

الصكوك الإسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية - التجربة الماليزية -

الأستاذ : الزعبي حمو - أستاذ مساعد

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة الجزائر 3

ملخص:

التنشيط يعني قيام فرد أو مجموعة من الأفراد أو شيء معين بجملة من العمليات بغرض إدخال، تعديل أو تغيير سلوك إنساني أو مكان أو محيط في إطار تربوي وثقافي وفق أهداف مضبوطة ومحددة.

تأتي هذه الدراسة لتوضيح مدى قدرة ودور الصكوك الإسلامية على تفعيل سوق الأوراق المالية التقليدية منها أو الإسلامية، لعلها تقدم بعض النتائج التي تفيد قطاع الأعمال في مجال تعزيز ثقة المستثمرين في الصكوك المالية الإسلامية التي تعتبر كأدوات مالية حديثة النشأة. وذلك من خلال توضيح ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية (مفهومها، شروط قيامها، دورها الاقتصادي والتحديات التي تواجهها)، الصكوك الإسلامية أهميتها، أشكالها والفرق الجوهرية بينها وبين الأسهم والسندات، في الأخير السوق الماليزي ودور الصكوك في تنشيط اقتصاده وتعاملاته .
الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية - الصكوك الإسلامية - السوق المالي الماليزي - التنشيط.

Abstract :

Activation means that an individual or group of individuals or a particular thing a set of operations in order to enter , modify or change the behavior of a human or a place or in the vicinity of educational and cultural framework in accordance with the objectives set and specific .

This study is to clarify the extent to which and the role of Islamic instruments to activate the stock market conventional and Islamic , to perhaps provide some results that benefit the business sector in the promotion of investor confidence in the financial instruments of Islamic financial instruments that are newly created . And that by clarifying what the stock market (Islamic concept, the terms of the establishment, its economic role and challenges faced) , Islamic Sukuk importance, forms and essential difference between stocks and bonds , in the recent Malaysian market and the role of instruments in the revitalization of the economy and his dealings .

Keywords: Stock market - Islamic Sukuk - Malaysian financial market - Activation.

مقدمة:

شهدت الأسواق المالية في الدول المتقدمة تطوراً هاماً على صعيد أدواتها أو تقنياتها؛ يعتبر هذا التطور من أبرز سمات الاقتصاديات المتقدمة.

إذا كانت هذه الأسواق لا تزال تخطو خطواتها الأولى في عالمنا العربي فإن هذه الأسواق قد قطعت خطوات مهمة في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية المصنعة حديثاً ماليزيا، البحرين السودان، إذ نجحت العديد منها في تطوير أسواقها المالية، محاولة بذلك للحاق بركاب الدول المتقدمة.

وبالرغم من الدور الكبير الذي تلعبه هذه الأسواق في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع الإنتاجية مما يؤدي حتماً إلى المساهمة في تطوير الاقتصاد الوطني، فإن هذا الموضوع ما زال أمراً مبهماً لشريحة كبيرة من الناس.

أمام هذا الواقع ارتأينا إلى معالجة هذا الموضوع الذي يوضح ماهية سوق الأوراق المالية والصكوك الإسلامية من جهة، ودور هذه الأخير في تنشيط سوق الأوراق المالية بصفة خاصة والاقتصاد الوطني بصفة عامة. لذلك يمكن طرح الإشكالية:

هل للصكوك الإسلامية القدرة في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية؟

لمحاولة الإجابة عن هذه الإشكالية الرئيسية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

س 1: فيما تتمثل إضافة سوق الأوراق المالية للاقتصاد الدولة؟

س 2: ما أهم الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية؟

س 3: أين يكمن الدور الأساسي للصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية؟

سنحاول الإجابة على هذه التساؤلات من خلال تحليل العناصر التالية:

أولاً: سوق الأوراق المالية ودوره الاقتصادي ؛

ثانياً: الصكوك الإسلامية وأهميتها؛

ثالثاً: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية.

أولاً: سوق الأوراق المالية ودوره الاقتصادي:

السوق بالمعنى التجاري يعني المكان الذي تتجمع فيه السلع وبعد الشراء أو البيع تنقل ملكيتها، أما بالمعنى الاقتصادي فلا يقصد به مكان معين بل أسلوب إتمام عملية تجارية على نطاق محلي أو عالمي، أي في أي مكان تتم فيه عملية التوزيع أو التبادل.

سوق المال يطلق على جميع المؤسسات التي تتعامل في السلع والخدمات والأصول العقارية والمنقولة¹، يتكون سوق المال من سوق النقد وسوق أخرى لرأس المال تسمى بسوق الأوراق المالية.

1. تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية:

1. سوق الأوراق المالية: المكان الذي يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية بمختلف أشكالها : كأسهم وسندات الشركات، وسندات الحكومة؛ التعامل في هذه السوق يكون بالمضاربة بمعنى شراء الأوراق المالية و إعادة بيعها بغية تحقيق الربح². لكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال شركات السمسة المنتشرة في مختلف الدول التي تسمح بالتعامل من خارج السوق³.

2. سوق الأوراق المالية الإسلامية: يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية من تعريفه الاصطلاحي الوضعي ولكن في إطار شرعي إسلامي: "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثير الأموال في إطار شرعي"⁴.

II. الشروط اللازمة لقيام سوق مالية إسلامية⁵:

✓ أن تكون الشريعة الإسلامية مصدر أية قوانين أو لوائح ضرورية لتنظيم وإدارة نشاط السوق الإسلامية والرقابة عليها وفرض الأحكام التأديبية اللازمة في حالة المخالفات، ولا مانع من الاستفادة من تجارب بعض البلدان الإسلامية التي لها السبق في النشاط المالي الإسلامي، وذلك بعد التأكد من هذه القوانين أو اللوائح غير متعارضة مع قواعد الشريعة الإسلامية وأنها ستكون لها الإضافة في تحقيق مقاصدها.

✓ الالتزام بمبدأ حرية الدخول إلى السوق وحرية المعاملات فيها، لذلك لا يصح فرض أية قيود تمنع أي مسلم عاقل من ممارسة أعمال السمسة-الوساطة المالية- أو البيع أو الشراء في السوق؛ والالتزام بهذا المبدأ يعني في الواقع منع قيام أية احتكارات أو تكتلات من قبل السماسرة أو الوسطاء أو بعض المصالح الكبرى.

✓ منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا في قليل أو كثير، وأنها لن تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين أو بالمجتمعات الإسلامية وأنها صدرت من قبل شركات أو هيئات ذات سمعة محمودة في الأوساط الإسلامية والاقتصادية أو عن طريق بعض البنوك الإسلامية المعروفة.

✓ وجود قواعد ولوائح ناظمة للنشاط وكفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة والغش والغبن والغدر وحماية السوق من حى المضاربات السعرية بصفة عامة وقطع دابر المضاربات السعرية غير الشرعية بصفة خاصة.

III. التحديات التي تواجه الأسواق المالية الإسلامية⁶:

السوق المالية الإسلامية الدولية المنظمة حديثة العهد، من هذا يتبين لنا أن المصارف الإسلامية قد بدأت تهتم في استثماراتها المباشرة بالجانب الذي يختص أسواق المال، وبالرغم من أن استثماراتها في هذا المجال في تزايد مستمر إلا أنها لازالت تستثمر بنسب منخفضة لحد ما ولا زالت استثماراتها مرتبطة في معظمها بأسواق المال المحلية بالرغم من وجود مؤشرات خاصة بالتعامل الإسلامي في أسواق المال العالمية، وهذا يرجع لعدة أسباب نذكر منها:

✗ عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالمحليلين الماليين للأسواق والاستثمارات المباشرة.

✗ يوجد اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر، وأكثر من هذا قد يكون من مصرف لآخر داخل البلد الواحد.

✗ عدم إصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر التي ترتبط في معظمها بالمصارف الإسلامية.

✗ الحاجة الماسة لمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعياً لمواكبة تطورات أسواق المالية، واقتراح الأدوات البديلة.

✗ اختلاف الأنظمة الضريبية وقوانين ولوائح الاستثمار من بلد لآخر من جهة، وانخفاض نسبة الشفافية من جهة أخرى، يؤثران سلباً على تعاملات المصارف الإسلامية في أسواق المال المحلية والعالمية.

✗ الاختلافات الفقهية بين الدول المختلف يعتبر كعائق للاستثمار في الأسواق الإسلامية مثلاً الرأي المجيز لشراء وبيع عقود الديون في الأسواق الثانوية.

IV. الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية: The role of financial markets

إن سوق الأوراق المالية بحكم وظيفته الاقتصادية، يشكل آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يتداول في هذه السوق من أدوات مالية بمختلف أنواعها. فهو صلة الوصل بين المشاريع والإدخارات الفردية.

بالإضافة إلى ذلك، يؤدي سوق الأوراق المالية عدداً من الوظائف للاقتصاد الوطني، لعل أهمها:

1. زيادة النمو الاقتصادي فتمويل المشاريع والاستثمارات المدرجة في سوق الأسهم يساهم في زيادة الإنتاج من السلع والخدمات وفي نمو الاقتصاد؛ وهو ما يؤدي إلى زيادة الفرص الوظيفية للباحثين عن العمل، كذلك يساهم انتقاء أسهم شركات بعينها في توجيه الأموال والمدخرات نحو المشاريع الأكثر جدوى وربحية⁷.

2. تعبئة وتنمية المدخرات وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية، مع توفير درجة من السيولة لكل

من المدخرين والمستثمرين؛ فعملية شراء وبيع الأوراق المالية في سوق التداول ليس استثماراً مالياً فحسب، بل يترتب عن عملية التداول تسييل الأوراق المالية وتحويلها إلى أموال قابلة للاستثمار في مجالات أخرى داخل الاقتصاد الوطني⁸.

3. إيجاد سوق مستمرة وحرّة تمكن جمهور المتعاملين من بيع وشراء الأوراق المالية، طلباً للعائد المتولد عنها في حالة الربح أو تغييراً لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر.

4. إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، إذ تسجل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق للمزايدة (Auction market) تتحكم فيها قوى العرض والطلب، وتنتشر من قبل إدارة السوق ويعتمد عليها الأفراد والمؤسسات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية⁹.

5. وجود سوق الأوراق المالية بشكله الرسمي يقلل من تكلفة عملية الاستثمار؛ لأن المعلومات الضرورية لاتخاذ قرار الاستثمار يفترض أن تتوفر من خلال أجهزة السوق مما يؤدي بالتالي إلى توفير في المصاريف المترتبة على اتخاذ مثل هذا القرار¹⁰.

ثانياً : الصكوك الإسلامية وأهميتها:

1. تعريف الصكوك: تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول¹¹.

هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ساهمت في انتشارها

انتشارا واسعا، تتمثل فيما يلي¹²:

✓ **مبدأ المشاركة في الربح والخسارة:** فالعلاقة بين المشتركين فيها هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم ، وفقا لقاعدة الغنم بالغرم.

✓ **وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة:** تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري 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 للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تقوم على أساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.

II. الصكوك الإسلامية منافعها وأهميتها:

كانت الفكرة الأساسية من وراء إصدار الصكوك الإسلامية أن يشارك حملة الصكوك في ربح المشاريع الكبيرة أو الدخل الناتج منها، ولو أصدرت الصكوك على هذا الأساس، لأدت دورا كبيرا في تنمية العمل المصرفي، وساهمت مساهمة كبيرة في الوصول إلى أهدافها، وتعتبر تلك الصكوك ذات منافع كثيرة أهمها ما يلي¹³:

1. تعتبر من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي لا تطيقها جهة واحدة.
2. تفتح مجالاً كبيراً للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها، لأن المفروض في هذه الصكوك أن تكون له سوق ثانوية تباع فيها الصكوك وتشتري، فكلما احتاج المستثمر إلى أمواله المستثمرة أو إلى جزء منها، جاز له أن يبيع ما يملكه من صكوك أو بعضا منها، ويحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل والربح جميعا إن كان المشروع كسب ربحاً.
3. تعتبر الصكوك الإسلامية هي البديل الإسلامي للسندات في النظام الرأسمالي، وهي تصدر مقابل أصول غالبا ما تكون عقارية أو أصول أوراق مالية ذات عائد، والصكوك تكون على مدى متوسط أو طويل الأجل.

و الصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً في ملكية أو نشاط استثماري وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وغلق باب الاكتتاب واستخدامها فيما أصدرت من أجله، ولقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل منها:

- (1) إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- (2) تلبي الصكوك احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.
- (3) 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.
- (4) 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.
- (5) المساهمة في جمع رأسمال لتمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارد المستثمرين وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.
- (6) تسهم 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 الاستثمارية طويلة الأجل.
- (7) تعمل الصكوك على تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً.
- (8) التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحد الائتماني للشركة في البنوك، حيث إن كثيراً من الشركات العملاقة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك المحلية، بل والإقليمية، مما يجعل مهمة الحصول على تمويل من الصعوبة بمكان، وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً ائتمانية جديدة.

III. أشكال الصكوك المالية الإسلامية:

أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعا من الأدوات المتداولة في السوق المالية الإسلامية، غير أن الأكثر منها انتشارا يمكن حصرها في الأنواع التالية:

1/ **صكوك الإجارة:** وهي تطرح لجمع مبلغ لشراء عين كبير وتأجيرها تأجيرا تشغيليا أو منتهايا بالتمليك لجهة ما، ويوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك، مع رد جزء من قيمة العين إن كان تأجيرا منتهايا بالتمليك، ويتم تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية¹⁴.

2/ **صكوك المضاربة أو القراض:** وهي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه؛ ويُفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية (صكوك المقارضة)¹⁵. يمكن إصدار سندات المضاربة على نوعين¹⁶:

أ - **صكوك المضاربة المطلقة طويلة الأجل:** كأن تكون مدتها ما بين 10 سنوات و 20 سنة، ولا تكون مخصصة لمشروع معين وإنما للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع، ويبين في كل سنة الأرباح أو الخسائر التي تحققت، وفي حالة تحقيق أرباح توزع سنويا على أصحاب الصكوك.

ب - **صكوك المضاربة المقيدة طويلة الأجل:** وتكون بنفس الشروط السابقة، لكن تخصص لمشروع معين، كما يمكن أن تحدد المدة اللازمة الخاصة بالمشروع.

3/ **صكوك المشاركة:** وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركات لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار.

لصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى.

المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون هم الشركات في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بربحها وخسارتها، كما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل

عقد المشاركة، ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم¹⁷.

4/ **صكوك المربحة:** تجمع أموال لشراء سلع ثم بيعها مربحة، حيث يستلم المشتري السلعة، ويبقى الثمن دينا مُنجمًا إلى آجال محددة متفق عليها، مما يعني أن هذه الصكوك في نهاية الأمر أصبحت تمثل ديونا على مشتري السلع، بعد أن مثلت رأس مال اشترت به السلع، ولكن الإشكال في أن تسمية هذه الصكوك بالمربحة يوهم بأنها جائزة من حيث التسمية، ولكن الاجتهاد بتحقيق المناط في واقع الأمر أن الصكوك آيلة إلى ديون، وينبغي أن يتعامل بها كدين على المشتريين، وتخضع في تبادلها شرعا لأحكام الدين من حيث المبادلة والتريح منها¹⁸.

5/ **صكوك السلم:** صكوك السلم هي صكوك تتمثل في بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة. لا تزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو للتداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين : البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق. وتطرح لجمع مبلغ معين وتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه تسلم بعد مدة¹⁹.

6/ **صكوك الاستصناع:** تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة و ثمن البيع.

فالمصدر لصكوك الاستصناع هو البائع والمكنتبون فيها هم المشترون للعين المراد بيعها، وحصيلة الاكنتاب هي تكلفة المشروع ويملك حملة الصكوك ما يتم صنعه ويستحقون ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد وتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة استصناعا وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك²⁰.

7/ **صكوك الإجارة:** تقوم فكرة صكوك الإجارة على مبدأ التصكيك أو التسنيد أو التوريد الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدرّ دخلاً، 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، وعلى ذلك عُرِفَتْ بأنها: "سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعةً في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل"²¹.

تتميز صكوك الإجارة بصلاحياتها للوسائط المالية لتمويل العديد من المشروعات، كما تتمتع بمرونة على مستوى الإصدار أو على مستوى التداول، وتوفر للمؤجر إيرادات ثابتة وشبه مستقر.

صنفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية * صكوك الإجارة إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، صكوك ملكية المنافع وصكوك ملكية الخدمات²².

8/ صكوك المزارعة: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس عقد المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

9/ صكوك المساقاة: وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمار حسب الاتفاق.

10/ صكوك المغارسة: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس أشجار والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس بحسب ما يتفق عليه في العقد²³.

IV. الصكوك الإسلامية والسندات والأسهم:

بعدما تطرقنا إلى أشكال وأنواع الصكوك الإسلامية كأدوات مالية متعامل بها في كل من السوق المالية الإسلامية؛ يمكن أن نخلص إلى أن:

➤ الصكوك والسندات أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية، تتمثل أوجه التفرقة بينهما في:

الصك	السند
ورقة مالية مهيكلية (تعتمد) على عقود شرعية	ورقة مالية تعتمد على عقود محددة
ورقة مالية معرضة للغنم والغرم.	ورقة مالية تغنم ولا تغرم ، تحصل مقابلها فائدة ربوية.
ورقة مالية تمثل اصلاً حقيقياً (عين-منفعة-خدمة)	ورقة مالية تمثل قرصاً حقيقياً

المصدر: يعقوب محمود ومشاهد عثمان إبراهيم؛ "سوق الأوراق المالية في السودان"؛ بنك السودان المركزي؛ السودان؛ ماي 2011؛ ص22.

➤ أما فيما يتعلق بأوجه التفرقة بين الصك والسهم، فمتمثلة في:

الصك	السهم
ورقة مالية قليلة المخاطر	ورقة مالية ذات مخاطر عالية
أداة تملك خارج الميزانية	حصة مشاعة في رأس المال
لصاحبها الخيار ببيعها وتصفيتها، أما صكوك المشاركة المؤقتة أو صكوك السلم أو صكوك المضاربة لها تاريخ تصفية.	لصاحبه ربحه في السوق واستمراره حتى تصفية الشركة المساهم فيها وليس له تاريخ استحقاق.

المصدر: يعقوب محمود ومشاهد عثمان إبراهيم؛ نفس المرجع السابق؛ ص22 و23.

ثالثاً: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية

بدأ التزام ماليزيا بتطوير النظام المصرفي الإسلامي الكامل في عام 1983، عندما أول بدأ البنك الإسلامي للعمليات؛ رغم أنه في السنوات التي تلت ذلك النظام المصرفي الإسلامي الماليزي تمكنت من فرض نفسها كبديل للمعاملات التقليدية.

سنحاول تسليط الضوء على السوق المالي الماليزي (مفهومه، نشأته، ...)؛ ونختتم هذه الورقة في إظهار مساهمة الصكوك الإسلامية في تنشيطه، وهذا كله على النحو التالي:

1. السوق الماليزي للأوراق المالية (المفهوم، النشأة وأهدافه)²⁴

1) مفهوم السوق المالي الماليزي للأوراق المالية²⁵:

السوق المالي الماليزي مفهومه مثله مثل المفهوم الشائع لسوق رأس المال، فهو يتكون من سوق تقليدي و آخر إسلامي للأوراق المالية منتظمة، إلى جانب ذلك يشمل أيضا سوق غير منظمة تهتم خاصة بسوق السندات، ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

تتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق فتشمل سندات الحكومة الماليزية والشركات الخاصة، وأسهم الشركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبلات للسلع والخدمات المالية، وعقود الخيارات وغيره.

(2) نشأة السوق المالي الماليزي للأوراق المالية:

يمكن توضيح بإيجاز نشأة السوق المالية التقليدية بماليزيا لأنها السبابة في الظهور، فقد بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية و التعدينية. وفي عام 1930 م أسست كأول جمعية سماسة بورصة سنغافورة "Singapore Stockbrokers' Association" كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية²⁶.

سوق رأس المال في ماليزيا ظهر ببعده الحقيقي في أوائل الستينات، وبالضبط في 09 ماي 1960 وتمت عملية تطويره، وبعد هذا السوق قطاعاً جديداً مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية. وفي البداية شكلت سوقاً منظمة مشتركة مع سنغافورة، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وأنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها في سنة 1976 بكوالالمبور لتداول الأسهم.

إلا أن بداية نمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية "MGS" ومن ذلك الحين، أصبح القطاع العام قطاعاً أساسياً لتطوير الاقتصاد القومي²⁷.

وتعتبر شركة "Arab Malaysian Finance Bond AMF" أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا في عام 1980م. وتزايد إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة بإصداراتها من القطاع العام²⁸.

وتطور سوق رأس المال في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم "Kuala Lumpur Stock Exchange" التي أسست في عام 1994 م، وأعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة "Kuala Lumpur Exchange Stocks Bhd"، وبعد تاريخ 20 أبريل 2004م عرفت باسم "البورصة الماليزية" Bursa Malaysia " التي تتداول فيها الأوراق المالية، لاسيما الأسهم وما يتعلق بها²⁹، وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة "Call Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة "Warrants" ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً لتمويل المشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاعان العام والخاص³⁰.

(3) أهداف السوق المالي الماليزي للأوراق المالية³¹:

لتدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي "Malaysian Capital Market Masterplan" وتحت رعاية وزير المالية الماليزية في تاريخ 22 فبراير 2001م، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية:

- اعتبار سوق رأس المال مصدراً للحصول على الموارد التمويلية للشركات المحلية الماليزية؛
- تشجيع إدارة الاستثمار الفعالة والبيئة الاستثمارية الأمتل للمستثمرين؛
- توفير وخلق المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق؛
- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة؛
- توفر أنظمة الرقابة الفاعلة والمنتظمة وتقويتها؛
- اعتبار ماليزيا مركزاً دولياً لسوق الأوراق المالية الإسلامية.

II. التجربة الإسلامية الماليزية في سوق الأوراق المالية:

أضحى النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمتل للاقتصاد الإسلامي المتطور وساعده على هذا التنامي الاقتصادي السريع وجوده في بيئة تتصف بالمزيد من الحرية والتنافس، وذلك تماشيًا مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية العالمية.

(1) مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا³²:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي: " بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر... وغيرها، أي أنه سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية³³. ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات الاقتصادية وفقاً لنظام المعاملات الإسلامية.

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين، والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا ما يعزز وينشر الثقة بين السوق والمستثمرين³⁴.

(2) نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا³⁵:

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962 (تدير أموال الحجاج بشكل متوافق وأحكام الشريعة الإسلامية)، وأما البداية الحقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى عام 1983 مع إصدار قانون العمل

المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمعاملات والمنتجات المصرفية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك إسلام ماليزيا برهاد "Bank Islam Malaysia Berhad BIMB" والذي بدأ عملياته في 1 جويلية 1983 في العاصمة كوالالمبور³⁶، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993³⁷.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة "Shell MDS Sdn Bhd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه³⁸.

ومع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي، ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لاسيما المستثمرين المسلمين، والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة. ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي "Islamic Capital Market Department - ICMD" في عام 1994 م، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية "Islamic Instrument Study Group - IISG" في أواخر عام 1994م، وبعد عام "الإسلامية تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية "Shariah Advisory SAC-Council" وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل.

(3) أهداف سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

وتعد كل هذه التطورات الإيجابية خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن تطوير سوق رأس المال وذلك من خلال³⁹:

1. توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي؛
2. المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها؛
3. تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال: الندوات، الدورات والمحاضرات وغيرها من الأساليب التي تعطي الصورة الكاملة لهذا السوق (طبيعته وأنشطته).

III. أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا⁴⁰

تتجلى أهمية هذا السوق من خلال:

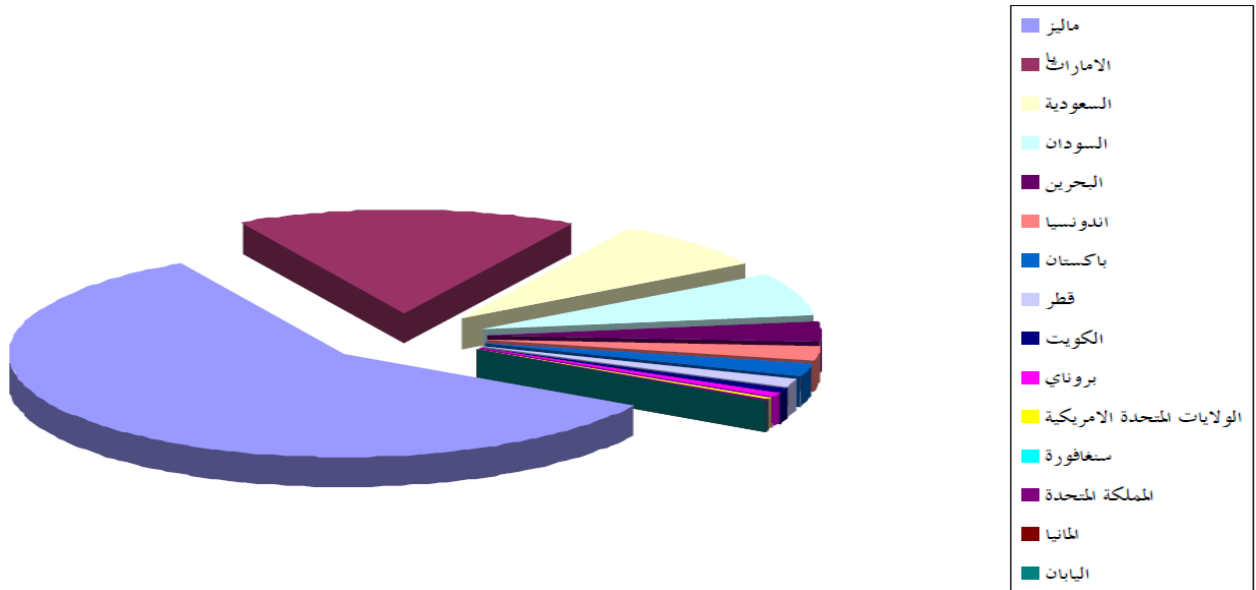
أ- توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وكما رأينا تشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى أنه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول.

ب- الرقابة على المعاملات في السوق: أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفا لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية.

IV. دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية

1- مكانة إصدار ماليزيا للصكوك الإسلامية دولياً⁴¹

توزيع الصكوك المصدرة في الدول سنة 2010



المصدر: السوق المالية الإسلامية الدولية

يتبين من خلال الشكل البياني أن ماليزيا هي المترتبة في قائمة الدول المصدرة للصكوك الإسلامية سنة 2010 بنسبة 58.51 % تليها الإمارات بـ 16.33 % ، السعودية بـ 7.78 %، ثم تتبعهم السودان بنسبة 06.62 %، البحرين بـ 03.19 %، أندونيسيا بـ 02.36 %، كما بلغت نسبة الإصدار في كل من باكستان 01.75 % وقطر 01.27 %، ولقد عرفت سوق الصكوك الإسلامية دخول متعاملين جدد كالمملكة المتحدة 0.14 %، ألمانيا بـ 0.06 % وأخيراً اليابان بـ 0.05 %.

2- إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية

تساهم الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي وتطوره ويظهر ذلك جلياً من خلال الجدول التالي :

تطور نسب الأسهم (الصكوك) المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (2005-2013)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنوات
71	89	89	88	88	87	86	86.1	85	عدد الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم (%)

Source : Securities commissions, annual report (2008, 2010, 2012, 2013)

تحليل الجدول: نلاحظ من خلال الجدول سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل القطاع العام والخاص في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات الدراسة 71%.

3- معدل رسملة السوق (مؤشر القيمة السوقية) Market capitalisation: يقصد برسملة سوق

الأوراق المالية Market capitalisation مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، أي أنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق⁴². ويقاس معدل رسملة السوق من خلال القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي؛ ومن الناحية الاقتصادية ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مفاده أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر⁴³، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة أو ارتفاع الأسعار الذي نثار لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً وبالتالي زيادة فاعلية سوق الأوراق، مما ينعكس على ارتفاع النشاط الاقتصادي. يمكن توضيح رسملة الصكوك الإسلامية من إجمالي السوق الماليزية في الجدول التالي:

رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا (2005-2013)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنوات
60.49	64.28	63	59.3	63.8	64.2	63.7	64.56	63.28	رسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي السوق (%)

Source : Securities commissions, annual report (2008, 2010, 2012, 2013)

تحليل الجدول: سيطرة التمويل المالي الإسلامي يعزز مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 50% من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والنتائج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعلها سوقا ماليا إسلاميا دوليا بجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية⁴⁴.

الخاتمة:

الصكوك الإسلامية حديثة العهد، لكن رغم ذلك فهي في تزايد مستمر مما يعني أن لها أهمية كبيرة في التنمية الاقتصادية وتنشيط السوق المالي ويمكن معرفة ذلك استنادا إلى مجموعة من المؤشرات من أهمها معدلي الإصدار والرسملة من إجمالي السوق الماليزية؛ أما النتائج المتوصل إليها التالية:

- لسوق الأوراق المالية بصفة عامة وللصكوك الإسلامية بصفة خاصة أهمية كبيرة في الاقتصاد القومي لأي بلد، من هنا يتعين الاستفادة من هذه الفرصة في تمويل وتنفيذ خطط التنمية؛
- تساهم السوق المالية الإسلامية الماليزية في دعم مسيرة تطوير الأسواق المالية الإسلامية؛
- لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية يتطلب وجود ضوابط وآليات حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- إن تطوير سوق مالية إسلامية وتوسيع نطاقها يتطلب تطوير وابتكار صكوك إسلامية وتشجيع تسويقها.

رغم أهمية الصكوك الإسلامية ومساهمة الفعالة ، إلا أن هناك العديد من الصعوبات التي تواجه عمليات إصدارها وتداولها:

- ✘ عدم إصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي والمخاطر التي ترتبط في معظمها بالمصارف الإسلامية.

- ✘ الحاجة الماسة للمزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة المجازة شرعياً لمواكبة تطورات أسواق المالية، واقتراح الأدوات البديلة.
- ✘ اختلاف الأنظمة الضريبية وقوانين ولوائح الاستثمار من بلد لآخر من جهة، وانخفاض نسبة الشفافية من جهة أخرى، يؤثران سلباً على التعاملات الإسلامية في الأسواق المحلية والعالمية.
- ✘ الاختلافات الفقهية بين الدول المختلف يعتبر كعائق للاستثمار في الأسواق الإسلامية.

بناءً على النتائج المتوصل إليها والعوائق المعترضة، يمكن الخروج بالتوصيات التالية:

- ✓ الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية كحل لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة؛
- ✓ تطوير الصكوك الإسلامية بالجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية؛
- ✓ العمل بالمعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والالتزام بها، والتعاون مع هذه الهيئة للاستفادة من خبراتها في هذا الشأن؛
- ✓ تأهيل العنصر البشري من خلال الاستعانة بدرجة أكبر ببرامج التدريب المكثف عن طريق إنشاء المعاهد المتخصصة التي توفر الكوادر المؤهلة علمياً والمتخصصة في مجال الاستثمار المالي. فخبيرة العاملين لها دور مهم في تقليل المخاطر؛ ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات تنشيط السوق الماليزي. فزيادة أعداد المستثمرين في سوق الأوراق المالية والنمو في حجمها يعني الحاجة إلى المزيد من العناصر البشرية المدربة .

قائمة المراجع :

¹ ناصر سليمان: "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي"؛ الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"؛ جامعة فرحات عباس، سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير؛ 25-28 ماي 2003؛ ص4.

² - <http://www.donyadz.com/vb/t1832.html> 20-02-2014 11:59

³ - هاني أنور صالحه؛ "شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية"؛ رسالة ماجستير؛ الجامعة الإسلامية؛ غزة-فلسطين؛ 2007م؛ ص13.

⁴ - <http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php?t=20> 11/01/2014 15:54

⁵ - عبد الرحمن يسري أحمد: "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"؛ الدار الجامعية؛ الإسكندرية؛ 2004؛ ص435.

⁶ - مهدي هند وآخرون: "واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية"؛ ملتقى حول الاقتصاد الإسلامي؛ جامعة غرداية؛ 23 - 24 فيفري 2011.

⁷ - http://www.aleqt.com/2011/03/28/article_519953.html 20-02-2014 19:26.

- 8- محمد يوسف ياسين؛ "البورصة"؛ منشورات الحلبي؛ بيروت-لبنان؛ 2004؛ ص21.
- 9- شعبان محمد إسلام البرواري؛ "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"؛ دار الفكر المعاصر؛ دمشق؛ 2001؛ ص45.
- 10- www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/B314.pdf 20-02-2014 19:13.
- 11- شوقي جباري؛ "فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية"؛ أستاذ الاقتصاد و المحاسبة بجامعة أم البواقي - الجزائر؛
<http://www.giem.info/article/details/ID/383/print/yes/> 25/01/2014 15:33
- 12- نوال بن عمارة (2011)؛ "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية والبحرين-"; مجلة الباحث؛ جامعة ورقلة - الجزائر؛ العدد التاسع؛ ص255.
- 13- سرحان سليمان؛ "الصكوك الإسلامية.. الإيجابيات والسلبيات"؛ الوفد البوابة الالكترونية؛ 19 يناير 2013؛
<http://www.alwafd.org> 20-02-2014 13:11
- 14- منيرة بباس؛ "الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية"؛ الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية يومي 20 / 21 أكتوبر 2009؛ كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورومغاربي؛ جامعة فرحات عباس - سطيف؛ ص11.
- 15- ناصر سليمان؛ "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي"؛ الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية؛ جامعة فرحات عباس، سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير؛ 25-28 ماي 2003؛ ص14.
- 16- منيرة بباس؛ مرجع سابق؛ ص11.
- 17- نوال بن عمارة (2011)؛ مرجع سبق ذكره؛ ص256.
- 18- وليد مصطفى شاويش؛ "الربا في الصكوك والسندات الممثلة للنفود والديون"؛ ندوة مستجدات الفكر الإسلامي الحادية عشرة؛ وزارة الأوقاف الكويتية، سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير؛ 18-20 فيفري 2013؛ ص06.
- 19- عديلة خنوسة؛ "إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية كمنهج لمعالجة الأزمات المالية"؛ مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية؛ بالإطلاع على موقعها الإلكتروني وذلك 2014/01/29 12:36 (<http://www.giem.info/article/details/ID/384/print/yes/>).
- 20- نوال بن عمارة (2011)؛ مرجع سبق ذكره؛ ص256.
- 21- محمد علي بك؛ "صكوك الإجارة ما بين التشريع والواقع"؛ مواضيع الاقتصاد والأعمال؛ اطلع عليها:
<http://www.startimes.com/?t=259061192014/01/29>
- 22- نوال بن عمارة (2011)؛ مرجع سبق ذكره؛ ص257.
- 23- معطى الله خير الدين وشرياق رفيق؛ "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية"؛ أوراق الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي يومي 03 / 04 ديسمبر 2012؛ جامعة قالمه؛ ص241.
- 24- للمزيد أنظر:
- نبيل خليل طه سمور؛ "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"؛ رسالة ماجستير؛ الجامعة الإسلامية؛ غزة-فلسطين؛ 2007م؛ ص70.
- بو عبد الله علي (2014)؛ "أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق في ماليزيا"؛ مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية (GIEM)؛ مجلة شهرية (إلكترونية) تصدر عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية؛ العدد السابع والعشرون؛ ص16.
- 25- <http://staf.uum.edu.my>
- 26- مركز تطوير صناعة الأوراق المالية؛ 2000؛ ص23.

27- البنك المركزي الماليزي؛ 1989؛ ص 227.

28- <http://asianbondsonline.adb.org>

29- <http://www.klse.com.my>

30- بنك ماليزيا المركزي، 1995، ص 195.

31- هيئة الأوراق المالية الماليزية؛ 2001؛ ص 16-35.

32- <http://staf.uum.edu.my>

33- هيئة الأوراق المالية الماليزية؛ 2001؛ ص 45.

34- مركز تطوير صناعة الأوراق المالية؛ 2004؛ ص 12.

35- <http://staf.uum.edu.my>

36- <http://www.bnm.gov.my>

37- بو عبد الله علي (2014)؛ مرجع سبق ذكره؛ ص 17.

38- مركز تطوير صناعة الأوراق المالية؛ 2005؛ ص 26.

39- اللجنة الشرعية الاستشارية؛ 2003؛ ص 46.

40- بو عبد الله علي (2014)؛ مرجع سبق ذكره؛ ص 18.

41- نوال بن عمارة (2011)؛ مرجع سبق ذكره؛ ص 262 و 263.

42- عباس كاظم الدعيمي: "السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"؛ دار صفاء؛ ط1؛ الأردن؛ 2010؛ ص 177.

43- عاطف وليم أندراوس: "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"؛ دار شباب الجامعة؛ الإسكندرية - مصر؛ 2005؛ ص 95.

44- للمزيد أنظر:

- نورين بومدين (2013): "منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية (البحث مستل من أطروحة

دكتوراه)؛ مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد؛ جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف / الجزائر؛ المجلد

الخامس/ العدد العاشر؛ ص 141.

- بو عبد الله علي (2014)؛ مرجع سبق ذكره؛ ص 18.