين بوثائق السلم، أما مزية التسييل فإنها تختلف في هذه الصكوك طالما لم يتحقق قبض سلعة السلم.¹

الفرع الثاني: صكوك الإستصناع

الإستصناع هو بيع عين موصوفة في الذمة، لا ببيع عمل، وشرط عمله على الصانع. وبالتالي فهو عقد بيع عين مما يصنع صنعا يكون فيه البائع هو الصانع الذي يلتزم بصنع العين الموصوفة بالعقد بمواد من عنده مقابل ثمن محدد.²

¹ المرجع السابق، ص 95.

² محمد محمود العجلوني، مرجع سابق، ص 283.

أولاً: تعريف صكوك الإستصناع

هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمان البيع.

فالمصدر لصكوك الإستصناع هو الصانع (البائع) والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة المشروع.¹

ثانياً: مميزات صكوك الإستصناع

من مميزات صكوك الإستصناع ما يلي:

- توفر هذه الصيغة تمويلاً متوسط الأجل لتلبية الإحتياجات التمويلية لتصنيع سلع محددة أو سد الحاجة منها أو بيعها.
- يمكن إستعمال هذه الصيغة لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الإستثمارية ذات الجدوى.
- تسمح هذه الصيغة بتمويل مشروعات البنية التحتية مثل الطرق والمجاري وما شابهها.
- تشجع هذه الصيغة وتساعد في الإستغلال الأمثل للمواهب والقدرات التكنولوجية.²

ثالثاً: آليات وإجراءات إصدار صكوك الإستصناع

توجد أطراف معينة تقوم بعملية إصدار صكوك الإستصناع وفق آلية وخطوات معينة.

❖ أطراف عملية إصدار صكوك الإستصناع:

غالباً ما نجد أربعة أطراف في عملية إصدار صكوك الإستصناع هي:

- ✓ المستفيد من إصدار الصكوك: مصرف، مؤسسة مالية، الحكومة... الخ.
- ✓ الجهة المصدرة للصكوك: وهي جهة ذات غرض خاص، وهو أشبه بصندوق مضاربة ذو هدف محدد.

✓ المستثمرون (المكاتبون في الصكوك).

✓ الصانع (المقاول).

❖ آلية إصدار صكوك الإستصناع:

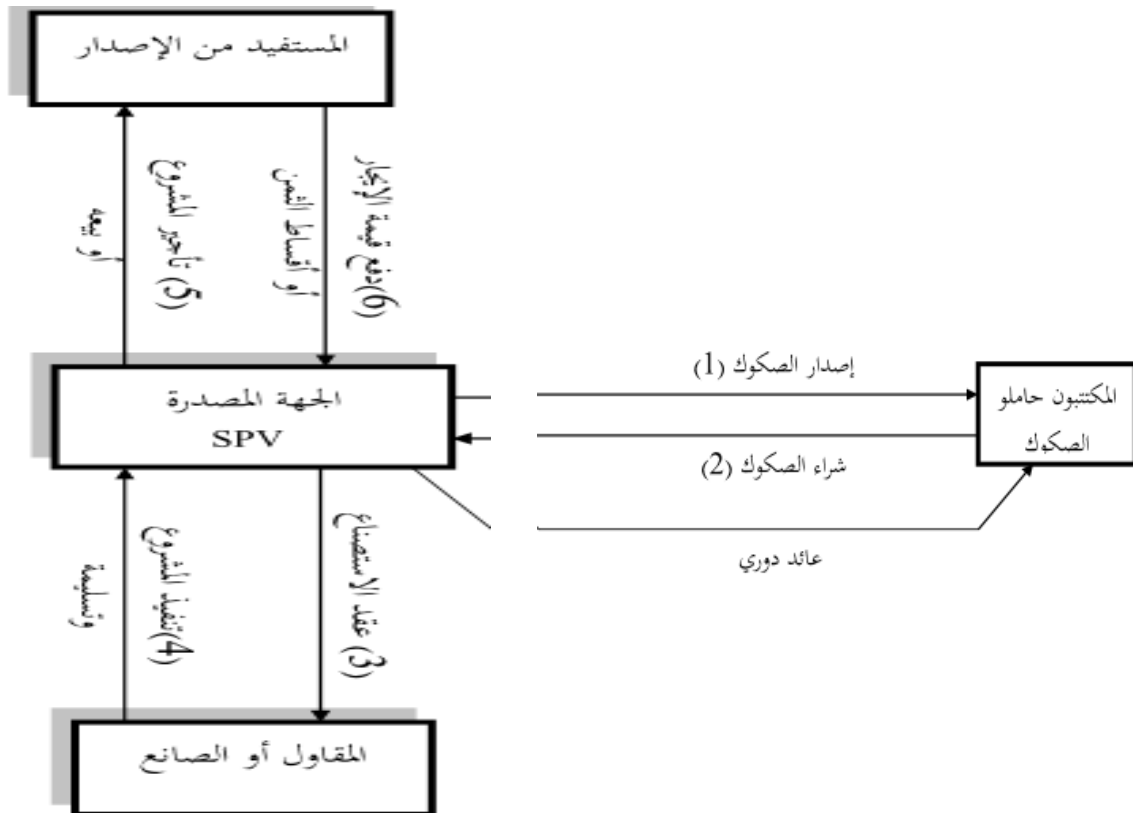
تتم عملية إصدار صكوك الإستصناع وفق الآليات التالية:

¹ نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص 256.

² هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص 15.

- تقوم الهيئة المستفيدة من الإصدار بدراسة المشروع الذي ترغب في تنفيذه من جميع الجوانب (دراسة جدوى كاملة).
- يقوم المستفيد بإنشاء صندوق ذي غرض خاص (Special purpose vehicle) يتمتع بشخصية إعتبارية مستقلة يتولى الإشراف على جميع العمليات المتعلقة بـ:
 - ✓ إصدار الصكوك والترويج لها.
 - ✓ بيع الصكوك وتحصيل ثمنها.
 - ✓ القيام بالتعاقد مع المقاولين لإنجاز المشروع... الخ.
- عند الإنتهاء من إنجاز المشروع يتم بيع الأصل للمستفيد، أو تأجيره له إجارة منتهية بالتمليك يحقق لأصحاب الصكوك عائدا دوريا مناسبا إلى حين إنتهاء العقد.¹ ويمكن توضيح إجراءات وآليات إصدار صكوك الإستصناع من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-4): إجراءات وآليات إصدار صكوك الإستصناع



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 97.

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 96.

من خلال الشكل تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك لتمويل مشروع معين بطريقة الإستصناع من خلال الإتفاق مع الصانع لتنفيذ هذا المشروع، وبعد الإنتهاء منه يتم بيعه أو تأجيره إلى المستفيد وذلك لإسترجاع حاملي الصكوك لأموالهم المستثمرة.

الفرع الثالث: صكوك المربحة

المربحة هي البيع بمثل رأس مال المبيع (الذي يشمل ثمن السلعة وما تكبد فيها من مصروفات) مع زيادة ربح معلوم، ويعتمد بيع المربحة على صدق البائع في الإفصاح عن الثمن الأصلي (ثمن شراء السلعة) ومقدار ربحه فيها.¹

أولاً: تعريف صكوك المربحة

تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب فيه، والذي يستعمل في شراء سلعة معينة، والتي تصبح ملكاً لحامل الصك.

يتم إصدار صكوك المربحة في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المربحة، بينما يعتبر تداولها في السوق الثانوي مخالفاً للشريعة، لأن بيع المربحة قد يكون مؤجلاً، وبالتالي فإنه يعتبر ديناً، وبيع الدين لا يجيزه الفقهاء.²

ومن أهم مميزات صكوك المربحة ما يلي:

- إشباع حاجات الأفراد من السلع وغيرها من الحاجيات.
- فتح أبواب ملائمة للإستثمار، وتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين.
- تنشيط التجارة الداخلية على أساس شرعي.
- دعم الصناعة الوطنية والقطاعات الإقتصادية المختلفة من زراعة وخدمات... الخ.³

ثانياً: الضوابط الخاصة لصكوك المربحة

صكوك المربحة تكون محكومة بالضوابط الخاصة التالية:

- ❖ المصدر لصكوك المربحة هو البائع لبضاعة المربحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المربحة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مربحة، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها.
- ❖ تكون بضاعة المربحة في ملك وحيازة مدير الإصدار، بصفته وكيلاً عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مربحة.

¹ بن براهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والإستثماري في البنوك الإسلامية- دراسة تطبيقية، (دار النفائس، الطبعة الأولى، الأردن، 2010)، ص 162.

² أمال لعمش، مرجع سابق، ص 109.

³ هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص ص 14 - 15.

- ❖ يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة ودفع مصروفاتها نقدا و ثمن بيعها للمشتري مرابحة على أقساط مؤجلة.
- ❖ يجوز تداول صكوك المرابحة بعد قفل باب الإكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.
- ❖ تراعى ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة بيع الصكوك، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي يتخلف عنها ديون في ذمة الغير.
- ❖ لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري لأنها تمثل دينا عندئذ.¹

ثالثا: خطوات إصدار صكوك المرابحة

يتم إصدار صكوك المرابحة وفق الخطوات التالية:

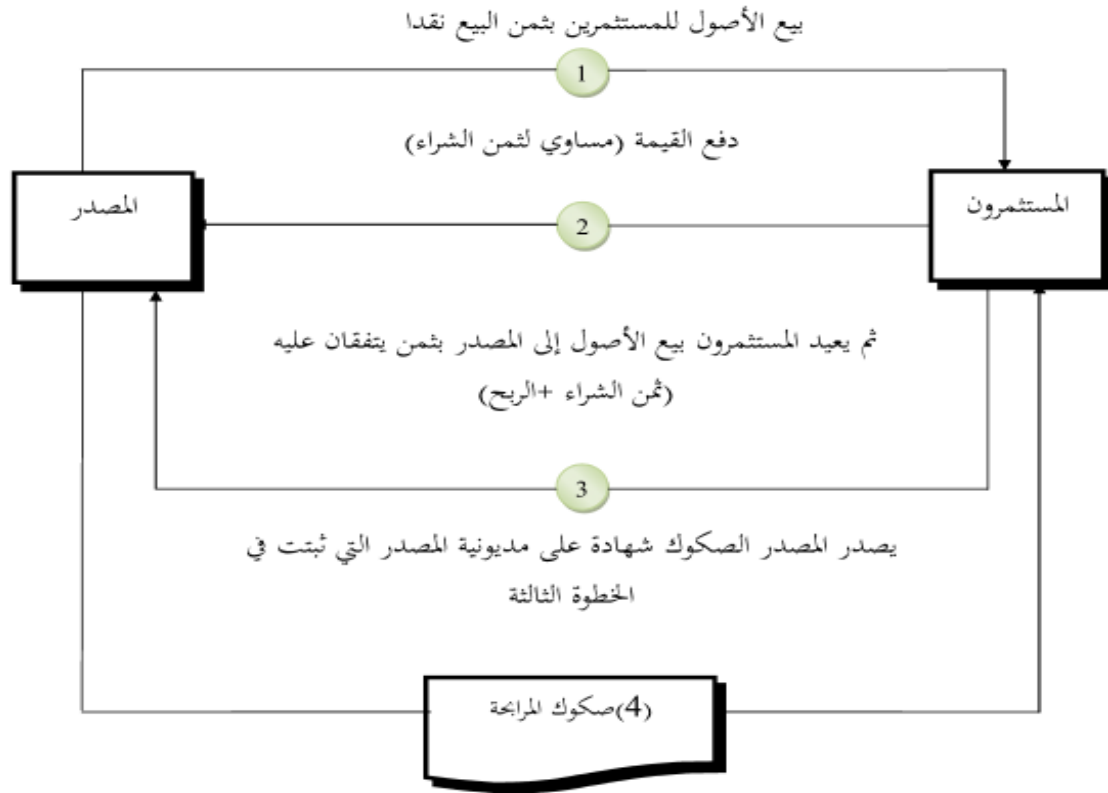
- تقديم العميل لوعده بشراء سلعة بمواصفات محددة.
- قيام المصرف الإسلامي ب:
 - ✓ تحديد قيمة السلعة المطلوبة.
 - ✓ طرح صكوك المرابحة بقيمة السلعة المطلوبة.
 - ✓ تمليك السلعة لأصحاب الصكوك.
 - ✓ بيع السلعة للواعد بالشراء - على أساس الوكالة - عن طريق أقساط، ووفق ربح معلوم ومحدد.²

ويمكن توضيح عملية تنظيم صكوك المرابحة بالشكل التالي:

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 98-99.

² آمال لعمش، مرجع سابق، ص 109.

الشكل رقم (2-5): تنظيم عملية صكوك المراجعة



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 99.

من خلال الشكل تتضمن عملية إصدار صكوك المراجعة تقديم المستثمر لوعده بشراء أصل معين، بعدها يقوم المصدر بطرح صكوك المراجعة بقيمة الأصل المطلوب، ثم تملك هذا الأصل لحملة الصكوك، وفي الأخير بيع الأصل للمستثمر الواعد بالشراء وفق ربح محدد.

المطلب الثالث: الصكوك القائمة على عقود الإجارة (صكوك الإجارة)

تتمثل هذه الصكوك أساساً في صكوك الإجارة والتي تعتبر من أكثر أدوات التمويل الإسلامي إنتشاراً.

الفرع الأول: تعريف صكوك الإجارة

تعرف الإجارة بأنها: عقد إيجار في مجال التمويل الإسلامي، تقوم على نظام مشابه للإيجار التقليدي، وبالتالي فهي مألوفة لدى المصدرين والمستثمرين في البلدان غير المسلمة.¹ وتعني تملك منافع مباحة لمدة محددة مقابل عوض مادي معلوم. وهي ثمن المنفعة أو بدلها الناشئة عن استخدام أو الإنتفاع بأصل من الأصول الثابتة.²

¹ Bedi Gunter Lackman, **Types of Sukuk (Islamic Bonds) and History of Japanese Company Issuance**, Nomura Journal of Capital Markets, (Vol.6 No.3, 2015, Research Associate), p 5

² محمود محمد العجلوني، مرجع سابق، ص 260.

أما صكوك الإجارة فهي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تصدر من أجل إستثمار حصيلتها في شراء أصول إنتاجية على أن يعاد تأجيرها إلى مستخدميها ومعنى ذلك أنها تقع على أعيان تصلح لإستغلال منفعتها، مع إستمرار بقائها لفترة طويلة نسبياً، وتصلح هذه الصيغة للأنشطة الإستثمارية المتوقع لها توليد تدفقات نقدية في المستقبل، ويمكن أن تنتهي الإجارة بالتملك إذا تضمنت المدفوعات التي يحصل عليها المالك الأقساط الثانوية، كما يمكن النص في العقد على بيع الأصل المؤجر في نهاية المدة للمستأجر، والعائد على صكوك الإجارة معروف ومحدد مسبقاً، يقسم على حاملي الصكوك حسب حصة كل واحد منهم وحسب الإتفاق في العقد.¹

تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للإستثمار، سواء كانت أصول حقيقية، أو منافع، أو خدمات أو مزيج من ذلك كله.²

والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية، حيث يستطيع مالك الصك بيعها لأي مشتري بالثمن الذي يتفقان عليه سواء كان مساوياً أم أقل أم أكثر من الثمن الذي إشتري به وذلك نظراً لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض والطلب).

كما أن صكوك الإجارة تمثل أصولاً مؤجرة بدون ربط حملة الصكوك في الواقع بأي من الشركات أو المؤسسات. فعلى سبيل المثال، إن طائرة مؤجرة لإحدى الخطوط الجوية يمكن أن تمثل في صكوك وأن تمتلك من قبل آلاف من حملة الصكوك المختلفين، يقوم كل واحد فيهم بصورة فردية ومستقلة، بقبض الأجرة الدورية الخاصة بهم من شركة خطوط الطيران بدون أن يرتبطوا بحملة الصكوك الآخرين. فهم بعبارة أخرى، ليسوا ملاكاً لحصة في الشركة التي تملك الخط الجوي المؤجر، ولكن يمثل الواحد فيهم ببساطة مالكا لواحد في الألف من الطائرة نفسها.³

الفرع الثاني: خصائص صكوك الإجارة

من أهم خصائص صكوك الإجارة نذكر ما يلي:

✓ تتمتع صكوك الإجارة بمرونة لا تتمتع بها الصكوك الأخرى، هي لا تقيد الجهة المصدرة لهذه الصكوك بنوع معين من الأنشطة أو المشاريع أو الإستثمارات للأموال المحصلة، وإنما تمكنها من تمويل ما تراه من الأنشطة المتاحة أمامها.

¹ عماري صليحة وسعدان آسيا، مرجع سابق، ص 6.

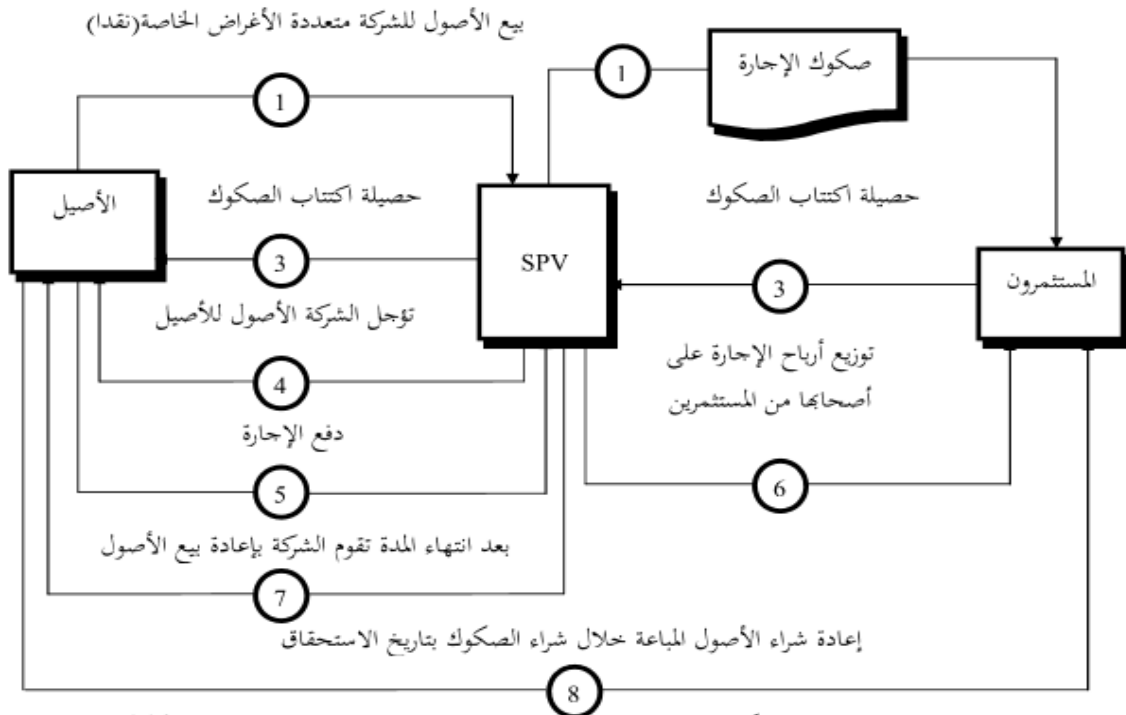
² صافية أحمد أبوبكر، مرجع سابق، ص 8.

³ عيد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 100 - 101.

- ✓ أن الأجرة المدفوعة لمالكي هذه الصكوك لا يشترط فيها أن تكون من مصادر المشروع نفسه، وبخاصة أن هذه الصكوك يمكن أن تستعمل لشراء أصول غير إيرادية مثل أصول البنية التحتية.
 - ✓ تعتبر ذات إيراد ثابت محدد مسبقاً، فهي نوع من أنواع الإستثمارات الإيرادية التي لا تتعرض لكثير من التغيرات بالقيمة السوقية.
 - ✓ تعتبر صكوك الإجارة قابلة للتداول لأنها تمثل ملكية في أصل حقيقي.
 - ✓ تتميز بمخاطر منخفضة نسبياً، لأن عائدها (الإيجار) معروف مسبقاً.¹
 - ✓ تستخدم في تمويل المشروعات الكبرى.
 - ✓ توفر ميزة تملك المشروع في نهاية العقد.
 - ✓ يمكن إستخدامها من قبل البنوك المركزية في عمليات السوق المفتوحة مثلها مثل سندات الدين.²
- ويمكن توضيح تنظيم عملية صكوك الإجارة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-6): تنظيم عملية صكوك الإجارة

تصدر الشركة الصكوك للمستثمرين التي تمثل ملكية منفعة الأصول



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 101.

¹ لعمش أمال وشرفي سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية- تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5 و6 ماي 2014، جامعة فرحات عباس- سطيف، ص 42.

² هناء محمد هلال الحنيطي، مرجع سابق، ص 14.

من خلال الشكل تتضمن عملية إصدار صكوك الإجارة قيام الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) بإصدار الصكوك وطرحها للاكتتاب من قبل المستثمرين، وبعد إتمام عملية الاكتتاب يدفع المصدر (SPV) قيمة الأصول للمنشئ ويقوم بتأجيرها له مقابل تسديد دفعات الإيجار للمصدر خلال فترات منتظمة، وفي نهاية المدة يلتزم المنشئ بالوفاء بوعده إعادة شراء الأصول من المصدر الذي يقوم بتوزيع حصيلة البيع على المستثمرين.

الفرع الثالث: أنواع صكوك الإجارة

تتمثل الأنواع المختلفة لصكوك الإجارة في:

- 1- **صكوك ملكية المنافع:** وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها، وإستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.
- 2- **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة (أو الموصوفة في الذمة):** تمثل وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجودة (مستأجر) بغرض إعادة إجارتها، وإستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.¹
- 3- **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين (أو من طرف موصوف في الذمة):** تعتبر وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، وإستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.²

¹ أمال لعمش، مرجع سابق، ص 110.

² لعمش أمال وشرفي سارة، مرجع سابق، ص 19.

المبحث الثالث: دور وأهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية لما توفره من صيغ مختلفة للتمويل المتفكدة وأحكام الشريعة الإسلامية، وبما يتناسب مع إحتياجات المستثمرين، لذلك فهي تحظى بإهتمام كبير لما لها من أهمية سواء بالنسبة للأفراد أو المؤسسات وحتى الحكومات، أو بالنسبة للسوق المالية ككل.

المطلب الأول: أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية

تتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصات الأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

- إن إبتكار أدوات مالية وإستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص الإستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الإستثمار المختلفة، وهو ما يعد أمراً حيوياً لدفع النمو الإقتصادي وتنشيط الإقتصاد، حيث تتعدد أنواع وآجال الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن إستخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات: الزراعية، الصناعية، العقارية...
- تقدم الأدوات الإستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فعندما تنتوع الأدوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية وتنظيم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراء للمدخرين من ودائع المصارف، وتصبح مصدراً أفضل لتمويل الإستثمار بالنسبة للمستثمرين.¹
- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية.
- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً، وتشمل المصارف الإسلامية وفي بعض الأحيان المصارف التقليدية كما في ماليزيا، وشركات الإستثمار والحكومات والقطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك بالنسبة للصكوك القابلة للتداول.²

¹ كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير: (العدد الرابع عشر، 2014، جامعة سطيف1)، ص ص 101-102.

² شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 222.

- تعد الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المهمة والواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية، ويمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في إنماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحلية والدولية.
- إن تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الإستثمار.

- كما ترتفع كفاءة السوق المالية بإزدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق وإتساعه، حيث ستزداد كميات التداول بالشراء والبيع لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الإحتياجات التمويلية والإستثمارية وتغطية عجز الموازنة... إلى غير ذلك.¹

إذ يمكن لآلية التصكيك الإسلامي الرفع من مستوى كفاءة الأسواق المالية وذلك لإنتقاء الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بتلك الأسواق مما يؤثر سلبا على تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يهتم بالقيمة السوقية للأسهم والسندات في الأجل القصير والتي تدخل في تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمردود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد بإتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع، مما يؤثر على عملية تحديد الأسعار العادلة ويخل بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة إستقرار النشاط الإقتصادي، الأمر الذي يؤثر سلبا على كفاءة الأسواق المالية ويحجبها عن أداء دورها التنموي. ومن ثم فآلية التصكيك الإسلامي تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة إستثمارية حقيقية. وفي نفس الوقت تعمل على تقليل المضاربات وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ.²

وعموما، فإنه وكما يجري مع السندات التقليدية، فإن مصدري 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 تسهيلها.³

وقد إزدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل أهمها:

- ❖ تلبي الصكوك إحتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنموية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام.

¹ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الإستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، خلال الفترة 31 ماي- 3 جوان 2009، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، ص 37.

² عبد القادر زيتوني، مرجع سابق، ص 17.

³ كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 102.

- ❖ تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.
 - ❖ تعتبر أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
 - ❖ المساهمة في جمع رأسمال لتمويل إنشاء مشروع إستثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الإكتتاب فيها رأس مال المشروع.
 - ❖ تساهم في الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الإستثمارية طويلة الأجل.
 - ❖ تعمل الصكوك على تحسين القدرة الإئتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك.
 - ❖ التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحد الإئتماني للشركة في البنوك، حيث إن كثيرا من الشركات العملاقة تكون قد إستوفت حدها الإئتماني لدى كثير من البنوك المحلية، والإقليمية، مما يجعل مهمة الحصول على التمويل من الصعوبة بمكان، وعليه فإن حصول الشركة على التمويل عبر الصكوك يفتح لها أبوابا إئتمانية جديدة.¹
- كما تحظى الصكوك الإسلامية بتصنيف إئتماني جيد، إذ أنها تخضع لضوابط هيئات شرعية تضم علماء دين يضمنون ألا تمر بعمليات توريق للدين تعرضها لمخاطر كتلك التي أدت إليها أزمة القروض العقارية الرديئة في الولايات المتحدة الأمريكية، فتوريق الدين محظور في إطار قواعد التمويل الإسلامي عامة.²

المطلب الثاني: واقع الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا

نتطرق من خلال هذا المطلب إلى تطور إصدار الصكوك الإسلامية عالميا، وحسب البلد وحسب الأنواع المختلفة للصكوك، وذلك خلال الفترة من 2001 إلى 2014.

الفرع الأول: الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001 - 2014)

يمكن توضيح تطور إصدار الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة من 2001 إلى 2014 من خلال الشكل التالي:

¹ قرومي حميد، مرجع سابق، ص ص 8-9.

² صفية أحمد أبوبكر، مرجع سابق، ص 29.

الشكل رقم (2-7): إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا
خلال الفترة (2001 - 2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم 1.

عرفت سوق الصكوك الإسلامية تسجيل أرقام مرتفعة في حجم إصداراتها، فمن خلال الشكل السابق والملحق رقم 1، نلاحظ إرتفاع قيمة الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا من 1.172 مليون دولار سنة 2001 لتصل إلى 120.854 مليون دولار سنة 2014.

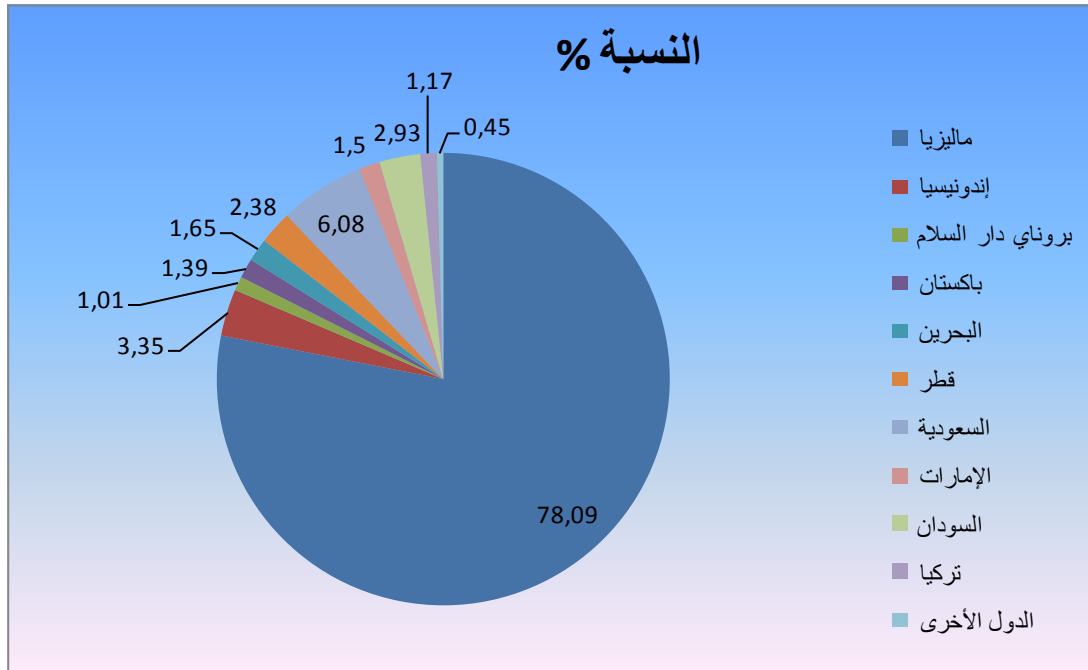
وقد شهدت الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية توسعا كبيرا خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2007، حيث وصلت قيمة الإصدارات إلى 50.041 مليون دولار سنة 2007 وهي تمثل أكبر قيمة خلال هذه الفترة، لتعرف سنة 2008 منعرجا في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث شهدت قيمة الإصدارات تدهورا كبيرا مسجلة ما قيمته 24.264 مليون دولار، ولعل ذلك راجع إلى حدوث الأزمة المالية العالمية والخلافات الشرعية التي عرفتها الصكوك الإسلامية.

غير أن سوق الصكوك إستعادت الوتيرة التصاعدية وعادت إلى الإنتعاش من جديد إبتداء من سنة 2009 مسجلة إصدارات بقيمة 37.904 مليون دولار إلى غاية سنة 2014، أين عرفت إنخفاضا طفيفا في قيمة إصدار الصكوك على مستوى العالم، وتبقى أكبر قيمة مسجلة لإصدارات الصكوك خلال فترة الدراسة تعود لسنة 2013 والتي قدرت ب 138.170 مليون دولار.

الفرع الثاني: تطور إصدار الصكوك الإسلامية حسب البلد

يمكن تبيان أهم الدول المصدرة للصكوك الإسلامية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-8): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب البلد خلال الفترة (2001- جوان 2014)



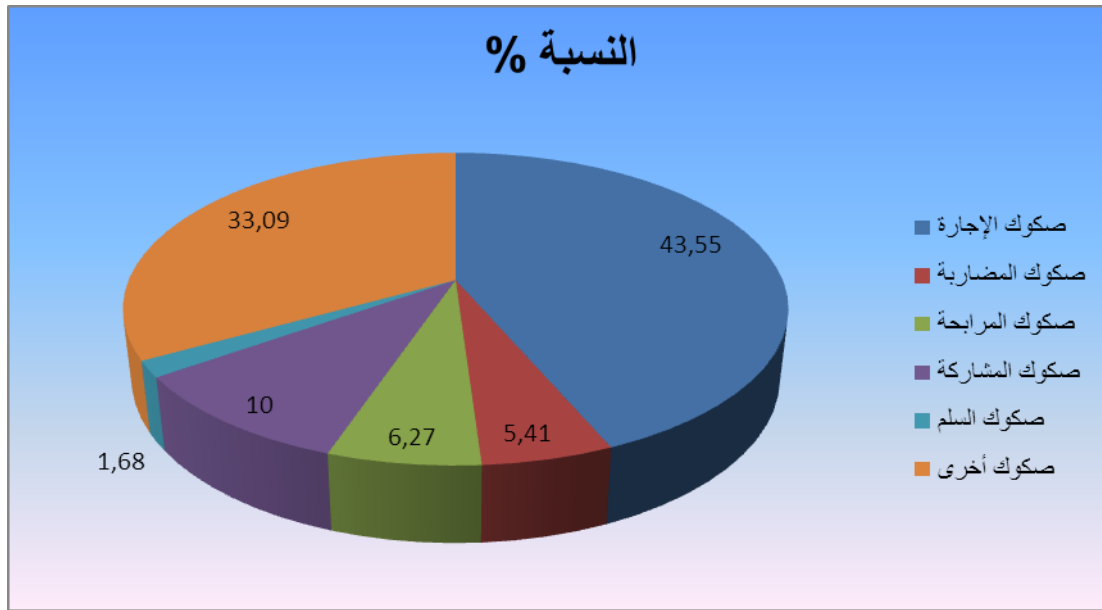
المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم 2.

يظهر من خلال الشكل السابق والملحق رقم 2 سيطرة ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى جوان 2014، بإصدارات ضخمة من الصكوك الإسلامية بلغ عددها 3932 إصدار، بمبلغ إجمالي يقدر بـ 430.579 مليون دولار، وهو ما يمثل نسبة 78.09%، متبوعة بكل من السعودية بنسبة 6.08%، وإندونيسيا بنسبة 3.35%، ثم السودان وقطر بنسبة 2.93% و 2.38% على التوالي، وصولاً إلى أقل نسبة وهي 1.17% والتي حققتها تركيا.

الفرع الثالث: تطور إصدار الصكوك الإسلامية حسب النوع

يمكن توضيح الإصدارات المختلفة للصكوك الإسلامية حسب النوع من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-9): إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال الفترة (2001- جوان 2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم 3.

شهدت سوق الصكوك الإسلامية تنوعا كبيرا من حيث إصدارات الصكوك، حيث نلاحظ من خلال الشكل السابق والملحق رقم 3 زيادة صكوك الإجارة خلال الفترة (2001- 30 جوان 2014)، بقيمة 50.894 مليون دولار، ما نسبته 43.55%، لتأتي بعدها صكوك المشاركة بنسبة 10%، وصكوك المرابحة بنسبة 6.27%، ثم صكوك المضاربة وصكوك السلم بنسبة 5.41% و 1.68% على التوالي.

المطلب الثالث: المعوقات والتحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية

رغم الإنجازات والتطور الذي حققته الصكوك الإسلامية سواء على مستوى الأسواق المالية أو المصارف الإسلامية، وسواء كان ذلك على المستوى المحلي أو الدولي، إلا أن هذا التطور تشوبه بعض المعوقات.

ولعل من أبرز التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية، نجلها فيما يلي:

1- الإختلافات الشرعية:

تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، حيث يبالغون أحيانا في تشددهم ويحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو إنخفاض في الأرباح.¹

¹ حكيم براضية وجعفر هني محمد، مرجع سابق، ص 279.

2- غياب الإطار التشريعي:

ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى، حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.

3- التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية:

لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها إئتمانيا من قبل وكالات تصنيف إئتمانية دولية وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة.¹

4- ضعف الوعي العام بثقافة الصكوك:

بشكل عام إن ترويج منتجات الصناعة المالية الإسلامية يواجه مشكلة مزدوجة، شقها الأول يتمثل في غياب الثقافة المالية الإسلامية في الكثير من الدول، حيث أن عدم الإلمام الكافي للمستثمر العربي والمسلم بالصكوك الإسلامية، نتيجة لحدائثة سوقها وعدم نضجها، جعله يفتقر للفهم الشامل للصكوك باعتبار أن هذه الصناعة خلقت أولا لتستجيب لحاجيات سكان المنطقة لإعتبارات دينية ولإبعادهم عن الفكر المالي التقليدي المترسخ لديهم، وشقها الثاني يتمثل في الترويج لها وإكسابها صفة العالمية، وبالتالي مخاطبة أفراد لا تعنيهم الإعتبارات الدينية، وإنما يهتمون بالعوائد المالية لهذه المنتجات. وهو ما يتطلب رفع الوعي المحلي والعالمي ونشر ثقافة أدوات الصناعة المالية الإسلامية ومنها ثقافة الصكوك وأهميتها في التنمية من خلال حملات إعلامية محليا وإقليميا.²

5- نقص الشفافية في بعض الإصدارات:

وهو ما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تصنيف إئتماني من مؤسسات التصنيف الإئتماني العالمية وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الإكتتاب في بعض الإصدارات.

6- عدم وجود سوق ثانوية:

مما يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد، وهناك مجموعة من الأساليب تؤدي إلى عدم وجود سوق ثانوية لهذه الصكوك منها: قلة عدد الصكوك المطروحة، وكذلك رغبة حائزي الصكوك بالإحتفاظ بها باعتبارها تدر عائدا مضمونا، وعدم وجود بديل لها في السوق، وعدم وجود سماسة وصناع سوق متخصصين في تقديم عروض وطلبات مستمرة.³

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 172.

² سليمان ناصر وربيعه بن زيد، الصكوك الإسلامية الواقع والآفاق، مرجع سابق، ص 61.

³ صفية أحمد أبوبكر، مرجع سابق، ص 30.

7- إرتفاع تكاليف الإصدار:

على مدير الإستثمار أو مدير الصندوق وهو عبارة عن شركة أو مؤسسة مالية أو بنك أن يعمل على تولي الإصدار وإدارة عمليات الإكتتاب وتغطية الإصدار... وفي هذا زيادة في التكلفة وزيادة شبه بين الصكوك الإسلامية والسندات.

8- سيطرة الدولار الأمريكي على سوق الصكوك:

بالرغم من عروبة وإسلامية الدول المصدرة لها، ومن المعلوم أن عملة الدولار أكثر العملات تأثرا بالأزمة المالية العالمية.

9- العرض والطلب:

مازال العرض والطلب على الصكوك يقتصر بشكل كبير على جنوب آسيا والشرق الأوسط، بينما لا تزال هناك أسواق تزخر بفرص عديدة لإصدار الصكوك لم تستغل بعد كدول شمال إفريقيا.

10- مخاطر الصكوك:

باعتبارها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظرا لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الإستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي مخاطر الإئتمان، مخاطر السوق ومخاطر التشغيل...¹

11- نقص الموارد البشرية المؤهلة:

لقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطورا سريعا، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدرية في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية.²

¹ حكيم براضية وجعفر هني محمد، مرجع سابق، ص ص 279 - 281.

² عيد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص ص 172.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها وتداولها، وكذا تطور إصدارها عالميا، ومختلف التحديات التي تواجهها، نخلص إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- ✓ الصكوك الإسلامية عبارة عن أوراق مالية تتوافق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- ✓ تحكم عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية مجموعة من الضوابط والأحكام المحددة شرعا.
- ✓ توجد العديد من السمات المشتركة بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات، كما تختلف في بعض الأشياء.
- ✓ توجد العديد من أنواع الصكوك الإسلامية تسمح بالمفاضلة بين مختلف صيغ التمويل الإسلامي.
- ✓ تلعب الصكوك الإسلامية دورا مهما في سوق الأوراق المالية من خلال تجميع المدخرات، وزيادة عدد الأدوات المالية والمؤسسات المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية.
- ✓ شهدت سوق الصكوك الإسلامية تطورا كبيرا منذ نشأتها على الرغم من تأثرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية.
- ✓ تتصدر ماليزيا دول العالم من حيث إصدار الصكوك الإسلامية بنسبة كبيرة، كما تعتبر صكوك الإجارة الأكثر إنتشارا من باقي الأنواع.
- ✓ رغم الإيجابيات الكثيرة للصكوك الإسلامية إلا أنها تواجه العديد من التحديات كالاخلافات الشرعية ونقص الموارد البشرية المؤهلة وغيرها من التحديات.

الفصل الثالث

دراسة حالة سوق الأوراق

المالية الماليزية

تمهيد:

تعتبر ماليزيا من الدول السبّاقة في إصدار وإبتكار أنواع جديدة من الأدوات المالية الإسلامية، نظرا للخبرة الكبيرة التي تتمتع بها في إبتكار أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مما جعل منها مركزا مهما للصيرفة الإسلامية في العالم.

وتعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من أهم الأسواق التي تتعامل بالمنتجات المالية الإسلامية عموما والصكوك الإسلامية خصوصا، نظرا للتسهيلات والتحفيزات التي وضعتها الحكومة الماليزية لدعم هذه الصكوك، ووجود عدد كبير من المستثمرين والشركات التي تقوم بإصدارها وتداولها وإدراجها في سوق الأوراق المالية الماليزية.

لذلك سنتطرق خلال هذا الفصل إلى سوق الأوراق المالية الماليزية، ومختلف أنواع الصكوك الإسلامية الماليزية والدور الذي تلعبه في تنشيط هذه السوق، من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية في ماليزيا

المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في إنعاش سوق الأوراق المالية الماليزية

المبحث الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية

سننتظر من خلال هذا المبحث إلى سوق الأوراق المالية الماليزية ونشأتها، وذلك للتعرف على هذه السوق والإلمام بمختلف الجوانب المتعلقة بها لوضع صورة عامة عن مكان الدراسة، بالإضافة إلى الوظائف التي تقوم بها هذه السوق، ومختلف الأقسام المكونة لها.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية

لا تختلف سوق الأوراق المالية الماليزية عن الأسواق المالية الأخرى في المفهوم العام والمتداول، كما أن نشأتها تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية

فالمفهوم العام لسوق الأوراق المالية الماليزية يطابق المفهوم العام للسوق، بأنه ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، من طرف الطالبين - أصحاب العجز المالي - والعارضين - أصحاب الفائض المالي - وفق قواعد ونظم تحكم عملية التبادل، وتسهر إدارة السوق على تطبيقها.¹

سوق الأوراق المالية الماليزية هو واحد من أكبر الأسواق في جنوب شرق آسيا، مع تاريخ يمتد إلى نحو 50 عاما، قبل سنة 1990م كانت سوق الأوراق المالية الماليزية عبارة عن سوق صغيرة نسبيا من حيث القيمة السوقية، أما بعد سنة 1990م شهد الإقتصاد نموا هائلا، حيث منذ ذلك الحين شهدت سوق الأوراق المالية الماليزية نموا كبيرا، ويعود الفضل في ذلك إلى الكثير من السياسات المالية التي تهدف إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتحقيق المزيد من النمو.²

ويضم سوق الأوراق المالية الماليزية، لكل من سوق الأوراق المالية التقليدي، إلى جانب سوق الأوراق المالية الإسلامي للأصول المتوسطة والطويلة الأجل، وسوق الميزداك MESDAQ، والبورصة المالية للمشتقات، ومركز لبوان LABUAN.

وكباقي الأسواق فهو يظم سوقين واحدة سوق منظمة، وأخرى غير منظمة لا سيما سوق السندات، الذي يعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لتوفير الأموال الإستثمارية المتوسطة والطويلة الأمد، لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، وباعتبارها ميدان خصب للمنافسة بين الشركات لإجتذاب والحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأحسن.

¹ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2012- 2013، ص 162.

² Bit- Kun Yeoh and others, **Time- Varying World Integration of The Malaysian Stock Market: A Kalman Filter Approach**, Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance: (Vol. 6, No. 2, 2010), p 2.

وتتعدد الأدوات المالية المتداولة فيها، من أسهم وسندات تقليدية وأسهم وصكوك إسلامية والسندات الحكومية وسندات الشركات الخاصة، وشهادات صناديق الإستثمار وعقود المستقبلات وغيرها.¹

الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية

نشأ النظام المالي الماليزي بتأسيس البنك المركزي الماليزي Bank Negara Malaysia بتاريخ 24 جانفي 1959م، وبدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية والقصديرية.²

يرجع تاريخ ظهور سوق الأوراق المالية في ماليزيا إلى سنة 1930 حيث أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة (Singapore Stockbrokers Association)، كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية. أما تأسيس سوق للأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960، بتأسيس بورصة الملايو، وتشكلها من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة، واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور، وشكلتا سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس. وفي عام 1964، تم تأسيس سوق الأوراق المالية الماليزية ليتم في سنة 1965 الفصل بين الغرفتين ليتم تأسيس بورصة في كل بلد على حدى، وسميتا بإسم واحد سوق الأوراق المالية الماليزية السنغافورية وإستمر عمل البورصة وأداء وظائفها ككيان مشترك، حتى سنة 1973 ليتم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلا من:

- بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا.
- بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة.³

وفي 14 أبريل 2004، تم تغيير إسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية إلى إسم بورصة ماليزيا برهاد، وتم تجديد هياكل البورصة التي كان الغرض منها تعزيز الوضع التنافسي ومواكبة توجهات السوق لخدمة العملاء.⁴

وفي 18 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد.⁵

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 162.

² عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 182.

³ محمد غزال، مرجع سابق، ص 163.

⁴ Raymond Liow Sang Loong, **Performance of Construction Company Listed in Kuala Lumpur Stock Exchange**, A report submitted in fulfillment of the requirements for the award of degree of Bachelor of Civil Engineering, Universiti Malaysia Pahang, November 2010, p 9.

⁵ ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية - دراسة حالة ماليزيا والسودان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2014-2015، ص 194.

عملت الحكومة الماليزية على الإرتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الأمام، وجعله مصدرا حيويا للتنمية والعنصر الرئيس في تمويل الإقتصاد المحلي، مما أدى إلى إعتماد برنامج الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية (Malaysian Capital Market Master Plan) وتحت رعاية وزير المالية الماليزي.

وبدأ العمل لتطوير الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية في 2001/02/22 والتي تتضمن 152 توصية تغطي 11 ناحية، ومن أهم الأهداف المسطرة للوصول إليها، العمل على توفير البيئة الإستثمارية الملائمة وجعلها تتوافق مع متطلبات المستثمرين وإحتياجاتهم، وتشجيع إدارة الإستثمار الفعالة للمحافظ الإستثمارية. ومن الأهداف كذلك زيادة تنافسية وكفاءة المؤسسات العاملة في السوق، وكذا العمل على تنافسية مؤسسات الوساطة المالية.

ومن أهداف الخطة كذلك، تعزيز عمل أنظمة الرقابة الفاعلة والمنتظمة، يجعل سوق رأس المال المصدر الرئيس في العملية التمويلية للشركات الماليزية، والعمل على زيادة ماليزيا كمركز لإبتكار الصكوك، والوصول بها لأن تكون مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، بإعتبارها مركزا لتعليم المالية الإسلامية والتدريب والإستشارات والبحوث.¹

وقد إنتهجت المراحل التالية للوصول إلى ذلك:

- **المرحلة الأولى:** من 2001 إلى 2004 عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء ومؤسسات الإستثمار المحلي.
- **المرحلة الثانية:** من 2004 إلى 2006 وتميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للإفتتاح.
- **المرحلة الثالثة:** من 2006 إلى 2010 وتعد آخر مرحلة وتتميز بالإفتتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحصين مؤسسات السوق المحلي والمرافق الملحقة بها، وذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها.

ومن بين العوامل التي زادت في نمو وتطور هذه السوق نمو الصناديق المالية الإسلامية، وزيادة حجم سوق الأسهم المالية الإسلامية المتداولة، بالإضافة لإستحداث منتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالصكوك الإستثمارية، بالإضافة إلى ظهور مؤسسات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف ومؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوحيد المعايير الشرعية للمنتجات وآلية الرقابة عليها.²

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص ص 163 - 164.

² ساسية جدي، مرجع سابق، ص 194.

الفرع الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية

أصبح سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما وأساسيا من أركان النظام المالي والإقتصادي الماليزي، وتتبع أهميته من كونه إحدى الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات الإستثمار المناسبة، والمشاريع التنموية في ماليزيا، ويتحقق ذلك من خلال قيامه بالأعمال والوظائف التالية:

✓ يعتبر سوق رأس المال الماليزي أحد عناصر القطاع المالي الماليزي، وأصبح الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لا سيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شؤون صندوق الحجاج، والأفراد من جهة، والقطاعات التي تعاني عجزا على وجه الخصوص من جهة أخرى، مثل قطاعات الصناعة، والزراعة، والسياحة، والخدمات والأنشطة الإقتصادية الأخرى في ماليزيا، أي بمعنى آخر الوساطة بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الإقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في سوق الأوراق المالية الماليزية وهذه من عموم وظائف سوق الأوراق المالية.¹

✓ من خلال هذا السوق إستطاعت المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وشركات التأمين، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد بتجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى تمويل المشاريع التنموية الإقتصادية والإجتماعية، وتلبية إحتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.

✓ تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا، بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال لأهداف إستثمارها في الأنشطة الإقتصادية الماليزية، وتطور الملكية للشركات ذاتها.²

✓ يساعد السوق عمليات التطور للإقتصاد الماليزي وذلك بتجميع الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل من كل مشاركي السوق لتمويل المشاريع التنموية العامة، وإستثمارات الشركات الخاصة.

✓ يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لا سيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الإقتصادية الأخرى في ماليزيا.

¹ بن الضيف محمد عدنان، الإستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2007- 2008، ص 174.

² عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 185.

- ✓ يساهم سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الإستثمار المناسبة طويلة ومتوسطة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.¹
- ✓ تعبئة رؤوس الأموال من المستثمرين المحليين والأجانب في القطاعين العام والخاص في سوق رأس المال الماليزي لأنشطتها وتطور الإقتصاد الماليزي، إلى جانب أنه يساعد النظام المصرفي الماليزي في تصكيك أصوله للحصول على السيولة.
- ✓ كما أن ظهور سوق رأس المال الماليزي تستفيد منه وحدات النظام الإقتصادي الماليزي سواء أكانت وحدات الفائض أم العجز.²

المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية

تنقسم سوق الأوراق المالية الماليزية حسب الأدوات المتداولة فيها إلى سوق الملكية، وسوق السندات، وسوق المشتقات، والسوق الماليزية الإسلامية لرأس المال، ومركز لبوان للتداولات المالية الدولية.

أولاً: سوق الملكية

تمثل سوق الملكية (الأسهم) في ماليزيا أهم سوق يوفر للمستثمرين فرصا كبيرة في تنمية وزيادة رؤوس أموالهم، كما توفر فرصة الإستثمار الطويل الأجل وتملك جزء من أصول الشركة المقيدة بالبورصة والحصول على جزء من أرباحها في نهاية السنة أو تحمل الخسارة إن تحققت.³

بالإضافة إلى ذلك، فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدول تداول البورصة الماليزية، التي تأسست في عام 1973 بإسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة. ويحكم هذه البورصة عدة قوانين شرعت من أجل توفير الظروف الملائمة لسير عملها، منها قانون الشركات الصادر في عام 1965 وتعديلاته عام 1986، قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتعديلاته سنة 1987، مجموعة القوانين في الحيازة والإندماج سنة 1987، قانون الحفظ المركزي لسنة 1991، قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993 وتعديلاته سنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية والخدمات لسنة 2007 وتعديلاته سنة 2011.⁴

وفيها يتم تداول الأوراق المالية التالية:

- الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة.
- وحدات الإستثمار العقاري: وهي وحدات الإستثمار في العقارات.

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص ص 174 - 175.

² عيد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 185.

³ ساسية جدي، مرجع سابق، ص 195.

⁴ محمد غزال، مرجع سابق، ص 164.

- **شهادات حق الشراء من الأسهم الموجودة:** وهي شهادة تصدرها شركة المساهمة لبعض الأشخاص، تعطي لحاملها الحق وليس الإلتزام في شراء الأسهم العادية الجديدة بسعر معين خلال مدة محددة. والغرض منها حماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة، بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق.
- **شهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة:** وهي تعطي لحاملها الحق وليس الإلتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بئمن معين في فترة محددة مسبقا. ولها مدة إستحقاق محددة (عشر سنوات) فإذا لم ينفذ حامل الحق (المستثمرون) خلال فترة الإستحقاق، يفقد حقه في الإكتتاب للأسهم الجديدة. وفي التجربة الماليزية في الوقت الحاضر، تلحق هذه الشهادات بإصدار السهم Bond with warrant من قبل الشركة ذاتها.¹

ويتم قيد الشركات التي تريد التسجيل في البورصة في إحدى الجدولين:

❖ **الجدول الأساسي:** يتمثل في قائمة أولى من الشركات تسجل فيها وفقا لمتطلبات جد محددة، تضبطها إدارة السوق، تتمثل في الأساس قيمة رأس المال الذي لا يقل عن 60 مليون رينجيت ماليزي.

❖ **الجدول الثانوي:** وهو عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات الأصغر، التي لها خصائص نمو جيدة ولا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجيت ماليزي وأقل من 60 مليون رينجيت ماليزي.

في حين بورصة ماليزيا لعرض الأسعار الأوتوماتيكية والتعاملات للأوراق المالية المحدودة The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated BHD-MESDAQ وهي عبارة عن تسجيل لأسهم الشركات المرتبطة بمجالات التقنية الحديثة والتكنولوجيا المتقدمة، والتي لم يتم تسجيلها في الجدولين السابقين.²

ثانيا: سوق السندات

هي عبارة عن السوق غير المنظمة ويتم فيها تداول السندات الحكومية والخاصة في ماليزيا التي تزيد فترة إستحقاقها عن السنة، ويتم إدارة السوق وفق نظام إلكتروني خاص يسجل فيه كل ما يتعلق بتعاملات السندات بنوعها التقليدي والإسلامي، خاصة معاملات تداول السندات وتسويتها، ويخضع هذا

¹ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية - غزة، 2007، ص ص 86- 87.

² محمد غزال، مرجع سابق، ص 166.

النظام لرقابة وإشراف المصرف المركزي الماليزي، الذي يعتبر مسؤولاً عن السوق الثانوية للسندات، في حين تتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية مهمة الرقابة والإشراف على السوق الأولية لسوق السندات.¹ ويتم تداول كلا من السندات الحكومية وسندات الشركات في ماليزيا:

• **السندات الحكومية:** وهي وثائق الدين العام طويلة الأجل، وتصدر عن البنك المركزي ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز في الموازنة العامة للدولة. وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال. وتستخدم هذه السندات كأحد عناصر الإحتياطي النقدي. وقد أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية لأول مرة في أواخر السبعينات، وكانت تعرف بالأوراق المالية الحكومية الماليزية MGS Malaysian Government Securities وتعتبر أوراق مالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل قرضاً تحصل عليه الحكومة من الأفراد أو الهيئات بهدف الإنفاق العام، وفيها تتضاءل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله. ولقد أصدرت هذه السندات لتمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل، وتصدر من خلال نظام المزاد العلني والإكتتاب Auction System، ويتم شراؤها من السوق الثانوية أو من البنك المركزي الماليزي. كما توجد أيضاً السندات الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة.²

• **سندات الشركات:** وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الإستثمارية، وشهد إصدار هذا النوع من السندات تزايداً في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الإسلامية.³

ثالثاً: سوق المشتقات

لقد بدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع سنة 1980، وأول أدوات المشتقات التي تم تداولها هي عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، وعقود المستقبلات للمطاط وعقود المستقبلات للتصدير، وبعدها عقود المستقبلات لزيت نواة النخيل الخام التي تعتبر من أنشط العقود المستقبلية.

ويمكن أن يتم التداول بأدوات المشتقات في البورصة الماليزية للمشتقات، سواء داخل هذه البورصة أو خارجها، حيث يتم تداول عقود المستقبلات والخيارات في البورصة أما الأدوات المتداولة خارج البورصة فهي عقود المبادلات والعقود الآجلة لأسعار الفائدة.⁴

¹ شافية كتاف، مرجع سابق، ص 115.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 89.

³ ساسية جدي، مرجع سابق، ص 197.

⁴ شافية كتاف، مرجع سابق، ص 115-116.

وفي 17 سبتمبر 2009 دخلت بورصة ماليزيا برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية (CME) حيث تمتلك هذه الأخيرة 25% من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، فضلا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا.

وتنقسم سوق عقود المشتقات والخيارات إلى الأقسام التالية:

• **عقود الخيارات:** وهو يقتصر على نوع وحيد ويتمثل في عقود خيار الأسهم وهي عقود الخيار لمؤشر كوالالمبور (OKLI).

• **عقود المستقبلية:** وتوجد العقود التالية:

✓ **عقود مستقبلية السلع:** وتنقسم إلى عقود مستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO)، وعقود مستقبلية لزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO)، وعقود مستقبلية لزيت نوات النخيل الخام (FPKO).

✓ **عقود مستقبلية الأسهم:** وتنقسم بدورها إلى عقود مستقبلية لمؤشر كوالالمبور (FKLI)، وعقود مستقبلية الأسهم الواحدة (SSFs).

✓ **عقود المستقبلية المالية:** وتحتوي على عقود مستقبلية لمعدل الإقتراض بين معدل السندات كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر (FKB3)، وعقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات (FMG3)، وعقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات (FMG5).¹

رابعا: مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية

في سنة 1990 تم إنشاء مركز لبوان للتعاملات المالية الخارجية (الأوفشور) وتم البدء بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية في 23 نوفمبر 2000 وقد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي، ويخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من قيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة.²

خامسا: السوق المالية الإسلامية الماليزية

تؤدي هذه السوق منذ إنشائها، دورا هاما في البورصة الماليزية، شأنها شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو والتطور الإقتصادي لماليزيا، وكون غالبية سكان ماليزيا من المالاويين المسلمين، أدى عزوفهم على التعامل بالسندات التقليدية، بالسلطات الماليزية إلى إنشاء هذه السوق التي تعمل على توفير إحتياجات ماليزيا من الموارد المالية، وبإستعمال أدوات الإستثمار المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 167 - 168.

² ساسية جدي، مرجع سابق، ص 198.

ويتم التعامل في سوق الأوراق المالية الماليزية في سوقين رئيسيين، الأولى سوق الإصدار الأولى، والثانية سوق التداول.

❖ **السوق الأولى أو سوق الإصدار:** وتنشط فيها كل من الحكومة والشركات الخاصة الماليزية، وتهدف من ذلك توفير التمويل اللازم لإستثماراتها القصيرة أو طويلة الأجل.

❖ **السوق الثانوي أو سوق التداول:** ويتم تداول فيها الأوراق المالية المصدرة في سوق الإكتتاب، في أسواق منظمة كالبورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة أو في سوق MESDAQ، أو السوق غير المنظمة.¹

المطلب الثالث: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة العليا والأساسية المكلفة بالرقابة على سوق رأس المال الماليزي بشكل عام، كما توجد جهات رقابية فرعية تساعد هيئة الأوراق المالية الماليزية في أداء وظائفها.

الفرع الأول: الهيئة الرقابية العليا (هيئة الأوراق المالية الماليزية)

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية الهيئة الرقابية العليا والوحيدة لسوق الأوراق المالية الماليزية، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، وتقدم تقاريرها وحساباتها للبرلمان كل سنة.²

حيث قامت الحكومة الماليزية بإنشاء هذه الهيئة في 1 مارس 1993م بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993م وأسندت لها الوظائف التالية:

- تسجيل نشرة الإكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
- السماح بإصدار سندات الشركات.
- الرقابة والإشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات.
- الرقابة على الإندماجات للشركات في ماليزيا.
- مراقبة صناديق الإستثمار.
- مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة.
- تقديم الإعتمادات ومراقبة الأشخاص المعتمدين.

ومن أهدافها:

- ✓ تأكيد حماية مناسبة للمستثمرين.
- ✓ تطوير النظام وجعله مرنا.
- ✓ تشجيع المنافسة بين وسطاء السوق.

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 168.

² ساسية جدي، مرجع سابق، ص 200.

✓ تعزيز شفافية السوق.

✓ دعم وحدة السوق.¹

الفرع الثاني: الجهات الرقابية الفرعية

تتمثل الجهات الرقابية الفرعية في مجموعة من الهيئات المساعدة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية مهامها ووظائفها وتتمثل في:

أولاً: بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد

تم إنشاؤها في 4 ديسمبر 2003 وهي عبارة عن مؤسسة منظمة تتداول فيها الأوراق المالية، كما أنها مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المرتبطة بالأوراق المالية، والحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، وذلك من أجل تحقيق بيئة إستثمارية منظمة تتميز بدرجة عالية من الشفافية، وتعمل البورصة الماليزية للأوراق المالية على حظر العمليات المؤدية إلى عدم إستقرار السوق المالي، وذلك عن طريق إصدار القوانين والإرشادات الخاصة، للرقابة على الأنشطة المزولة في داخل أو خارج البورصة.

وتشرف وزارة المالية الماليزية على كافة الأنشطة التي تدار في البورصة الماليزية بصفة غير مباشرة، في حين تسند لهيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولية على الرقابة المباشرة، وبناء على ذلك فإن بورصة الأوراق المالية الماليزية برهاد، خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية.²

ثانياً: بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد

وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية إلكترونيا (MESDEQ)، وتوفر خدمات المقاصة فيها لأعضاء البورصة وفقاً لقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 (Securities Industry Act 1983)، ومن وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهة، ومسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.³

ثالثاً: بورصة الإيداع برهاد

وهي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل لشهادات بين المشتري والبائع للأسهم، ويستخدم هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادة، وتتم التسوية من خلال الأنظمة الإلكترونية. وتتم عملية التسجيل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي المعروف بإسم Central Depository System، وتتولى هذه

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 182.

² محمد غزال، مرجع سابق، ص 176-177.

³ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 94-95.

البورصة إدارة جميع الحسابات، والرقابة على تعاملات الأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفق القوانين المنظمة.

رابعاً: بورصة المشتقات برهاد

تم إنشاؤها في 17 أبريل 1993 ويتم تداول في هذه البورصة منتجات المشتقات المالية، من عقود المستقبلات والخيارات، ويشرف على رقابة هذه البورصة كل من هيئة الأوراق المالية والبورصة ذاتها. وتمتلك بورصة الأوراق المالية المحدودة 75% من أصول هذه البورصة كما تسند لها عمليات تسهيل عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام (FCPO) في العالم.¹

خامساً: بورصة المقاصة للمشتقات برهاد

وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلات والخيارات. والخلاصة أن وجود الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي يمكن أن تساعد أسواق الملكية للأسهم والسندات والمشتقات لتحقيق ثقة المتعاملين في هذه الأسواق من خلال تطبيق القوانين الصادرة عنها.²

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 177.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 96.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تعتبر ماليزيا من الدول السبّاقة في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، نظرا للخبرة التي تتمتع بها في مجال الصيرفة الإسلامية وإبتكار أنواع مختلفة من الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتوفيرها لأنظمة والتشريعات المنظمة للتعامل في هذه الأدوات.

المطلب الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية ودوافع الإستثمار فيها في ماليزيا

شهد إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا العديد من المراحل، من خلال توفر الظروف الملائمة التي ساهمت بشكل كبير في توسيع الإستثمار في هذه الصكوك.

الفرع الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا

في التجربة الماليزية، تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الإستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي.¹

عرف تطور سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا عدة مراحل تتمثل في:

أولاً: تذبذب في إصدار الصكوك

وتمتد هذه المرحلة من 1990 إلى 2000 حيث شهدت عدم إستقرار في إصدار الصكوك وهذا لحدائتها في السوق المالي الماليزي، ومن أهم ما يميز هذه المرحلة التي مرت عليها ماليزيا في تطويرها لصناعة الصكوك كانت:

❖ **سنة 1990:** أصدرت شركة Shell MDS Sdn Bhd وهي شركة أجنبية وغير إسلامية، أول صك إسلامي بالرنجيت الماليزي بقيمة 125 مليون رنجيت (33 مليون دولار)، وكانت بصيغة البيع بثمن آجل.²

❖ **سنة 1997:** أطلقت شركة Khazanah الماليزية أول صكوك مرابحة من قبل الحكومة محاولة منها إيجاد بديل للسندات التقليدية المحلية ومعرفة مدى إستجابة السوق لهذا النوع من المنتجات.

❖ **سنة 2000:** تعيين مستشار شرعي مستقل من طرف لجنة مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية لماليزيا على مصدري الصكوك.³

¹ نبييل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 110.

² محمد غزال، مرجع سابق، ص 191.

³ ساسية جدي، مرجع سابق، ص 202.

ثانيا: نمو سوق إصدار الصكوك

وشهدت هذه المرحلة نمو مضطرد من ناحية الحجم والقيمة، وكذلك من ناحية الأنواع المبتكرة من الصكوك.

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

❖ **سنة 2002:** أطلقت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة المشهورة (الصكوك الماليزية الدولية) بمبلغ 600 مليون دولار حيث أصبحت بهذا الإصدار أول دولة في العالم تصدر الصكوك الحكومية الدولية. وقد سمحت الحكومة الماليزية بخضم مصروفات إصدار الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفدرالية سنة 2003 وكان الإصدار على مبادئ شرعية من الإجارة والمضاربة والمشاركة.²

❖ **سنة 2003:** أصدرت شركة Ambang Sentosa Sdn Bhd لأول صكوك إسلامية مدعومة بأصول، بالإضافة إلى تشجيع الحكومة الماليزية عن طريق السماح بخضم تكاليف إصدار الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها وفق صيغة الإستصناع من ميزانيتها لسنة 2004.

كما تم أيضا حل لمشكلة الضريبة على الصكوك الإسلامية كما هو الحال بالنسبة للسندات التقليدية.

❖ **سنة 2004:** شهدت هذه السنة إصدار لأول صكوك إستصناع في قطاع الطاقة من طرف SKS Power Sdn Bhd كما تم إصدار لأول صكوك إجارة دولية من طرف شركة خاصة SARAWAK والتي أنشأت شركة ذات الغرض الخاص لتدير هذا الإصدار، لمدة خمس سنوات بمبلغ 350 مليون دولار أمريكي، وتم بيع وإدراج هذه الصكوك في سوق لبوان للتداول (LFX).

وفي هذه السنة كذلك تم إصدار لأول صكوك إجارة محلية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، بقيمة 160 مليون رنجيت ماليزي من طرف شركة إنكرس المحدودة.

كما أصدرت International Finance Corporation وهي إحدى المؤسسات المالية التابعة للبنك الدولي، لأول صكوك عالمية من نوع صكوك البيع بثمن آجل بالرنجيت الماليزي بقيمة 500 مليون رنجيت ماليزي.

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 192.

² نور الدين أنجمون، تطوير الصكوك في ماليزيا، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية-، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 25 أكتوبر 2008، ص 5.

وأصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية SCM لإرشادات إصدار الصكوك الإسلامية في سنتي 2004 و 2011، وكانت هذه الإرشادات للإصدار، بمثابة الإطار المسير لكيفية عرض الصكوك الإسلامية، ومنظم لجوانب الابتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

❖ **سنة 2005:** أكبر عملية إصدار بالعملة المحلية - الرنجيت الماليزي- لصكوك إسلامية من طرف البنك الدولي، يحل أجلها في 2010 بقيمة 760 مليون رنجيت ماليزي، وبعد ثاني إصدار دولي من طرف جهة شبه سيادية.

كما شهدت نفس السنة إصدار لأول صكوك مشاركة من طرف شركة Musyarakah One Capital Berhad بقيمة 2.5 مليار رنجيت ماليزي.

❖ **سنة 2006:** إطلاق أول مؤشر للصكوك الإسلامية في كوالالمبور، وعرف هذا المؤشر ب Dow Jones Citi Group Sukuk Index وهذا المؤشر يقيس عمل الصكوك الإسلامية ذات الإيراد الثابت، التي تحكمها ضوابط الإستثمار الشرعي. وتم إنشاء هذا المؤشر بشكل أساسي لمساعدة المستثمرين الراغبين في الإستثمار في الصكوك الإسلامية والتي تمتاز بإيراد ثابت.¹

Khazanah National Berhad أطلقت أول صكوك مشاركة الموافقة للتشريعة القابلة للتبادل إضافة إلى كونها مدرجة في شركة Labuan الدولية للتبادل المالي وقد أدرج كذلك في بورصة Hong Kong Ltd (HKSE) وبهذا أصبحت أول صكوك أدرجت في قائمة بورصة HKSE.²

❖ **سنة 2007:** إصدار لأول صكوك مختلطة من طرف شركة Malakoff C.Bhd بقيمة 1.7 بليون رنجيت ماليزي.

أكبر إصدار للصكوك الإسلامية بقيمة 19 مليار رنجيت ماليزي حتى هذا التاريخ من قبل شركة Binariang GSM Sdn Bhd.

إصدار أكبر صكوك للتبادل بقيمة 850 مليون دولار أمريكي من قبل Khazanah National Bhd.

❖ **سنة 2008:** إصدار لأول صكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص، ممولة من طرف بنك التنمية الإسلامية من طرف شركة Tadamun Services Bhd بقيمة واحد (01) مليار رنجيت ماليزي.

❖ **سنة 2009:** إصدار لأكبر عرض من الصكوك الإسلامية بعملة أجنبية من طرف شركة Nasional Bhd Petroliom الماليزية إلى هذا التاريخ بقيمة 1.5 مليار دولار أمريكي.³

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 192 - 193.

² نور الدين أنجدمون، مرجع سابق، ص 8.

³ محمد غزال، مرجع سابق، ص 193.

- ❖ **سنة 2010:** إرتفع إصدار صكوك المشاركة والإجارة والمرابحة بقيمة 71 مليار رنجيت مقارنة بالسندات 32 مليار رنجيت.
- ❖ **سنة 2011:** حققت الصكوك الإسلامية نموا هائلا حيث إرتفعت حصتها في السوق إلى نحو 42% من إجمالي السندات المستحقة في ماليزيا نهاية 2011.
- ❖ **سنة 2012:** أكثر من 136 إصدارا متنوعا بقيمة تجاوزت 36.1 مليار دولار وهو رقم قياسي جديد.
- ❖ **سنة 2013:** إستحوذت على 68.8% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حول العالم في عام 2013 لتصل إلى حوالي أكثر من 266 مليار رنجيت ماليزي بما يعادل حوالي 82.4 مليار دولار أمريكي.
- ❖ **سنة 2014:** إصدار البنك المركزي الماليزي (بنك نيجارا) ما يزيد على 3.4 مليارات دولار من الصكوك قصيرة الأجل وتم طرح نحو 931 مليون دولار تقريبا من قبل هيئات حكومية وهما دانا انفرا ناسيونال برهاد (787.6 مليون دولار) وكاجاماس برهاد (144.5 مليون دولار).
- إرتفعت حصة صكوك الوكالة والوكالة بالإستثمار إلى 23.4% في يوليو (يونيو 2014: 10.1%) بدعم من البنك الإسلامي للتنمية والمؤسسة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية.¹

الفرع الثاني: دوافع الإستثمار في الصكوك الإسلامية في ماليزيا

من بين أهم الدوافع التي ساهمت في زيادة إصدار الصكوك الإسلامية الماليزية والإستثمار فيها هو:
أولا: توفير للظروف التنظيمية لإنشاء سوق الصكوك
من بين التسهيلات والخدمات التي قدمتها السوق المالية الإسلامية الماليزية والحكومة الماليزية، لزيادة نشاط سوق الصكوك هو توافرها على بنية مالية إسلامية متينة، وتوفير لقواعد ونظم تتماشى مع مقتضيات المرحلة الأولى، التي تعمل على أن تصبح ماليزيا مركزا دوليا للمالية الإسلامية، وكان ذلك عن طريق:

1. **معالجة الأمور التنظيمية:** عملت الحكومة الماليزية منذ الوهلة الأولى على تحسين وتوفير الظروف الملائمة لتنشيط إصدار الصكوك وذلك بإيجاد الحلول التنظيمية المناسبة. وكان ذلك من خلال:
 - توفر ماليزيا على مجموعة حلول تتماشى مع أنواع الصكوك وذلك بتوفير قاعدة إصدار وتداول للصكوك تتميز بكونها: أدوات إسلامية يمكن الوثوق بها، بنية قانونية وتنظيمية متينة، خضوعها لأحكام ومبادئ الشريعة، توفر الكفاءات البشرية المتخصصة والمدربة.
 - توفر ماليزيا على أدوات صناعة البنية المالية الإسلامية (المصارف الإسلامية، التأمين التكافلي، سوق النقد الإسلامي، السوق المالية الإسلامية) مما يسمح لها بدعم سوق الصكوك والنهوض

¹ ساسية جدي، مرجع سابق، ص ص 202- 203.

به، ووجود عدة أطراف في النظام المالي الإسلامي تعمل على تسيير إصدار وتوزيع الصكوك، أو خلق لطلب فعال للصكوك بتوفير لمجموعة واسعة من المستثمرين بالإضافة لعنصر الابتكار والتطوير، مما ساهم في وجود إصدارات مختلفة من الصكوك.

- توفر لأدوات التحوط وتسيير المخاطر مثل العقود الآجلة الإسلامية.
- إنشاء ماليزيا لمركز معلومات حول السوق المالية الماليزية، على غرار المركز المالي الإسلامي الماليزي Malaysia International Financial Center.

- تسهيل لإجراءات التعامل والتداول في سوق الأوراق المالية وذلك عن طريق النظم المعلوماتية.¹
- سنت ماليزيا القوانين بما يسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع للبنك المركزي الماليزي.²

2. إنشاء سوق للصكوك:

وكان ذلك من خلال إنشاء سوق خاص بالصكوك الإسلامية، يتم تداول فيها الصكوك المصدرة محليا أو من طرف الجهات الخارجية من الحكومات والشركات الأجنبية. وعملت البورصة الماليزية على إنشاء هذه السوق حتى توفر الظروف الملائمة، وخاصة توفير المعلومات المتعلقة بالإصدارات الجديدة وكذا أسعار تداولها لصغار وكبار المستثمرين، وحتى تكون مستقلة عن باقي أسواق الأوراق المالية الأخرى إسلامية أم تقليدية كانت.³

فوجود سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية والدولية.⁴

ثانيا: معالجة الأمور الضريبية

من الأمور التي ساعدت في تطوير إصدار الصكوك الإسلامية في البورصة الماليزية، تخفيف الأعباء الضريبية بالنسبة لكل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء العاملين في السوق، وكان ذلك من خلال:

(1) بالنسبة للمصدر:

✓ إعفاء الصكوك المصدرة من حقوق الطابع، وذلك لجميع الصكوك المصادق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية.

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 195.

² خولة فريز النوباني، الصكوك.. تجارب عالمية، ورشة عمل الصكوك الإسلامية.. تحديات، تنمية وممارسات دولية، يومي 18 و19 تموز 2010، BDO Jordan Islamic Financial Services، ص 17.

³ محمد غزال، مرجع سابق، ص 196.

⁴ خولة فريز النوباني، مرجع سابق، ص 17.

✓ تخفيض الضرائب على مصاريف عقود إصدار الصكوك إلى غاية سنة التقييم MASTER PLAN (2010).

✓ عدم تطبيق الضريبة على المصدرين والشركة ذات الغرض الخاص في حالة تصكيك للأصول. وانتقال لهذه الأخيرة من ملكية المصدر إلى ملكية الشركة ذات الغرض الخاص وهذا في حالة موافقة هيئة الأوراق المالية على هذه العملية.

✓ تأجيل في دفع الضرائب الخاصة بالضرائب المخفضة على الصكوك المصدرة، حسب صيغ المشاركة والمضاربة والإجارة والإستصناع وذلك حتى سنة التقييم في 2010.

✓ تخفيض الضرائب على الشركة ذات الغرض الخاص فيما يخص إصدار الصكوك، وذلك بإعفاء هذه الأخيرة من دفع الضرائب على مداخيلها فقط، في حالة إصدارها للصكوك. وفي هذه الحالة لا تخضع الشركة ذات الغرض الخاص إلى قانون الضرائب على المداخيل لسنة 1967.

(2) بالنسبة للمستثمرين:

✓ إعفاء من الضريبة على الدخل للصكوك المصدرة بالعملة المحلية (الرنجيت)، وذلك بالنسبة للأفراد المقيمين وشركات صناديق الإستثمار المغلقة النهائية، جميعهم معفيين من ضريبة الدخل على الأرباح المحققة من الصكوك التي يمتلكونها سواء كانت صكوك سيادية (حكومية) أو شركات خاصة، وتم الموافقة عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية. وبالنسبة للأفراد غير المقيمين فهم معفيين من ضرائب الدخل على أرباح الصكوك الحكومية أو الشركات الخاصة المصدرة بالعملة المحلية والموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.

✓ إعفاء الأرباح المحققة من الصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية من دفع الضرائب: فالمستثمرون المقيمون معفيون من دفع الضرائب على المداخيل المحققة من الأرباح المتحصل عليها من الصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية في داخل ماليزيا. الأرباح أو المداخيل للمستثمرين غير المقيمين والحاملين للصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية في داخل ماليزيا هي أيضا معفاة من دفع الضريبة.

✓ لا وجود لحقوق الطابع عند تحويل الصكوك، وذلك في الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، كما تتميز ماليزيا بكونها لا تفرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية.¹

(3) بالنسبة للوسطاء:

كما كانت هناك إعفاءات ضريبية خاصة بالوسطاء الماليين العاملين في البورصة، ومن أهم هذه

التحفيزات:

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 198.

✓ إعفاء عن الرسوم المستحقة على تداول الصكوك وضمان الأخطار وتوزيع الصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية (غير الرنجيت) في خارج ماليزيا.

✓ إعفاء على ضريبة الأرباح المتحصل عليها من الصكوك المصدرة بالعملة الأجنبية.

وفي إطار إستمرار مجهودات الحكومة الماليزية للترويج للمنتجات الجديدة والمبتكرة، ولتشجيع المصدرين المحليين على طرح إكتتاباتهم في المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة، وبالأخص في المنتجات التي تلقى الترحيب والقبول من طرف المستثمرين المسلمين الماليزيين ومن الشرق الأوسط، كما وافقت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لسنة 2003 على منح تحفيظات ضريبية فيما يخص عمليات الهيكلية، وتحضير الوثائق اللازمة لإصدار الصكوك وهذا لمدة خمس سنوات. وكانت هذه التحفيظات موجهة بالأساس للإصدارات الجديدة من صكوك الإجارة أو المضاربة أو المشاركة، وهذا للتقليل من الإصدارات السائدة والمهيمنة التي تتمثل في صكوك البيع بثمن أجل وصكوك المرابحة.

كما جاء تصريح وزير المالية الماليزي، في ما يخص ميزانية 2004، على إتخاذ عدة تدابير ضريبية لتشجيع إستعمال الصكوك المالية الإسلامية، وهذا حرصا على أن تكون المعاملة الضريبية للسندات التقليدية مشابهة للصكوك.

هذا، وعملت الحكومة على إزالة عقبة الضريبة من طريق المصدرين للصكوك، والتي كانت تحول دون تطوير ونمو الصكوك الإسلامية، فكان الهدف في هذه المرحلة تشجيع الشركات على إصدار صكوك الإستصناع، لتجميع الأموال اللازمة بإستعمال أداة مالية إسلامية جديدة.¹

المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تتعدد أنواع الصكوك الإسلامية المصدرة في سوق الأوراق المالية الماليزية وفق عدة تقسيمات تتمثل فيما يلي:

الفرع الأول: أنواع الصكوك الإسلامية الماليزية حسب الجهة المصدرة

يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية الماليزية حسب الجهات المصدرة لها إلى:

أولا: الصكوك الإسلامية الحكومية

هي تلك الصكوك التي أصدرتها الحكومة الماليزية وتعد بمثابة شهادات إستثمارية حكومية، وتعرف بالإصدارات الإستثمارية الحكومية وهي شهادات إستثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، بغرض توفير الأموال اللازمة للحكومة الماليزية لتمويل المشاريع التنموية.

¹ المرجع السابق، ص 199.

هذا، وتعتبر الإصدارات الإستثمارية الحكومية في ماليزيا البديل الإسلامي لأذونات وسندات الخزنة، وفي نفس الوقت يمكن للبنك المركزي إستخدامها كأداة من أدوات عمليات السوق المفتوحة، وأداة يستخدمها البنك الإسلامي لإستثمار فوائضه من السيولة النقدية.¹

ثانيا: الصكوك الإسلامية للشركات

الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات، عبارة عن إحدى الأدوات المالية الإستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة. وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990م، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق.²

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الشراكة

تتمثل أنواع الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الشراكة في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة وصكوك الوكالة بالإستثمار.

أولاً: صكوك المضاربة

يعود تاريخ أول إصدار لصكوك المضاربة في ماليزيا إلى سنة 2005 عندما تم إصدارها من طرف PG Municipal BND بقيمة تقدر بـ 80 مليون رنجيت ماليزي.³

ولم يعط لها تعريفا صريحا ما عدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 2004 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.⁴ ويمكن توضيح طريقة إصدار صكوك المضاربة في التجربة الماليزية من خلال الشكل التالي:

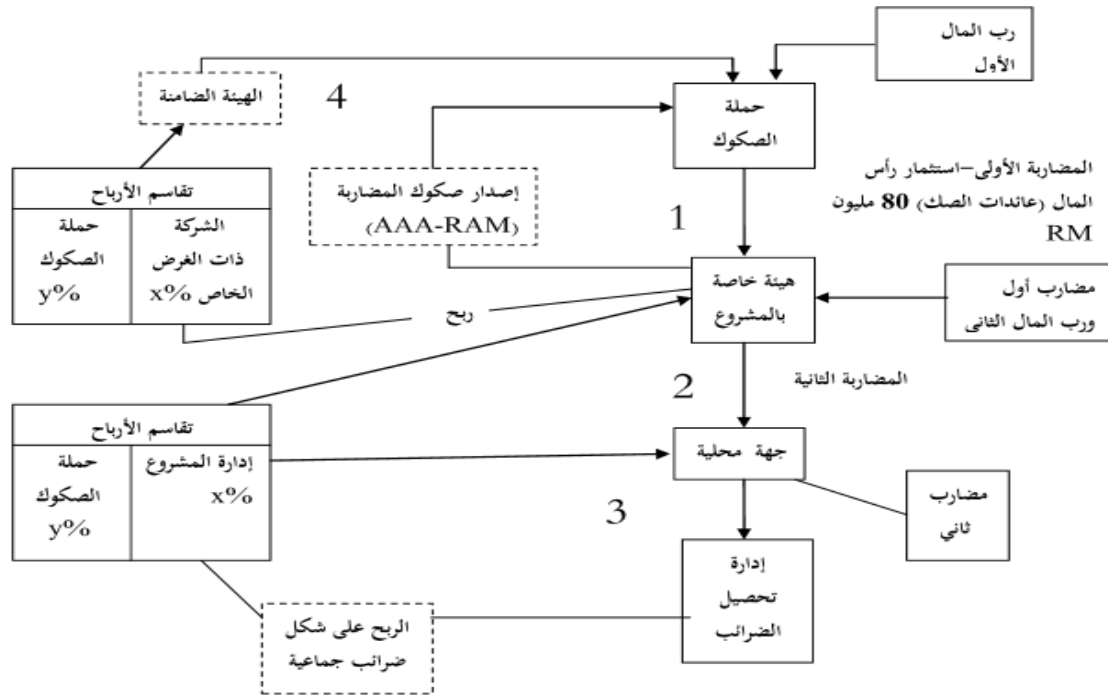
¹ حكيم براضية وجعفر هني محمد، مرجع سابق، ص ص 289 - 290.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 111.

³ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 210.

⁴ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 206.

الشكل رقم (3-1): آلية إصدار صكوك المضاربة في التجربة الماليزية



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 211.

من خلال الشكل رقم (3-1) يمكن توضيح آلية إصدار صكوك المضاربة حسب التجربة الماليزية في النقاط التالية:

1. تقوم شركة معينة بإقامة مشروع معين، وتعين الجهة الخاصة بإدارة هذا المشروع.
2. تقوم إدارة هذا المشروع بإصدار صكوك المضاربة، ويكون حملة صكوك المضاربة رب المال الأول وتكون إدارة المشروع المضارب الأول.
3. تقوم إدارة هذا المشروع بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني، مع جهة ثانية (المضارب الثاني) من أجل تنفيذ المشروع.
4. بعد الإنتهاء من المشروع تقوم الجهة المنفذة للمشروع (المضارب الثاني) بتقسيم أرباح المشروع بينها وبين إدارة المشروع (المضارب الأول)، ثم تقوم هذه الأخيرة بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة صكوك المضاربة.¹

ويمكن توضيح تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014) من خلال الجدول التالي:

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 210.

جدول رقم (3-1): نسبة إصدار صكوك المضاربة المصدرة في ماليزيا
خلال الفترة (2001 - 2014)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صكوك المضاربة %	-	-	-	-	0.2	7.5	1
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صكوك المضاربة %	1.2	-	0.6	5	2	-	2.63

المصدر: من إعداد الطالب بالإستناد إلى: محمد غزال، مرجع سابق، ص 266.

Securities commission Malaysia, Annual Reports 2001-2002-2004-2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014.

من خلال الجدول (3-1) نلاحظ أن أول إصدار لصكوك المضاربة في ماليزيا يعود لسنة 2005 بنسبة 0.2%، ثم ارتفعت النسبة إلى 7.5% سنة 2006، ويعود هذا الإرتفاع نتيجة لتشجيع الحكومة الماليزية لإصدار هذه الصكوك باعتبارها أداة مهمة للإستثمار. لتعاود نسبة الإصدار الإنخفاض إلى أن إنعدمت سنة 2009، بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية. أما نسبة الإصدار في سنة 2010 بلغت 0.6% ثم 5% سنة 2011، لتتخفض سنة 2012 إلى 2% لتتعدم في سنة 2013، ثم تعاود الإرتفاع سنة 2014 إلى 2.63%.

إنخفاضها في سنة 2012 إلى 2% وإنعدامها في سنة 2013، قد يكون بسبب إصدار نوع جديد من الصكوك في ماليزيا لذوي الدخل المحدود، حيث يستطيع المواطن أن يستثمر مبالغ قليلة لشراء هذه الصكوك، حيث يحتاج المواطنون رأس مال يبلغ حده الأدنى نحو 300 دولار للبدء في الإستثمار في مرحلة الطرح العام الأولي، وتوفر الحكومة ميزة أخرى لهذا النوع من الإستثمارات، وهي أنها هي التي تضمن بنفسها رؤوس أموال المواطنين والمستثمرين الصغار، وتتميز الصكوك الجديدة أنها معفاة من الضرائب وأن عوائدها محددة مسبقا - على إعتبار أنها صكوك مرابحة - وتقدم على قسائم، وتدفع على مدى فترات منظمة.¹

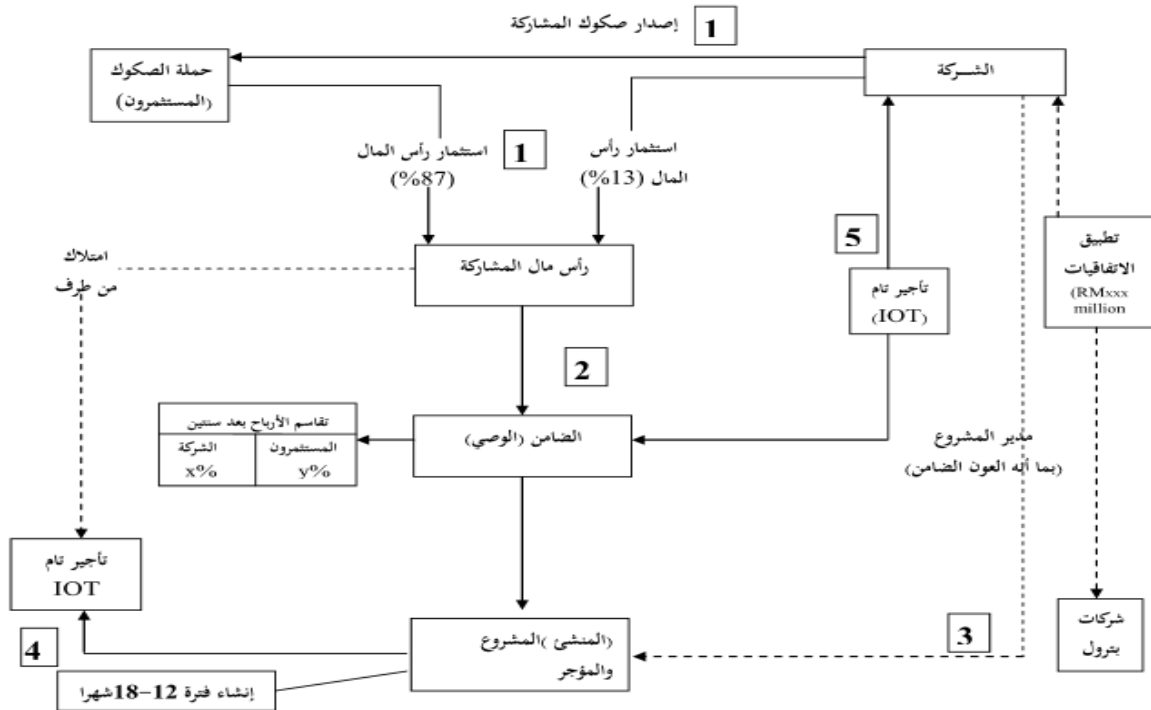
¹ المرجع السابق، ص 213.

ثانيا: صكوك المشاركة

لم يتم تعريف صكوك المشاركة في التجربة الماليزية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية التي إكتفت بوضع تعريف لعقد المشاركة وذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويلية 2004. حيث كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah One Capital Bhd بقيمة 2.50 مليار رنجيت ماليزي.¹

ويمكن تمثيل عملية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-2): آلية إصدار صكوك المشاركة في التجربة الماليزية



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 214.

من خلال الشكل رقم (3-2) نتلخص عملية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا في النقاط التالية:

1. تقوم الشركة المصدرة للصكوك بإبرام عقد بينها وبين شركة ثانية من أجل إقامة مشروع معين.
2. ولأن الشركة المصدرة لا تملك التمويل الكافي للمشروع، تقوم بإصدار صكوك المشاركة للجمهور للإكتتاب فيها مشاركة في المشروع بنسبة 87% من طرف حملة الصكوك، و13% من طرف الشركة المصدرة.
3. بعد تكوين رأس مال المشاركة يقدم إلى الجهة القائمة على المشروع من أجل إنجاز المشروع.
4. بعد سنتين تكون الجهة المصدرة للمشروع قد إستكملت المشروع وبذلك تدفع الأرباح للشركة والمستثمرين كل حسب نسبته.

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 203.

5. وتقوم الشركة المصدرة بدفع أتعاب الشركة القائمة بالمشروع بصفتها وكيلا عن الشركة وحملة صكوك المشاركة.¹

ونوضح من خلال الجدول التالي تطور نسبة إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014):

جدول رقم (3-2): نسبة إصدار صكوك المشاركة المصدرة في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2014)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صكوك المشاركة %	-	-	-	-	12.6	70	58
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صكوك المشاركة %	51.4	99.6	42.1	64	19	30	8.42

المصدر: من إعداد الطالب بالإستناد إلى: محمد غزال، مرجع سابق، ص 265.

Securities commission Malaysia, Annual Reports 2001-2002-2004-2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-2) أن بداية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا كانت سنة 2005، حيث حققت نسا عالية خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2009 لتصل لنسبة 99.6%، ولعل ذلك راجع إلى حث اللجنة الإستشارية الشرعية على إستعمالها. أما بعد سنة 2009 شهدت نسبة إصدار صكوك المشاركة تذبذبا حتى وصلت إلى نسبة 8.42% سنة 2014، ولعل ذلك راجع إلى تنوع إصدارات الصكوك من أنواع أخرى.

ثالثا: صكوك الوكالة بالإستثمار

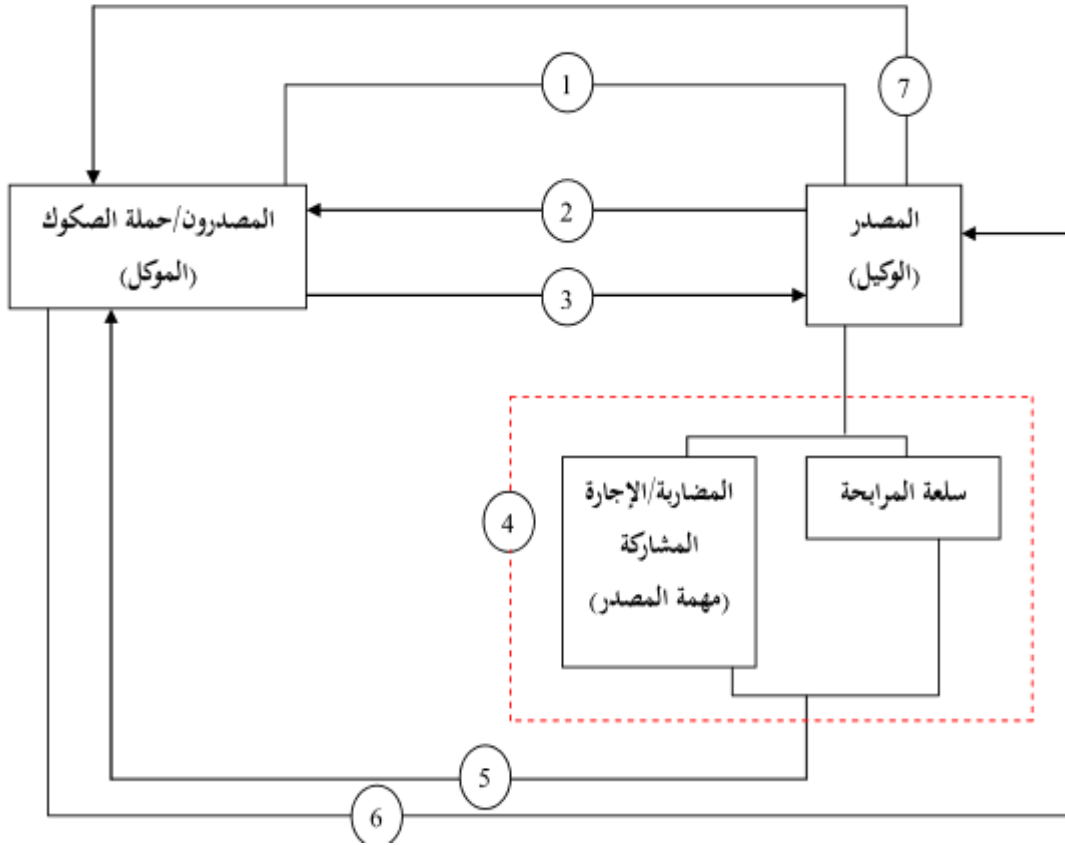
الوكالة يمكن تعريفها بأنها عقد بمقتضاه يخول طرف لآخر التصرف نيابة عنه وبناء على أحكام وشروط متفق عليها.

كما عرفها بنك نيجارا الماليزي بأن الوكالة عقد ينص على توكيل طرف لطرف آخر تنفيذ مهمة معينة. وفي السياق الحالي للتمويل الإسلامي، يعين العملاء عادة مؤسسة مالية وكيلا خاصا له لإجراء المعاملة، وفي المقابل تتلقى المؤسسة المالية رسوم الخدمة.

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص ص 213-214.

وقد كان أول إصدار لصكوك الوكالة بالإستثمار سنة 2011 من طرف غولف للإستثمار.¹ ويمكن توضيح آلية إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار في ماليزيا من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-3): آلية إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار في ماليزيا



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 217.

من خلال الشكل رقم (3-3) تمر عملية إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار في ماليزيا بالمرحل التالية:

1. يتم إجراء عقد الوكالة بين المستثمر (حامل الصك) والمصدر (الوكيل).
2. يتم إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار من الوكيل إلى الموكل حامل الصك.
3. دفع عائدات الصك من الموكل إلى الوكيل.
4. يبدأ نشاط الإستثمار من طرف المصدر لصالح المستثمر.
5. دفع الأرباح إلى المستثمرين.
6. عند تاريخ الإستحقاق يتم شراء المشروع من طرف المصدر.

¹ المرجع السابق، ص 216.

7. يتعهد المصدر (الوكيل) برد العائدات بشكل مضمون إلى المستثمرين (الصك الرئيسي)¹.
والجدول الموالي يبين تطور إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار في ماليزيا منذ بداية إصدارها في سنة 2011:

الجدول رقم (3-3): نسبة إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار في ماليزيا خلال الفترة (2011-2014)

السنوات	2011	2012	2013	2014
صكوك الوكالة بالإستثمار %	9	8	24	3.94

المصدر: من إعداد الطالب بالإستناد إلى:

Securities commission Malaysia, Annual Reports 2011, 2012, 2013, 2014.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-3) أن هناك تذبذب في نسب إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار المصدرة في ماليزيا خلال الفترة (2011-2014)، وكانت أعلى نسبة 24% محققة سنة 2013.

الفرع الثالث: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد البيع

يمكن تقسيم الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد البيع إلى صكوك البيع بثمن آجل والمرابحة، بالإضافة إلى صكوك الإستصناع.

أولاً: صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة

شهدت السنوات الأولى من العشرية الماضية، إصدارا كثيفا لصكوك المرابحة والبيع بثمن آجل، وذلك لما كانت تمثله من سهولة في إصدار وهيكله هذا النوع من الصكوك.²

وتعرف صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة بأنها: الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى، وإصدارها قائم على أساس البيع بالثمن الآجل، والذي يعرف بأنه العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بثمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقدا وتسليمه حالا، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين، وعلى المرابحة والتي تعرف بأنها زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيم الدفعات، والذي يكون محددًا في الإتفاق بين المتعاقدين.³

¹ المرجع السابق، ص 216.

² محمد غزال، مرجع سابق، ص 208.

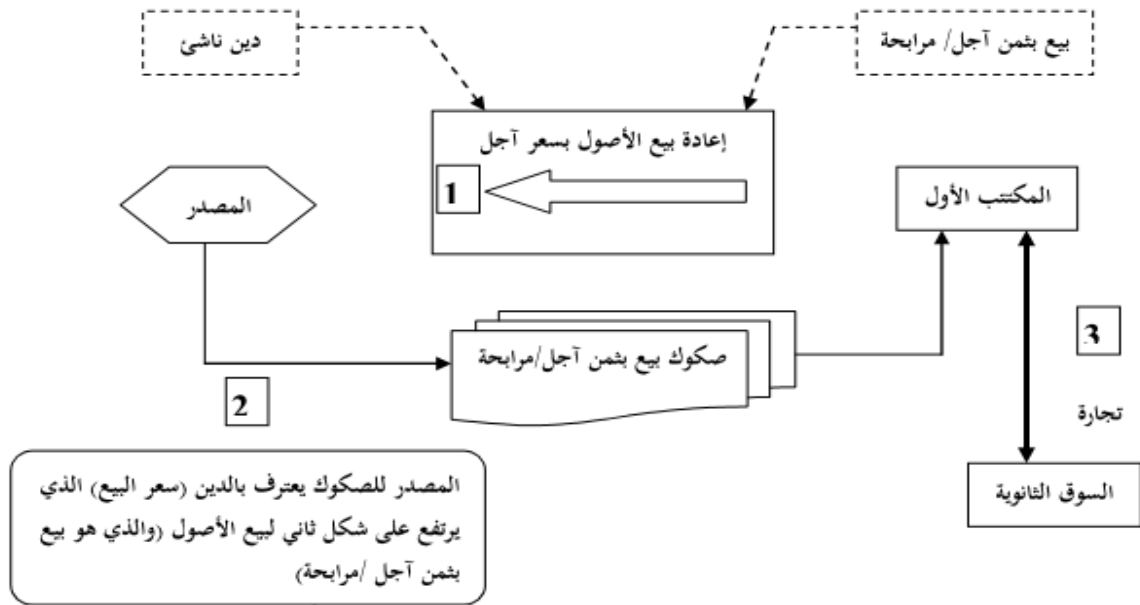
³ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 218.

والإختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الإستثمار ومدة الإستحقاق لتلك الصكوك. إذ أن إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل يكون للإستثمارات طويلة الأجل، وتكون مدة إستحقاقها من خمسة سنوات فصاعداً، وأما إصدار صكوك المرابحة للإستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة إستحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا (قصيرة الأجل) ومن سنة إلى خمسة سنوات تقريبا (متوسطة الأجل).¹

وتعرف هذه الصكوك في ماليزيا بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها مبني على أساس عقد البيع بالثمن الآجل أو المرابحة.²

والشكل التالي يبين آلية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا:

الشكل رقم (3- 4): آلية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل و المرابحة في ماليزيا



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 219.

يتوضح من خلال الشكل رقم (3- 4) مراحل عملية إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة والمتمثلة في:

1. تقوم الجهة المصدرة ببيع أصول لجهة ثانية (المكتب الأول) بسعر معين.

¹ حكيم براضية وجعفر هني محمد، مرجع سابق، ص 292.

² بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية: (العدد 14، 2015، جامعة المسيلة)، ص 24.

2. ثم تقوم الجهة المصدرة بإعادة شراء تلك الأصول من المكتتب الأول بسعر آجل أعلى من السعر الأول وعلى أقساط، ويكون هدف الجهة المصدرة ليس الربح من عملية البيع والشراء وإنما الحصول على السيولة دون فقدان الأصول محل البيع.

3. ثم تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك البيع بثمن آجل بإعتبارها إثبات دين لدى جهة المكتتب الأول وتكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للأصول.

4. تتبع الجهة المكتتبة الأولى تلك الصكوك في السوق الثانوية وتتداول هناك.¹ والجدول الموالي يبين تطور إصدار هذه الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2014):

الجدول رقم (3-4): نسبة إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا

خلال الفترة (2001 - 2014)

السنوات	صكوك البيع بالثمن الآجل %	صكوك المرابحة %
2001	77	10
2001	67	33
2003	40.8	12.7
2004	56.88	38.27
2005	36.3	33.5
2006	6.2	9.4
2007	2	19
2008	3.1	1.3
2009	-	0.4
2010	0.2	8.2
2011	-	9
2012	-	55
2013	-	32
2014	-	79.49

المصدر: من إعداد الطالب بالإستناد إلى: محمد غزال، مرجع سابق، ص 262.

Securities commission Malaysia, Annual Reports 2001-2002-2004-2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014.

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص ص 218 - 219.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3- 4) النسب المتناقصة في إصدارات صكوك البيع بالثمن الآجل حيث حققت نسبة 77% سنة 2001 وواصلت هذه النسبة الإنحدار إلى أن إنعدمت، وقد يعود السبب إلى الخلافات الشرعية المتعلقة بهذا النوع من الصكوك كونها قائمة على بيع الدين.

أما إصدار صكوك المرابحة فقد شهد تذبذباً من سنة إلى أخرى محققاً أعلى نسبة سنة 2014 والمتمثلة في 79.49%، ويعود هذا التذبذب في إصدار هذه الصكوك إلى إرتفاع إصدارات أنواع أخرى من الصكوك مثل صكوك المشاركة بسبب إنخفاض تكاليف إصدارها مقارنة بصكوك المرابحة.

ثانياً: صكوك الإستصناع

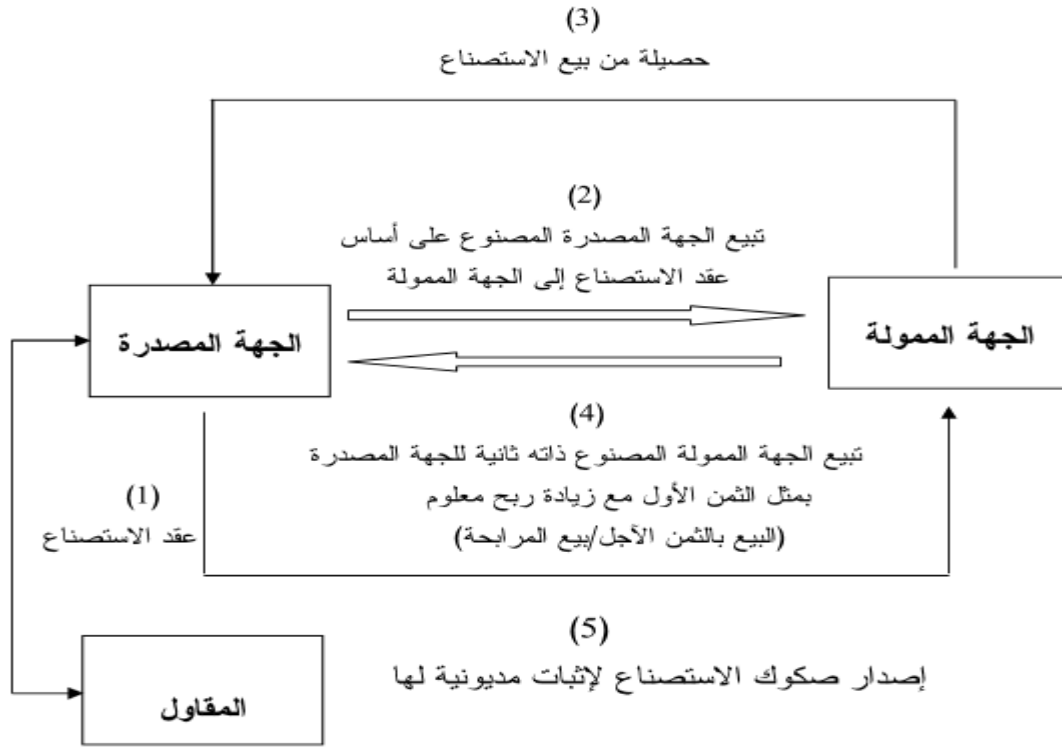
تعرف حسب التجربة الماليزية بأنها الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الإستصناع لإثبات المديونية من الجهة المصدرة (المستصنع) للجهة الممولة.¹ ولا يوجد تعريف واضح لهذه الصكوك لأن التعليمات على عرض الصكوك الإسلامية الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الإستصناع فقط، وهو عبارة عن عقد شراء العين حيث يطلب المشتري من البائع أو المقاول لصنعه أو بنائه والذي سينجز في المستقبل، وفقاً لمواصفات معينة تم الإتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين، وفي بيع الإستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخير الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل، ولا يشترط في بيع الإستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه بتنفيذ العمل المطلوب، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته.²

والشكل الموالي يبين مراحل إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا:

¹ حكيم براضية وجعفر هني محمد، مرجع سابق، ص ص 293- 294.

² بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 197.

الشكل رقم (3-5): آلية إصدار صكوك الإستهناغ في ماليزيا



المصدر: نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 158.

حيث تمر عملية إصدار صكوك الإستهناغ في التجربة الماليزية بالخطوات التالية:

1. إبرام عقد الإستهناغ بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف مثلا بناء مشروع (المصنوع).
2. بيع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقدا بثمان تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع.
3. تدفع الجهة الممولة ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة، تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نقدا ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون المقاول تابعا للجهة المصدرة.
4. تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فورا بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقا لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المرابحة.
5. ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الإستهناغ وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.¹

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 222.

ويمكن تلخيص تطور إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-5): نسبة إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا

خلال الفترة (2001-2014)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صكوك الإستصناع %	13	-	46.5	2.8	14.5	2.1	9
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صكوك الإستصناع %	0.2	-	-	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الطالب بالإستناد إلى: محمد غزال، مرجع سابق، ص 263.

Securities commission Malaysia, Annual Reports 2001-2002-2004-2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-5) تذبذب في إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا محققة أكبر نسبة سنة 2003 تقدر بـ 46.5% ثم بدأت في التراجع إلى أن إنعدمت سنة 2009، ولعل ذلك راجع إلى أن هذه الصكوك غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لأن إصدارها يتم عن طريق تصكيك الدين النقدي.

الفرع الرابع: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الإجارة (صكوك الإجارة)

تعرف على أنها صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، ويصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعود بإستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وقد قررت اللجنة الإستشارية الشرعية في ماليزيا بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة.¹

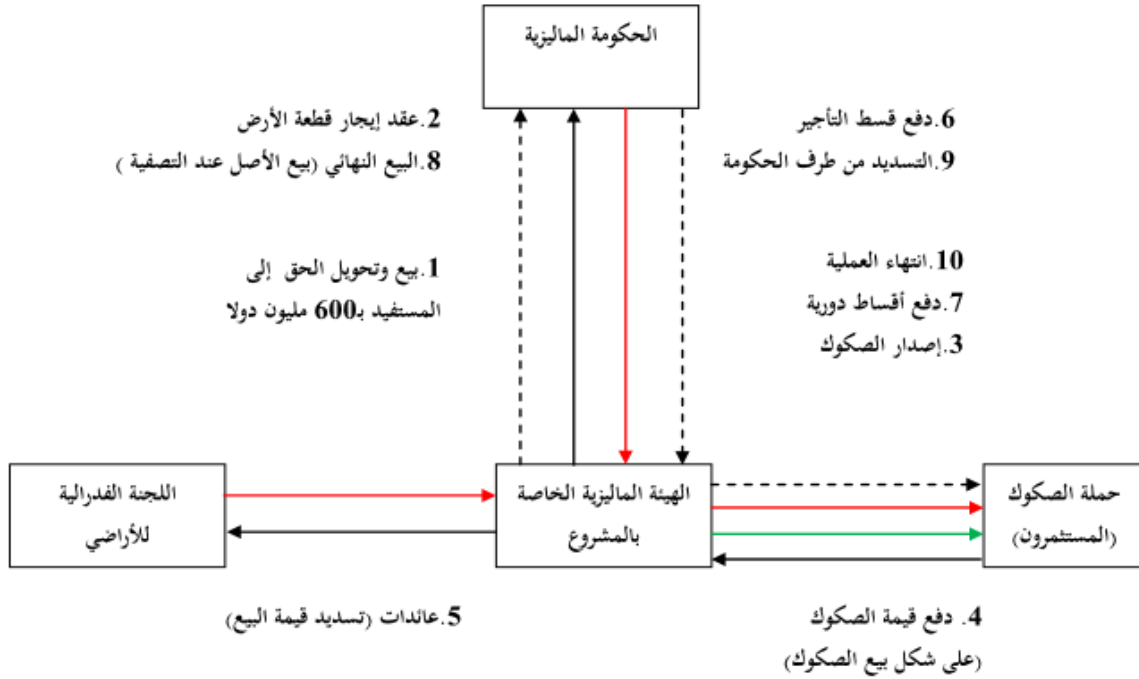
وكانت الحكومة الماليزية أصدرت صكوك إجارة عن طريق شركة Malaysian Global Sukuk بقيمة ست مائة (600) مليون دولار، لتكون أول دولة في العالم تصدر صكوك إجارة سيادية دولية في سنة 2002.²

والشكل الموالي يبين آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا:

¹ بوعبد الله علي، مرجع سابق، ص 24.

² محمد غزال، مرجع سابق، ص 213.

الشكل رقم (3-6): آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا



المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 225.

حيث يتم إصدار صكوك الإجارة الدولية حسب التجربة الماليزية وفق الخطوات التالية:

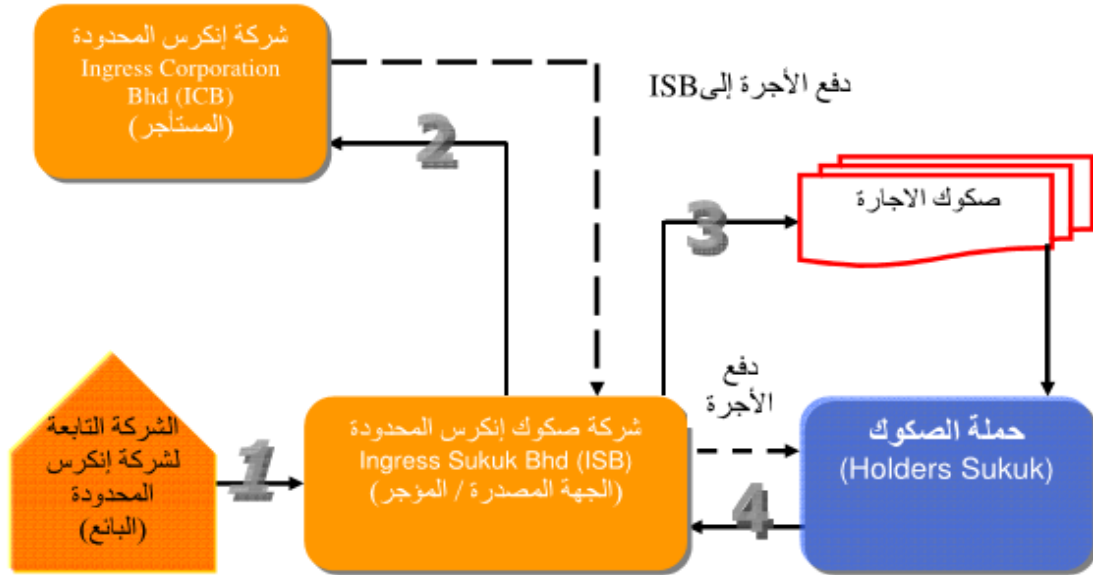
1. بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع أراضي بـ 600 مليون من طرف اللجنة الفدرالية للأراضي .Federal Lands Commiddion
2. عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية.
3. إصدار الصكوك.
4. دفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك.
5. تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع.
6. دفع قسط التأجير من طرف الحكومة الماليزية إلى اللجنة.
7. تقديم أقساط دورية لحملة الصكوك.
8. بيع الأصل عند التصفية النهائية.
9. تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية.
10. تسديد قيمة البيع لحملة الصكوك وإنهاء العملية.¹

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 225.

أما عن أول إصدار محلي لصكوك الإجارة في ماليزيا كان في جويلية 2004 أصدرت من طرف شركة إنكرس المحدودة (Ingress Corporation Bhd) وذلك بقيمة 160 مليون رنجيت ماليزي.¹

والشكل الموالي يوضح آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا:

الشكل رقم (3-7): آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا



المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 202.

حيث تمر عملية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا بالخطوات التالية:

1. تباع الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة (البائع) أصولها إلى شركة صكوك إنكرس المحدودة Ingress Sukuk Bhd (ICB) (الجهة المصدرة) بقيمة 160 مليون رنجيت ماليزي.
2. وتقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة إنكرس المحدودة Ingress Corporation Bhd (ICB) لمدة معينة، بدفع أجرة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة قصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجرة.
3. ولتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة، لا بد أن تصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لإستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.
4. ويدفع المستثمرون (حملت الصكوك) القيمة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بثمن الحال للحصول على الصكوك، وفي تاريخ الإستحقاق، ستقوم شركة صكوك إنكرس المحدودة (ISB) (الجهة المصدرة) بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة إنكرس المحدودة (ICB) بثمن أصلي (قيمة

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 201.

إسمية في إصدار الصكوك مثلا)، وحصيلة بيع الأصول ستستخدم لإيفاء القيمة الإسمية للصكوك إلى المستثمرين.¹

والجدول التالي يبين تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014):

الجدول رقم (3-6): نسبة إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا

خلال الفترة (2001 - 2014)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صكوك الإجارة %	-	-	-	2.05	2.9	4.9	11
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
صكوك الإجارة %	14.5	-	34	13	9	4	1.31

المصدر: من إعداد الطالب بالإستناد إلى: محمد غزال، مرجع سابق، ص 263.

Securities commission Malaysia, Annual Reports 2001-2002-2004-2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-6) بداية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا كانت سنة 2004، كما يوجد هناك تذبذب في نسب الإصدار حيث سجلت أعلى نسبة سنة 2010 بـ 34%، كما نلاحظ عدم وجود إصدارات سنة 2009 وذلك راجع لسيطرة صكوك المشاركة في هذه السنة مسجلة نسبة 99.6%، بالإضافة إلى نمو إصدارات أنواع أخرى من الصكوك.

¹ المرجع السابق، ص 202.

المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في إنعاش سوق الأوراق المالية الماليزية

إكتسبت سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا مكانة هامة من خلال النشاط الملحوظ التي تتميز به، وذلك لزيادة الإهتمام بهذه الصكوك من قبل الحكومة والشركات الخاصة على حد سواء، مما أدى لزيادة حجم إصدارها على حساب السندات التقليدية.

المطلب الأول: تطور سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا

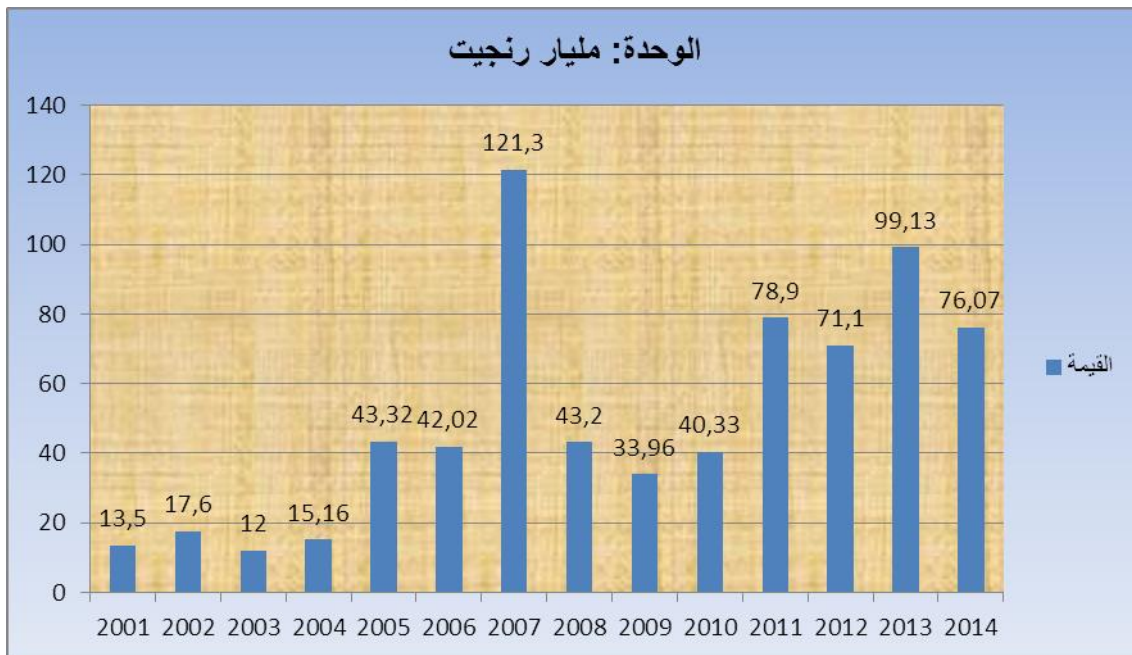
عرفت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية تطورا ملحوظا منذ نشأتها، جاعلة ماليزيا مركزا عالميا لهذه الأداة المالية الإسلامية ومسيطرة على حجم الإصدار العالمي.

الفرع الأول: تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2014)

تصدرت ماليزيا قائمة البلدان المصدرة للصكوك الإسلامية خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2014 بنسبة 78.09% من الإصدار العالمي، وهو ما تطرقنا إليه في الفصل السابق من خلال الشكل رقم (2- 8) والملحق رقم 2، وهو ما يدل على أن ماليزيا تعتبر مركزا مهما للصيرفة الإسلامية في العالم.

ويمكن تلخيص تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2014) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-8): تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم 4.

حيث نلاحظ من خلال الشكل رقم (3- 8) والملحق رقم 4، وجود تذبذب في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، إلا أنها شهدت تطورا ملحوظا خلال هذه الفترة، فقد بلغ حجم الإصدارات لسنة 2001 قيمة 13.5 مليار رنجيت ماليزي، وارتفعت إلى 76.07 مليار رنجيت ماليزي مع نهاية سنة 2014، كما نلاحظ إنخفاض في حجم الإصدارات خلال الفترة (2008- 2010) بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية.

ومن بين أهم العوامل التي ساعدت على النمو الكبير في حجم إصدارات الصكوك الإسلامية خلال هذه الفترة ما يلي:¹

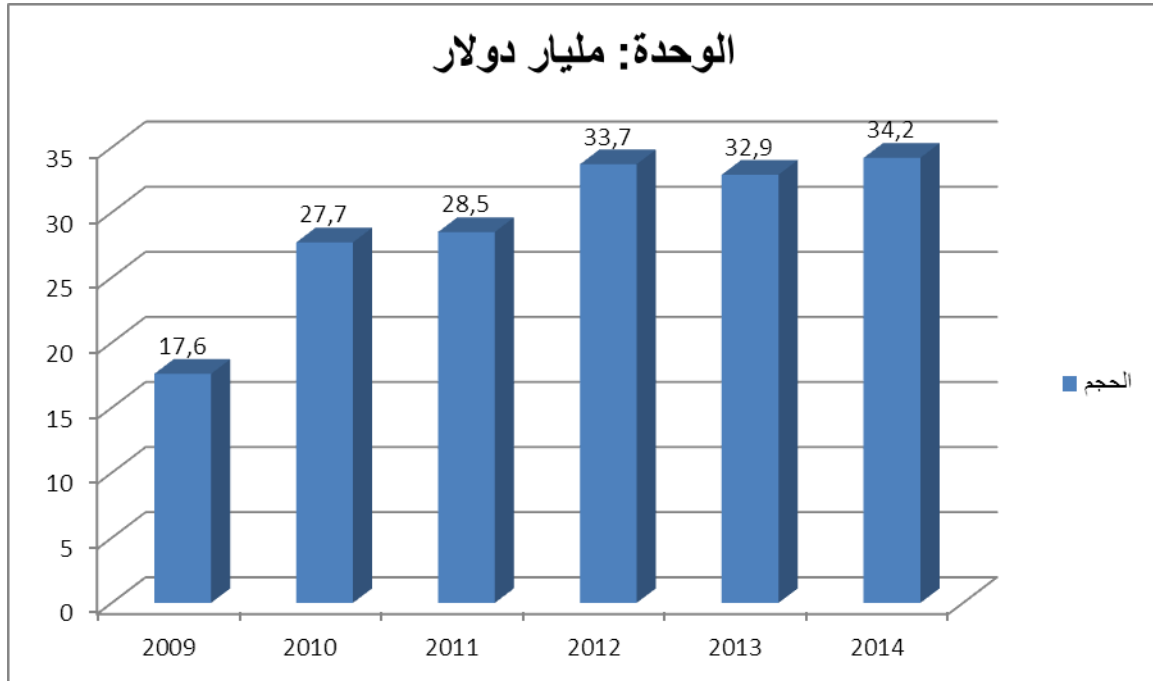
- زيادة تفضيل المنتجات التي تصدر وفق مبادئ الشريعة، وقد ساهم في ذلك ظهور البنوك الإسلامية وتطوير لسوق مالية إسلامية فيما بعد.
- نمو الثروة في العالم الإسلامي مما كان له الأثر في زيادة الطلب من طرف المستثمرين.
- السيولة الفائضة التي تبحث عن توظيف في الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة، خاصة تلك المدخرات المتأتية من بلدان الخليج وآسيا.
- السياسة الحكومية المدعمة بتوفير الإطار التشريعي والقانوني الملائم لتطوير إصدار الصكوك.
- وتيرة إنجاز المشروعات التي ساهمت في زيادة الطلب على أنواع الصكوك. ونعتبر هذه نتيجة مباشرة لدعم الحكومة لتصبح ماليزيا مركز للإقتصاد الإسلامي، وأول سوق للمالية الإسلامية يقصدها المستثمرون في العالم.

الفرع الثاني: تطور إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا

بدأت عملية إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا سنة 2009، إذ يمكن توضيح تطور حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا من خلال الشكل التالي:

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 202.

الشكل رقم (3 - 9): تطور حجم الصكوك الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2009 - 2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم 5.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (3 - 9) والملحق رقم 5، أن إدراج الصكوك في البورصة الماليزية لم يبدأ إلا سنة 2009 أي بعد الأزمة المالية العالمية، كما نلاحظ تذبذب في حجم الصكوك المدرجة في البورصة إلا أنها في وتيرة تصاعدية، حيث بلغ حجم الصكوك المدرجة سنة 2009 قيمة 17.6 مليار دولار، لترتفع إلى 34.2 مليار دولار سنة 2014، ولعل ذلك راجع لزيادة الإهتمام بهذه الصكوك وزيادة الطلب عليها من قبل الأجانب لتعويض خسائر شركاتهم المتضررة من الأزمة، بالإضافة لقدرة الصكوك الإسلامية على مواجهة الأزمات بإعتبارها موافقة للشريعة الإسلامية.

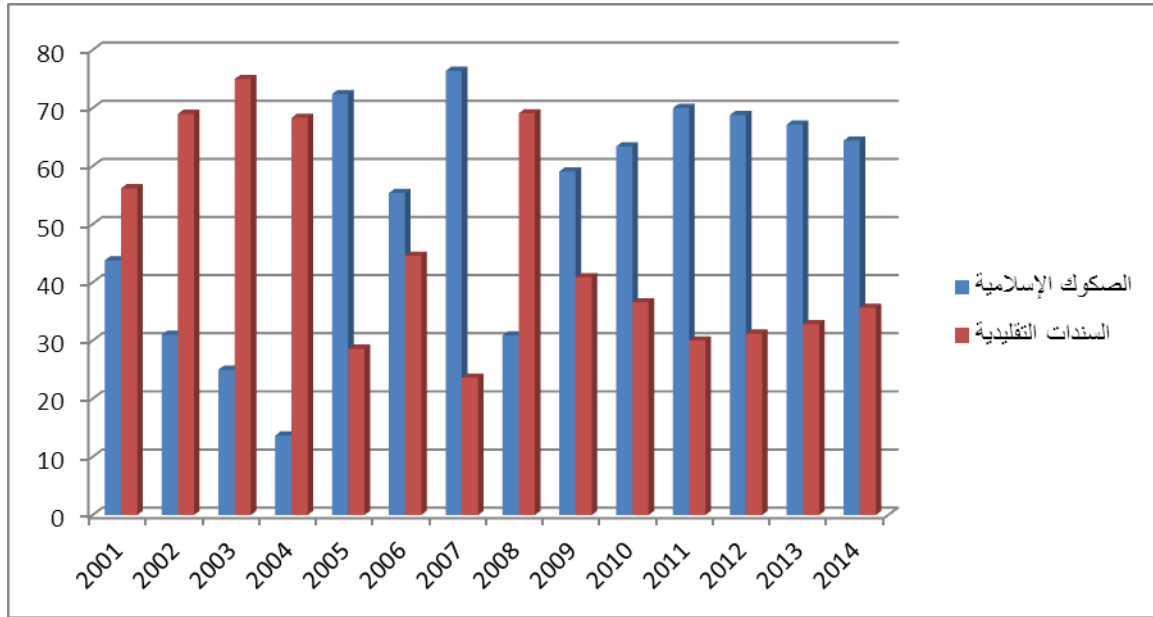
المطلب الثاني: مكانة الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية

يمكن إستنتاج المكانة التي تحتلها الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال مقارنتها مع السندات، ومعرفة نسبة مساهمتها في رسملة السوق التقليدي والإسلامي.

الفرع الأول: مقارنة الصكوك الإسلامية بالنسبة للسندات

حققت الصكوك الإسلامية في ماليزيا تطورا كبيرا مقارنة بالسندات، ونوضح ذلك من خلال الشكل الموالي الذي يبين تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2014):

الشكل رقم (3-10): تطور إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2014)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم 4.

من خلال الشكل رقم (3- 10) والملحق رقم 4، نلاحظ أنه هناك تفوق للسندات على الصكوك الإسلامية في بداية فترة الدراسة محققة نسبة 56.20% سنة 2001، مقارنة بـ 43.80% بالنسبة للصكوك الإسلامية، أما مع نهاية سنة 2014 نلاحظ تحول النسبة لصالح الصكوك بنسبة 64.38% مقارنة بـ 35.62% بالنسبة للسندات، وهذا راجع لما تتميز به الصكوك الإسلامية من تنوع في أشكالها وتواريخ إستحقاقها وهيكلها مما يسمح بإشباع رغبات المستثمرين المختلفة.

ويمكن إبراز 3 مراحل رئيسية للمقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات تتمثل في:

❖ من سنة 2001 إلى سنة 2004:

شهدت هذه المرحلة تفوق السندات على الصكوك بنسبة 82.17% خلال هذه الفترة مقابل نسبة 17.83% للصكوك الإسلامية خلال نفس الفترة، ويعود ذلك لكونها أداة مالية حديثة لم تحصل بعد على ثقة المستثمرين، بالإضافة إلى تميز هذه المرحلة بعدم التنوع في إصدارات هذه الصكوك والتي كانت في معظمها إصدارات وفق صيغة البيع بثمن أجل والمرابحة.

❖ من سنة 2005 إلى سنة 2008:

تميزت هذه المرحلة بتفوق الصكوك الإسلامية على السندات بنسبة 57.40% مقابل 42.60% بالنسبة للسندات، وسجلت خلال هذه المرحلة أكبر قيمة لإصدار للصكوك الإسلامية والتي بلغت 121.3 مليار رنجيت ماليزي، وذلك راجع للدعم الحكومي من خلال قرار الحكومة بالإعفاء من الضرائب على الصكوك سنة 2005، مما سمح بظهور أدوات مالية جديدة تسمح للمستثمرين بالمفاضلة بينها كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة.

أما سنة 2008 التي صاحبته الأزمة المالية العالمية التي عصفت بكثير من إقتصاديات الدول حول العالم، فقد تأثرت ماليزيا كذلك بهذه الأزمة، ومالت الكفة خلال هذه السنة لصالح السندات على حساب الصكوك الإسلامية، حيث حققت السندات نسبة 69.10% مقابل نسبة 30.90% للصكوك الإسلامية.

❖ من سنة 2009 إلى سنة 2014:

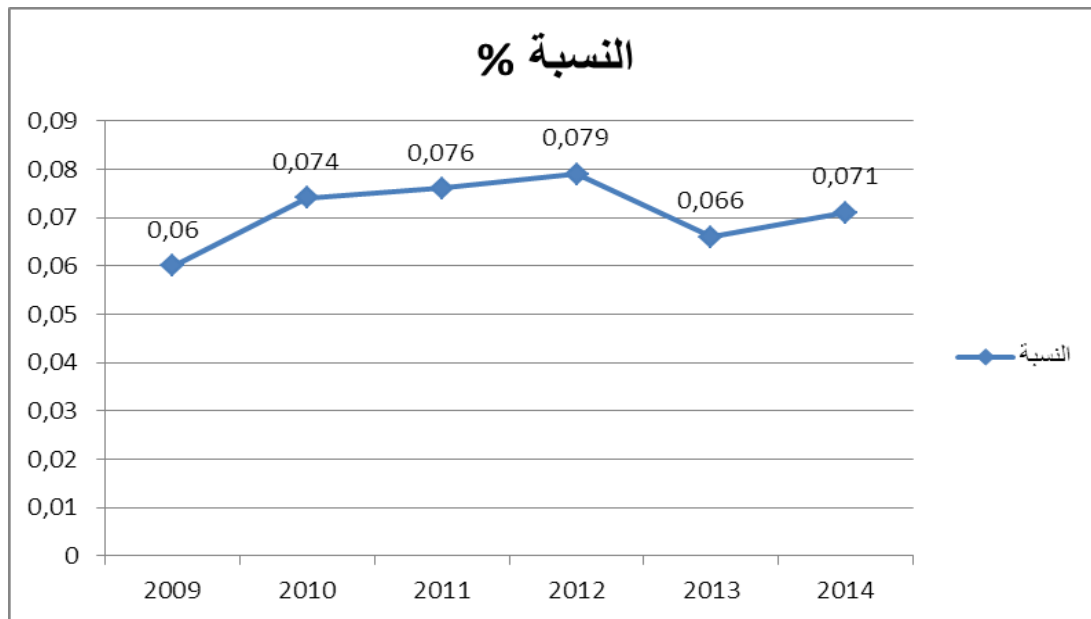
شهدت هذه المرحلة عودة التفوق لصالح الصكوك الإسلامية بعدما تراجعت في مرحلة الأزمة المالية، بنسبة 66.29% بالنسبة للصكوك مقابل 33.71% للسندات، وذلك راجع لتطویر البورصة الماليزية وإنفتاحها على العالم مما سمح بزيادة جذب وتدفق المدخرات سواء المحلية أو الأجنبية، وهو ما سمح بتوفر السيولة اللازمة لتداول هذه الصكوك ومن ثم زيادة عمليات الإصدار.

الفرع الثاني: مكانة الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية

يمكن إبراز المكانة التي تحتلها الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال دراسة نسبة مساهمة هذه الصكوك في رسملة السوق، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-11): تطور نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة

سوق الأوراق المالية الماليزية



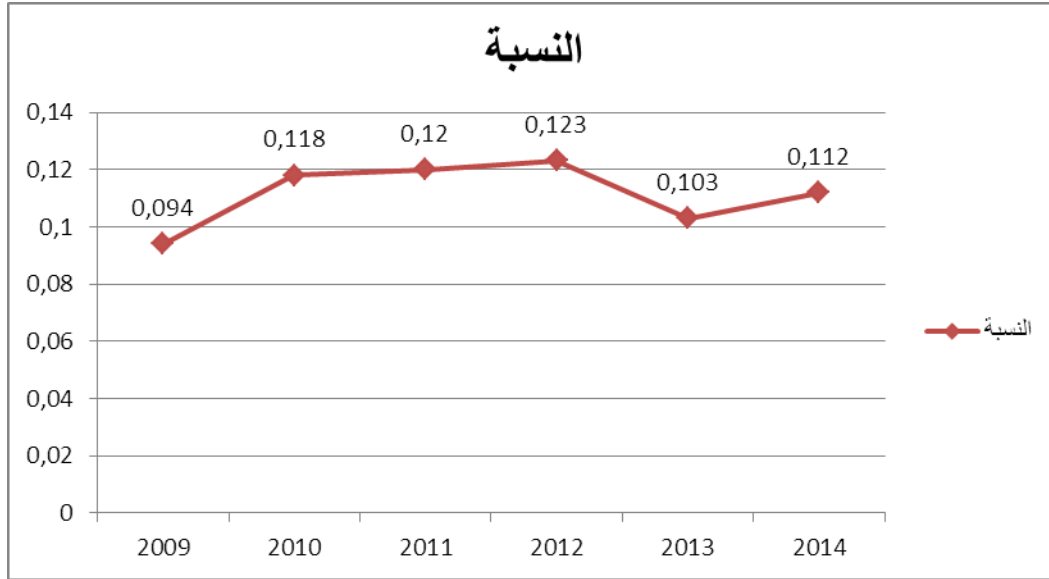
المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم 6.

من خلال الشكل (3-11) والملحق رقم 6، نلاحظ نمو كبير في رسملة السوق الماليزي، ففي سنة 2009 كانت تقدر بـ 999 مليار رنجيت ماليزي، ثم ارتفعت القيمة سنة 2014 إلى 1651 مليار رنجيت ماليزي. غير أن نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة السوق كانت متذبذبة خلال فترة الدراسة، ففي سنة 2009 بلغت هذه النسبة 0.06% وواصلت ارتفاعها إلى أن بلغت 0.079% سنة 2012، لتشهد تراجع في هذه النسبة سنة 2013 فقد بلغت 0.066%، ثم عاودت وتيرة النمو سنة 2014 بنسبة

0.071%. والملاحظ أن هذه النسب تعتبر ضئيلة جدا بالنسبة لرأس المال الكلي للسوق، ولعل ذلك راجع لتأخر إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا إلى غاية سنة 2009. أما في ما يخص مساهمة الصكوك الإسلامية في السوق الإسلامي في ماليزيا، يمكن إيضاحها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-12): تطور نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة

السوق المالي الإسلامي في ماليزيا



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على الملحق رقم 7.

من خلال الشكل (3-12) والملحق رقم 7، لاحظنا ارتفاع نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة السوق الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2009 - 2012) حيث كانت تقدر هذه النسبة سنة 2009 بـ 0.094% لترتفع سنة 2012 إلى 0.123%، فقد شهد قفزة جيدة نوعا ما خلال الفترة 2009 إلى 2010، ثم لاحظنا إرتفاع طفيف جدا خلال السنوات الباقية. غير أن في سنة 2013 تراجعت نسبة مساهمة الصكوك في السوق الإسلامي مسجلة نسبة 0.103%، لتعاود الإرتفاع من جديد سنة 2014 بنسبة 0.112%. لكن وبالرغم من الأهمية الكبيرة التي حضيت بها الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية غير أن مكانتها داخل السوق المالي الإسلامي الماليزي كانت ضعيفة جدا فمتوسط نسبة مساهمتها خلال فترة الدراسة بلغت 0.1117%، ويعود ذلك أيضا لحدائثة إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا.

المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية حول الصكوك الإسلامية

تعتبر التجربة الماليزية فيما يخص الصكوك الإسلامية من أنجح التجارب عالميا، إذ لديها العديد من نقاط القوة، كما أنها لا تخلو من بعض نقاط الضعف والسلبيات خاصة ما يتعلق بالأمر الشرعية التي تحكم هذه الصكوك.

الفرع الأول: مساهمة الصكوك الإسلامية في إنعاش سوق الأوراق المالية الماليزية

قبل فترة الدراسة، أي قبل سنة 2001، لم يكن للصكوك الإسلامية ذلك التأثير الكبير على سوق الأوراق المالية الماليزية، نتيجة لعدة عوامل كحدثة هذه الأداة، وعدم حصولها على ثقة المستثمرين، بالإضافة إلى أن العائد المتوقع لهذه الصكوك غير محدد مسبقاً ولكن يوجد كحد أدنى من الربح مضمون، وعادة ما يكون أقل من الربح المتأتي من السندات التي تتمتع بالضمان والعائد الثابت المحدد مسبقاً، وهو ما أدى بالمستثمرين للتوجه إلى السندات على حساب الصكوك.

كما أن هذه الصكوك يتم إصدارها، ولا يتم تبادلها في بادئ الأمر، مما جعل من الصعوبة بمكان تحويلها إلى سيولة حتى ميعاد إستحقاقها، مما ترك الإنطباع السلبي لدى المستثمرين من الحصول عليها أو تداولها. وكان من أهم المكتتبين في هذه الصكوك البنوك الإسلامية الماليزية، في ظل غياب لسوق تداول فكان العرض محدود، مما ترك الإنطباع لدى المستثمرين بصعوبة تسيلها.¹

أما خلال فترة الدراسة (2001-2014)، فقد شهدت إصدارات الصكوك الإسلامية نموا ملحوظا، نظرا للدعم الحكومي الذي حظيت به، من خلال دخول الحكومة إلى سوق الإصدار، وتوفيرها للظروف الملائمة والمساعدة على تنشيط سوق الصكوك كالإعفاءات الضريبية، بغرض تحفيز الشركات على التعامل بهذه الأداة المالية الإسلامية.

بالإضافة لإنشاء سوق لتداول المنتجات المالية الإسلامية بما فيها الصكوك، التي أصبحت تتميز بالعائد الجيد والمخاطر القليلة، مما أدى إلى زيادة الطلب عليها والتعامل بها من قبل المستثمرين، وهو ما يبين الدور الكبير للصكوك الإسلامية في الرفع من وتيرة نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية، وذلك لتوفيرها للسيولة من خلال سرعة وسهولة بيع وشراء هذه الصكوك.

إذ أصبحت الصكوك الإسلامية من أهم مكونات سوق رأس المال الماليزي بشكل عام، لما لها من دور في الرفع من وتيرة النمو الإقتصادي في ماليزيا وتمويل المشاريع التنموية، وتوسيع وتحفيز سوق رأس المال الماليزي، مما جعلها مطلوبة من قبل المستثمرين والشركات بمختلف جنسياتهم، سواء كانوا مسلمين أو غير مسلمين.

الفرع الثاني: الخصائص المميزة للتجربة الماليزية

تتمثل الخصائص المميزة للتجربة الماليزية حول الصكوك الإسلامية، والتي أدت إلى نجاحها في العناصر التالية:

¹ محمد غزال، مرجع سابق، ص 231.

• الريادة في إصدار الصكوك الإسلامية:

تعتبر ماليزيا الدولة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية حيث أصدرت العديد من الصكوك لتمويل البنى التحتية للدولة والشركات التابعة لها في سبيل تعزيز هذه الأداة في الأسواق المالية، كما أن ماليزيا عضو مؤسس في الكثير من المؤسسات والمراكز التي تخدم هذه الصناعة، ومنها على سبيل المثال مجلس الخدمات المالية الإسلامية ومقره كوالالمبور وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومقرها البحرين.

• العالمية:

حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى 15% ويكفي أن أصول المصارف الإسلامية في الإستثمارات المختلفة بلغت 602 مليار دولار، وأن حجم الصكوك الإسلامية موزعة في 6 أقطار بلغت 2.5 مليار دولار وأن حجم الصناديق الإستثمارية الإسلامية المشتركة بلغت 3.3 مليار دولار، أكثر من 110 صندوق.

• توفر السوق على عدد كبير من المتعاملين النشطين:

ذلك أن توفر السوق المالية على عدد كبير من المتعاملين النشطين يعطي متنفسا للبنوك الإسلامية، ويقوي من كفاءة السوق المالية لا سيما السوق الثانوية (سوق التداول). والبنك المركزي الماليزي وحرصا منه على إستيعاب عدد كبير من المشاركين في هذه السوق المالية رخص ل11 بنكا إسلاميا محليا و6 بنوك إسلامية أجنبية خالصة، كما رخص ل9 نوافذ إسلامية لبنوك تقليدية محلية ونافذتين لبنوك أجنبية، وقد نشطت هذه الخطوة المصرفية الإسلامية، وجذبت إليها متعاملين مسلمين وغير مسلمين.

• تنويع وتطوير الأدوات المالية:

يعد تنويع وتطوير الأدوات المالية عاملا مهما في إدارة السيولة، ومواكبة تطور المصرفية الإسلامية المتسارع ونسبة نموها التي تجاوزت في بعض الدول الإسلامية 50%. وقد حرصت ماليزيا على أخذ الريادة في هذا الجانب، فقد تقدمت الدول في نسبة إصدار الصكوك، كما توفرت على حزمة متنوعة من المنتجات المالية التي صممت أساسا لتسهيل إدارة السيولة بين المصارف الإسلامية.

• النجاح في ترويج المنتجات الإسلامية مثل الصكوك مثلا، وإعتبارها سفيرة فوق العادة عن التمويل الإسلامي في الغرب.

• تميز سوق رأس المال الإسلامي بالإستقرار مقارنة مع السوق المالي التقليدي، حيث تنوعت بها الصكوك القائمة على المشاركة، والإجارة، والبيع الآجل والمضاربة، والمرابحة...¹

¹ عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص ص 262-263.

- قامت ماليزيا بتطوير مراكز بحثية متخصصة في التمويل الإسلامي، وقد أسس البنك المركزي الماليزي ذراعا بحثية متخصصة وهي الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية.
- يولي البنك المركزي الماليزي إهتمام نوعي لتوفير رأس المال البشري المؤهل من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي ويضم بين جدرانه أو بالتعليم عن بعد تشكيلة طلابية من 60 دولة حول العالم.¹

الفرع الثالث: مشاكل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية

رغم الخصائص الكثيرة التي تميزت بها التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية، إلا أنها ما زالت تعاني من بعض السلبيات تتمثل في:

❖ مشاكل متعلقة بالجانب الشرعي:

حيث أن التجربة خالفت في بعض أدواتها المالية ما إستقر عليه رأي جمهور علماء المسلمين ممثلا فيما صدر عن المجامع الفقهية من قرارات، مثل بيع العينة وبيع الوفاء وبيع الديون وغرامات التأخير، مما جعلها غير مقبولة عند عامة المسلمين خارج ماليزيا، وبالتالي حال بينها وبين الإستفادة من العمق التاريخي لهذه الصناعة وهو العالم العربي. حيث تعتمد بعض الصكوك الماليزية على عقد بيع العينة وبيع الدين المحرمتان شرعا، لذلك هي بحاجة إلى إستبعاد هذه العقود المحرمة شرعا، ومن ثم تعزيز الجانب الشرعي، في جميع مراحل الصكوك.

كما أن إصدار وتداول صكوك الإستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرمه جمهور العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا.

❖ إشكالية تعميم النموذج الماليزي في صناعة المالية الإسلامية:

قد يثور التساؤل حول إمكانية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية على غيره من الدول، خاصة تلك التي يثور فيها إعتراض الفقه الغالب على الأسس والمبادئ الشرعية التي تقوم عليها العناصر الأساسية للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية في ماليزيا. فكثير من منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية تعتمد على بيع الدين بالدين، وهي قضية تمثل نقطة خلاف كبير بين الفقهاء.

❖ إشكالية التنافس بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية:

إذ قد تؤدي هذه المنافسة في زيادة حجم وعدد وقيمة الإصدارات بين الصكوك والسندات إلى إهمال الجانب الشرعي كنتيجة للمنافسة، وبالتالي الإهتمام بالجانب الكمي لا بالجانب الشرعي والنوعي.²

¹ خولة فريز النوباني، مرجع سابق، ص 17.

² عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 264.

بالإضافة إلى بعض التصرفات التي تخل بشرعية الصكوك الإسلامية، مثل المشاريع العمرانية التي تمول عن طريق الصكوك الإسلامية، حيث تقوم الشركات في بعض الأحيان بتوزيع الأرباح على المستثمرين قبل الإنتهاء من المشروع، وكذلك إصدار صكوك لإستصلاح الأراضي دون القيام بذلك.

خلاصة الفصل:

قمنا من خلال هذا الفصل بالتعريف بسوق الأوراق المالية الماليزية ومختلف الأقسام المكونة لها، والتعرف على الأنواع المختلفة للصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا، وكذا تقييم تجربة ماليزيا في مجال الصكوك ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، والعوامل التي ساعدت على إزدهارها في ماليزيا، بالإضافة إلى النقائص التي تعاني منها.

لنخلص إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

✓ تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من أكبر الأسواق المالية في جنوب شرق آسيا بتاريخ يعود إلى سنة 1930.

✓ تنقسم سوق الأوراق المالية الماليزية إلى خمسة أسواق رئيسية تتمثل في سوق الملكية، سوق السندات، سوق المشتقات، مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية والسوق المالية الإسلامية.

✓ يتم تداول العديد من أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا، منها الصكوك الحكومية ومنها الصادرة عن الشركات كصكوك المضاربة والمشاركة والبيع بثمن آجل والمرابحة... الخ.

✓ عرفت إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا نموا وتطورا كبيرا خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2014، رغم وجود تذبذب في حجم الإصدار.

✓ تأثرت ماليزيا كباقي دول العالم بالأزمة المالية العالمية، كما تأثرت سوق الصكوك الإسلامية بهذه الأزمة التي شهدت إنخفاض حجم الإصدارات خلالها.

✓ شهدت سوق الأوراق المالية الماليزية بداية إدراج الصكوك الإسلامية ابتداء من سنة 2009، إذ أثبتت هذه الصكوك صمودها في وجه الأزمات المالية مما زاد الطلب عليها.

✓ تلعب الصكوك الإسلامية دورا كبيرا وهاما في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية الماليزية، إذ أنها تعتبر وسيلة فعالة لجذب مذكرات المستثمرين سواء المحليين أو الأجانب، مسلمين كانوا أو غير مسلمين، كما أن الحكومة الماليزية لجأت إليها لتمويل مشاريعها التنموية، بالإضافة للشركات المتضررة من الأزمة المالية العالمية الباحثة عن السيولة لإعادة بعث نشاطها من جديد، مما أدى لإزدهار سوق الصكوك في ماليزيا وزيادة إصدارها وإدراجها في البورصة.

✓ رغم كسب التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية شهرة كبيرة حول العالم، إلا أنه يتخللها العديد من الاعتراضات خاصة فيما يتعلق بالجانب الشرعي لبعض أنواع الصكوك الإسلامية.

الخاتمة العامة

تعتبر سوق الأوراق المالية تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، حيث تعتبر القناة الرئيسية التي تنساب فيها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي الباحثين عن السيولة لتمويل أنشطتهم الإستثمارية، وهو ما ينعكس بالإيجاب على زيادة الإستثمار والرفع من كفاءة الأسواق المالية وتحسين وضعية الإقتصاد ككل.

ومع التطورات الكبيرة التي شهدتها أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية وما صاحبها من ظهور أنواع جديدة من الأدوات المالية من بينها الصكوك الإسلامية، التي لقيت رواجاً كبيراً في أوساط المستثمرين، وذلك لتعدد أنواعها وأشكالها وطرق إصدارها المرتكزة على مبادئ الشريعة الإسلامية، والتي إستقطبت فئة عريضة من المستثمرين حول العالم الراغبين في إستثمار أموالهم بطرق شرعية.

وقد حاولنا من خلال هذا البحث دراسة الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية، من خلال التطرق إلى المفاهيم النظرية لكل من سوق الأوراق المالية والصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى دراسة حالة سوق الأوراق المالية الماليزية.

أولاً: نتائج الدراسة

من خلال دراستنا لهذا البحث توصلنا إلى النتائج التالية:

1. تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها توجيه رؤوس الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، بهدف تشجيع وتسهيل عمليات الإستثمار عن طريق إستخدام مجموعة من الأدوات المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية بالإضافة إلى أدوات مالية إسلامية كالصكوك المالية.
2. يتم إصدار الصكوك الإسلامية وفق ضوابط شرعية مستخلصة من أحكام الشريعة الإسلامية، بتواجد أطراف معينين للقيام بإصدارها، وتتعدد أنواع هذه الصكوك بحسب هيكل إصدارها إلى صكوك قائمة على عقود الشراكة، البيع والإيجار.
3. شهد إصدار الصكوك الإسلامية في العالم نمواً كبيراً منذ بداية ظهورها، وذلك راجع لعدة عوامل إذ أنها تساعد في تحسين ربحية المؤسسات والشركات، كما أنها أداة تساعد على شفافية المعلومات في السوق، بالإضافة إلى مساهمتها في جمع رؤوس الأموال وتوفير السيولة اللازمة لإنشاء المشاريع وتوسيعها.
4. تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية أحد أكبر الأسواق في منطقة جنوب شرق آسيا، إذ تنقسم هذه السوق إلى خمسة أقسام رئيسية، وتديرها عدة هيئات رقابية والتي تقوم بتنظيم عمليات السوق ورقابتها.
5. تحتل ماليزيا الريادة في إصدار الصكوك الإسلامية، بفضل الدعم الكبير الذي أولته الحكومة لهذه الصكوك من خلال تسهيل العمليات التنظيمية والإعفاء من الضرائب على إصدارها، إذ تلعب الصكوك الإسلامية دوراً هاماً في تنشيط سوق ماليزيا للأوراق المالية من خلال جذب رؤوس الأموال من المدخرين وتوفير السيولة اللازمة لتلبية حاجات السوق والإقتصاد ككل.

6. إحتلت الصكوك الإسلامية في ماليزيا مكانة هامة مقارنة مع السندات التقليدية، حيث تجاوزت إصداراتها إصدارات السندات في كثير من الأحيان، غير أن مساهمتها في رسملة السوق عامة والإسلامي خاصة، تعتبر مساهمة ضئيلة نظرا لحدثة عمليات إدراج هذه الصكوك في سوق الأوراق المالية.

7. رغم الشهرة الكبيرة التي إكتسبتها التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية، إلا أنها واجهت العديد من المشاكل لعل أهمها ما يخص الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار وتداول بعض أنواع الصكوك التي تعتمد على بيع العينة وبيع الدين، بالإضافة إلى بيع الوفاء وغرامات التأخير.

ثانيا: إختبار الفرضيات

من خلال دراستنا لهذا البحث توصلنا لنتائج الفرضيات التالية:

1. من خلال دراستنا للجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية تبين وجود أدوات مالية متنوعة يتم تداولها في السوق من أسهم وسندات بمختلف أنواعها، بالإضافة إلى المشتقات المالية والصكوك الإسلامية، ومنه يمكن تأكيد صحة الفرضية الأولى التي تقول " يتم تداول العديد من الأدوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية كالأسهم والسندات، بالإضافة إلى المشتقات المالية والأدوات المالية الإسلامية كالصكوك".

2. من خلال دراستنا لحجم الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية وجدنا بأنها سجلت أرقام مرتفعة في حجم الإصدار، إذ تطور حجم الإصدار من 1.172 مليون دولار سنة 2001، إلى 120.854 مليون دولار سنة 2014، ومنه يمكن تأكيد صحة الفرضية الثانية التي تقول " تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية المستحدثة التي شهدت روجا كبيرا خاصة من طرف المسلمين نظرا لكونها تقوم على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية، والتي يمكن تداولها بيعا وشراء في أسواق الأوراق المالية، بإعتبارها البديل الشرعي للسندات التقليدية ذات المعاملات الربوية".

3. من خلال الدراسة التطبيقية تم التوصل إلى أن ماليزيا من الدول الرائدة في مجال الصكوك الإسلامية والتي أولتها أهمية كبيرة من خلال تخفيف الأعباء التنظيمية ومنح الحوافز الضريبية للمستثمرين في هذه الصكوك، حيث برز الدور الكبير الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في جذب وحشد رؤوس الأموال من المستثمرين، وهو ما يساهم في توفير السيولة داخل السوق من أجل تنشيطه وتفعيله، ومنه يمكن تأكيد صحة الفرضية الثالثة والتي تقول " عرفت الصكوك الإسلامية في ماليزيا تطورا كبيرا في حجم إصداراتها منذ نشأتها، وهو ما إنعكس بالإيجاب على سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وذلك لما توفره هذه الصكوك من سيولة وسرعة في التداول داخل السوق".

ثالثا: التوصيات

من خلال النتائج المتوصل إليها في دراستنا يمكن تقديم التوصيات التالية:

1. القيام بعمليات ترويجية للصكوك الإسلامية من أجل التعريف بها في أوساط المستثمرين بإعتبارها أدوات مالية إسلامية حديثة ومختلفة عن باقي الأدوات المالية الأخرى، بهدف زيادة إستقطاب وحشد رؤوس الأموال.
2. زيادة الدعم الحكومي للصكوك الإسلامية من خلال تقديم إمتيازات للمتعاملين في هذه الصكوك من أجل توسيع سوق الصكوك وزيادة نشاطها.
3. إعادة النظر في هيكلية إصدار بعض أنواع الصكوك مثل صكوك البيع بثمن أجل وصكوك المرابحة وصكوك الإستصناع التي تعتمد على بيع العينة وبيع الدين المحرمتان شرعا، وذلك لضمان قابلية تداولها على المستوى العالمي خاصة في الدول العربية والإسلامية.
4. ضرورة تنظيم عمليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية من خلال التعاون مع مجامع الفقه والهيئات المالية الإسلامية لإيجاد الوسائل والطرق الشرعية الكفيلة بتطويرها.
5. ضرورة توحيد الأحكام الشرعية المتعلقة بالصكوك الإسلامية من قبل الفقهاء في الدين الإسلامي من أجل تجنب اللبس في الإستثمار في هذه الصكوك من قبل المستثمرين خاصة المسلمين منهم.
6. محاولة تصنيف الصكوك الإسلامية من قبل وكالات التصنيف الدولية ووضع مؤشرات تقيس الأداء الفعلي لهذه الصكوك في سوق الأوراق المالية من أجل توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين حول هذه الصكوك.

رابعا: آفاق الدراسة

من خلال دراستنا لهذا البحث يمكن وضع بعض الإقتراحات للإستفادة منها في وضع عناوين دراسات مستقبلية:

1. دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال.
2. أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية في الجزائر.
3. مخاطر تداول الصكوك الإسلامية في السوق المالي.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

1. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، (دار اليازوري، الأردن، 2010).
2. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة، (دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2004).
3. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، (دار الفكر، الطبعة الأولى، الأردن، 2010).
4. بن براهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والإستثماري في البنوك الإسلامية- دراسة تطبيقية، (دار النفائس، الطبعة الأولى، الأردن، 2010).
5. حربي محمد عريقات وسعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية- مدخل حديث، (دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2010).
6. حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات، (دار زهران، الطبعة الأولى، الأردن، 2010).
7. حسين محمد سمحان وموسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية في ضوء المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting Islamic Banks، (دار المسيرة، الطبعة الثانية، الأردن، 2009).
8. حكيم براضية وجعفر هني محمد، دور التصكيك في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، (دار اليازوري، الأردن، 2016).
9. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، (دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2010).
10. شعبان محمد إسلام البروادي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية، (دار الفكر، الطبعة الأولى، سوريا، 2002).
11. شهاب أحمد سعيد العززي، إدارة البنوك الإسلامية، (دار النفائس، الطبعة الأولى، الأردن، 2012).
12. ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008).
13. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (دار صفاء، الطبعة الأولى، الأردن، 2010).
14. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، (منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، لبنان، 2009).

15. عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة البنوك- منشآت التأمين- البورصات، (المكتبة العصرية، الطبعة الأولى، مصر، 2009).
16. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد إقتصاديات الإستثمارات المالية، (دار الكتاب الحديث، مصر، 2010).
17. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة، (دار أسامة، الطبعة الأولى، الأردن، 2008).
18. علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، (دار الإعصار العلمي، الطبعة الأولى، الأردن، 2012).
19. فيصل محمود الشواور، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعملية، (دار الوائل، الطبعة الأولى، الأردن، 2008).
20. مصطفى كمال السيد طابل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، (دار أسامة، الطبعة الأولى، الأردن، 2012).
21. محب خلة توفيق، الهندسة المالية- الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار، (دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، مصر، 2011).
22. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية- الأصول العلمية والتحليل الأساسي، (دار زمزم، الطبعة الأولى، الأردن، 2009).
23. محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها ومبادئها وتطبيقاتها المصرفية، (دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2008).
24. محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، (دار المسيرة، الطبعة الرابعة، الأردن، 2012).
25. ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، (دار وائل، الطبعة الأولى، الأردن، 1999).
26. نعيم نمر داوود، البنوك الإسلامية نحو إقتصاد إسلامي، (دار البداية، الطبعة الأولى، الأردن، 2012).
27. وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، (دار المستقبل، الطبعة الأولى، الأردن، 2010).

ثانياً: المجالات

1. بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا: (العدد 9، 2011، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف).

2. بوعبد الله علي، تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية: (العدد 14، 2015، جامعة المسيلة).
3. حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية: (العدد 11، ماي 2007، جامعة محمد خيضر - بسكرة).
4. حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية: (العدد 27، مارس 2004، المعهد العربي للتخطيط - الكويت).
5. دينا أحمد عمر، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تنمية الرافدين: (المجلد 31، العدد 96، 2009، جامعة الموصل).
6. سليمان ناصر وربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية: (العدد الأول، 2013، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة).
7. علي عبد الغاني اللايد وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية - دراسة تطبيقية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية: (العدد الثالث، جوان 2015، جامعة أم البواقي).
8. كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: (العدد الرابع عشر، 2014، جامعة سطيف 1).
9. مفتاح صالح وسلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية - دراسة حالة سوق ماليزيا، مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية: (العدد الثالث عشر، جوان 2013، جامعة محمد خيضر - بسكرة).
10. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث: (العدد 7، 2009 - 2010، جامعة محمد خيضر - بسكرة).
11. ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية - تأطير نظري، مجلة جامعة بابل: (المجلد 21، العدد 1، 2013، جامعة بابل - العراق).
12. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين، مجلة الباحث: (العدد التاسع، 2011، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة).

ثالثا: الأطروحات والرسائل

1. أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التتموي في الإقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، لبنان، 2009.

2. الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005- 2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2011-2012.
3. آمال لعش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية- دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس- سطيف.
4. بن الضيف محمد عدنان، الإستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2007- 2008.
5. حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات- دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2014- 2015.
6. زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، 2008.
7. ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية - دراسة حالة ماليزيا والسودان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2014- 2015.
8. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة سطيف 1.
9. عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال- التجربة الماليزية نموذجا، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014- 2015.
10. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص إقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2012- 2013.
11. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية - غزة، 2007.

رابعاً: الملتقيات والمؤتمرات

1. بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، يومي 20 - 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس - سطيف.
2. برودي نعيمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013.
3. خولة فريز النوباني، الصكوك.. تجارب عالمية.. ورشة عمل الصكوك الإسلامية.. تحديات، تنمية وممارسات دولية، يومي 18 و 19 تموز 2010، BDO Jordan Islamic Financial Services.
4. سليمان ناصر وربيعه بن زيد، العائد والمخاطرة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية - دراسة قياسية مقارنة بين مؤشري داوجونز للصكوك الإسلامية ومؤشر ستاندارد آندبورز لسندات الخزينة التقليدية خلال الفترة (2009/11/23 - 2014/11/17)، المؤتمر العالمي العاشر للإقتصاد والتمويل الإسلامي (ICIEF): الجوانب المؤسسية للإصلاحات الإقتصادية والنقدية والمالية، يومي 23 و 24 مارس 2015، المركز الطلابي الدوحة - قطر.
5. سليمان ناصر وربيعه بن زيد، دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في تفعيل أداء المؤسسات والإقتصاديات، يومي 19 و 20 نوفمبر 2013، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف.
6. شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية - كمفترح تمويلي - لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الإقتصادية (التجربتين الماليزية والسودانية نموذجاً)، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، يومي 12 و 13 نوفمبر 2013، جامعة اليرموك - الأردن.
7. صلاح بسام فياض وعلي عبد الكريم محمد العبابنة، الصكوك وأثرها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفية، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، يومي 12 و 13 نوفمبر 2013، جامعة اليرموك - الأردن.
8. عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010.
9. عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الإستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، خلال الفترة 31 ماي - 3 جوان 2009، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي.

10. عماري صليحة وسعدان آسيا، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013.
11. عيساوي سهام وحوحو فطوم، تأثير الأدوات المالية الإسلامية على كفاءة السوق المالية الناشئة - دراسة مقارنة سوق السودان وسوق ماليزيا، الملتقى الدولي حول: دور الأسواق المالية الناشئة في تنمية الإستثمارات المحلية، يومي 26 و 27 جانفي 2016، جامعة العربي التبسي - تيسة.
12. فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنندى الصيرفة الإسلامية، بيروت - لبنان، يوليو 2008.
13. قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية بصفاقس تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية - الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية، يومي 16 و 17 جوان 2014، تونس.
14. لعمش آمال وشرفي سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية - تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5 و 6 ماي 2014، جامعة فرحات عباس - سطيف.
15. معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، خلال الفترة 24 - 26 ماي 2010، جامعة الملك عبد العزيز - جدة.
16. نور الدين أنجدمون، تطوير الصكوك في ماليزيا، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية -، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 25 أكتوبر 2008.
17. هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إقتصادي إسلامي، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010، عمان - الأردن.

المراجع باللغة الأجنبية:

I. Magazines

1. Bedi Gunter Lackmam, **Types of Sukuk (Islamic Bonds) and History of Japanese Company Issuance**, Nomura Journal of Capital Markets, (Vol.6 No.3, 2015, Reasearch Associate).
2. Bit- Kun Yeoh and others, **Time- Varying World Integration of The Malaysian Stock Market: A Kalman Filter Approach**, Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance: (Vol. 6, No. 2, 2010).
3. Essia Ries Ahmed and Others, **Islamic Sukuk : Pricing Mechanism and Rating**, Journal of Asian Scientific Reasearch , (Vol. 4, No.11, 2014, Asian Economic and Social Society).

4. Ijlal Ahmed Alvi, **Global Sukuk Market and Finding**, IIFM Industry Seminar on Islamic Financial Markets, Tuesday 2nd June 2015, Pan Pacific Hotel, Singapore.
5. Richard A. Brealey and Others, **Fundamentals of Corporate Finance**, (Custom Publishing, Third Edition, United State of America, 2001).
6. Rodney Wilson, **Islamic Bonds : your Guide to Issuing**, Structuring and Investing in Sukuk- Overview of the Market, Institute for Middle Eastern and Islamic Studies, University of Durham, United Kingdom.
7. Stephen A. Ross and Others, **Fundamentals of Corporate Finance**, (McGraw-Hill Irwin, Sixth Edition, United State of America, 2003).

II. Memos

1. Raymond Liow Sang Loong, **Performance of Construction Company Listed in Kualalumpur Stock Exchange**, A report submitted in fulfillment of the requirements for the award of degree of Bachelor of Civil Engineering, Universiti Malaysia Pahang, November 2010.
1. Zhamal K Nanaeva, **How Risky Sukuk are: Comparative Analysis of Risks Associated With Sukuk and Conventional Bonds**, Dissertation submitted in partial fulfillment of the degree of Msc in Finance and Banking, The British University in Dubai, May 2010.

III. Reports

1. Securities commission Malaysia, Annual Report 2001.
2. Securities commission Malaysia, Annual Report 2002.
3. Securities commission Malaysia, Annual Report 2004.
4. Securities commission Malaysia, Annual Report 2005.
5. Securities commission Malaysia, Annual Report 2006.
6. Securities commission Malaysia, Annual Report 2007.
7. Securities commission Malaysia, Annual Report 2008.
8. Securities commission Malaysia, Annual Report 2009.
9. Securities commission Malaysia, Annual Report 2010.
10. Securities commission Malaysia, Annual Report 2011.
11. Securities commission Malaysia, Annual Report 2012.
12. Securities commission Malaysia, Annual Report 2013.
13. Securities commission Malaysia, Annual Report 2014.
14. Bursa malaysia annual report 2009.
15. Bursa malaysia annual report 2014.

الملاحق

الملحق رقم 1: جدول يمثل تطور إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً
خلال الفترة (2001 – 2014)

الوحدة: مليون دولار

حجم الإصدار	السنوات	حجم الإصدار	السنوات
24.264	2008	1.172	2001
37.904	2009	1.371	2002
52.978	2010	7.057	2003
92.403	2011	9.465	2004
137.499	2012	13.698	2005
138.170	2013	33.837	2006
120.854	2014	50.041	2007

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

Ijlal Ahmed Alvi, **Global Sukuk Market and Finding**, IIFM Industry Seminar on Islamic Financial Markets, Tuesday 2nd June 2015, Pan Pacific Hotel, Singapore, p 1

الملحق رقم 2: جدول يمثل إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة
(2001- جوان 2014)

الوحدة: مليون دولار

النسبة %	القيمة	عدد الصكوك المصدرة	الدولة
78.09	430.579	3932	ماليزيا
3.35	18.453	189	إندونيسيا
1.01	5.567	105	بروناي دار السلام
1.39	7.688	58	باكستان
1.65	9.124	218	البحرين
2.38	13.115	9	قطر
6.08	33.538	43	السعودية
1.50	8.251	14	الإمارات
2.93	16.180	26	السودان
1.17	6.478	20	تركيا
0.45	2.384	244	الدول الأخرى

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

Ijlal Ahmed Alvi, op.cit, p 10

الملحق رقم 3: جدول يمثل إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب النوع خلال الفترة
(2001- جوان 2014)

الوحدة: مليون دولار

النسبة %	القيمة	نوع الصكوك
43.55	50.894	صكوك الإجارة
5.41	6.325	صكوك المضاربة
6.27	7.329	صكوك المرابحة
10	11.689	صكوك المشاركة
1.68	1.958	صكوك السلم
33.09	38.672	صكوك أخرى

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

Ijlal Ahmed Alvi, op.cit, p 12

الملحق رقم 4: مقارنة تطور إصدار الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة
(2001 - 2014)

الوحدة: مليار رنجيت ماليزي

السندات التقليدية		الصكوك الإسلامية		السنوات
النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	
56.20	16.81	43.80	13.5	2001
69.00	38.41	31.00	17.6	2002
75.00	35.3	25.00	12	2003
68.31	32.68	31.69	15.16	2004
28.60	17.34	72.40	43.32	2005
44.60	33.81	55.40	42.02	2006
23.60	37.5	76.40	121.3	2007
69.10	96.8	30.90	43.20	2008
40.90	23.54	59.10	33.96	2009
36.60	23.26	63.40	40.33	2010
30.00	33.1	70.00	78.90	2011
31.20	32.2	68.80	71.10	2012
32.83	48.45	67.17	99.13	2013
35.62	42.08	64.38	76.07	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على: محمد غزال، مرجع سابق، ص 266

Securities commission Malaysia, Annual Reports 2001-2002-2004-2005-2006-2007-2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014.

الملاحق رقم 5: جدول يمثل حجم الصكوك المدرجة في بورصة ماليزيا

الوحدة: مليار دولار

السنوات	حجم الصكوك المدرجة في البورصة الماليزية
2001	-
2002	-
2003	-
2004	-
2005	-
2006	-
2007	-
2008	-
2009	17.6
2010	27.7
2011	28.5
2012	33.7
2013	32.9
2014	34.2

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

Bursa malaysia annual reports 2009, 2014

الملحق رقم 6: جدول يمثل نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية

الوحدة: مليار رنجيت ماليزي

نسبة الصكوك إلى رسملة السوق	حجم الصكوك المدرجة في البورصة	رسملة السوق	السنوات
%0.060	60.1	999	2009
%0.074	94.6	1275	2010
%0.076	97.3	1285	2011
%0.079	115.1	1466	2012
%0.066	112.3	1702	2013
%0.071	116.8	1651	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

Bursa malaysia annual reports, 2009, 2014

الملحق رقم 7: جدول يمثل نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في رسملة سوق الأوراق
المالية الإسلامية في ماليزيا

الوحدة: مليار رنجيت ماليزي

نسبة الصكوك في رسملة السوق الإسلامي	حجم الصكوك المدرجة	رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية	السنوات
0.094	60.1	637.4	2009
0.118	94.6	800.7	2010
0.120	97.3	809.6	2011
0.123	115.1	938.2	2012
0.103	112.3	1089.2	2013
0.112	116.8	1040.1	2014

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على:

Bursa malaysia annual reports, 2009, 2014