



جامعة العربي التبسي - تبسة

كلية العلوم الإقتصادية، والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم المالية والمحاسبة

الرقم التسلسلي:...../ 2021

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث نظام LMD في العلوم

المالية والمحاسبة

تسجيل: 2021

تخصص: مالية المؤسسة

عنوان الأطروحة:

التعامل من منظور قيمي ودوره في تفعيل
أداء سوق الأوراق المالية
-دراسة حالة بورصة ماليزيا-

إشراف الأستاذ:

د. عبد الحميد حفيظ

إعداد الطالبة:

• زمولي هندا

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة العربي التبسي-أستاذ-	براهمي زرزور
مقررا	جامعة العربي التبسي-أستاذ محاضر. أ.	حفيظ عبد الحميد
ممتحنا	المدرسة العليا للتجارة-أستاذ-	محمد براق
ممتحنا	جامعة محمد البشير الابراهيمى- برج بوعريريج- أستاذ-	جودي ساطوري
ممتحنا	جامعة العربي التبسي-أستاذ محاضر. أ.	سارة عازيزية
ممتحنا	جامعة العربي التبسي -أستاذ محاضر. أ.	زرفاوي عبد الكريم

السنة الجامعية: 2021/2020.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي يُضَوِّتُ النَّجْمَ
وَالَّذِي يُرْسِدُ الْوَالِدَ
الْبَتُولَةَ عَلَى الْحَرْمِ
الْحَرَامِ وَالَّذِي يُنَزِّلُ
الْمَاءَ مِنَ السَّمَاءِ فَنَخْلُ
بِهِ الْحَبَّ وَالنَّارُ وَاللَّهُ
يَعْلَمُ خَيْرًا بِمَا نَعْبُدُهُ
إِذْ نَسْتَعِينُهُ وَنَعُوذُ
بِهِ مِنَ الْغَمِّ وَالْحَزَنِ
وَالْحُزْنِ وَالْحَمْدُ لِلَّهِ
الَّذِي خَلَقَنَا وَإِلَيْهِ
الْمَصِيرُ

شكر وتقدير

من لم يشكر الله لم يشكر الناس؛ ومن لم يثمن جهد الناس يبخص الله جهده، فلا يسعني وأنا أضع اللمسات الأخيرة في هذه الأطروحة إلا أن أحمد الله العلي القدير الذي من علي بنعمة العقل ونعمة العلم، فسبحان من لم ولا يعرف قدره غيره، كما أحفظ العرفان وأتقدم بالشكر إلى كل من كانت له فيها مساهمة ولو بسيطة، وأخص بالشكر المشرف الدكتور حفيظ عبد الحميد المشرف على هذه الأطروحة والذي كان له الفضل بعد الله عز وجل في إنارة طريق البحث لي من خلال توجيهاته وإرشاداته، جعلها الله في ميزان أعماله.



شكر الناس من شكر الله شكر الناس من شكر الله

"بدأت بحثي هذا بحماس منقطع النظير ظنا مني بأنني سأقدم ما هو جديد في هذا المجال، لكنني سرعان ما وجدت أن فقها الإسلاميين وأبحاث المختصين قبل من ذوي الهمم مليء بثمار قد أينعت وحن قطفها قد زرعتها ورعاها من هو أفضل مني وأعلم. فعملي هذا مقتصر على كشف درر الفقهاء والعلماء الأجلاء التي تناثرت في بطون كتبهم بسجع أدبي رائع الجمال، إلا أنني لم أستطع الإطلاع على جميع ما كتبه فقهاء الأمة، فمنه ما إندثر، ومنه ما لم أستطع الوصول إليه، ومنه لم يسعفني الوقت للإطلاع عليه، والمكتبات فيها الكثير مما يحتاج للدراسة والتصفح". سامر مظهر قنطجني في كتابه فقه المحاسبة الإسلامية نقلان أطروحة الدكتوراه.

إلا أنني قد سعيت بكل جهدي لأحيط بموضوع البحث بكل جديد رغم الاعتراف بأن إلمامي جد متواضع بكل ما يخص إختصاص الفقه الإسلامي خاصة منه المعاصر، وإن كانت الآراء التي صدرت في هذا البحث صحيحة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية القديمة والمعاصرة فذلك من توفيق الله وحسن رعايته، وإلا فالتقصير مني لسوء تقديري وقلة إمكانياتي وحسبي أنني طالبة ولست من أهل الإختصاص-أسأل الله المغفرة-، وأستسمح أهل الإختصاص في كل تقصير-. وكما قال الشافعي رضي الله عنه لكتابه المزني: "قرأت كتاب الرسالة على الإمام الشافعي ثمانين مرة، فما من مرة إلا كان يقف على خطأ، فقال الشافعي: هيه، أباي الله أن يكون كتابا صحيحا غير كتابه".

كما ولا يفوتني في هذا المقام أن أتوجه بأسمى عبارات الشكر والإحترام للأساتذتي الأفاضل وعلى رأسهم الدكتور المشرف: عبد الحميد حفيظ، الذين أفاضوا عليا بوقتهم وأمتعوني بمنافشتهم البناءة التي أقل ما يقال عنها أنها ساهمت في إعطاء لمسة معتبرة في هذه الأطروحة:

- أ.د زرزور براهيمي جامعة العربي التبسي- تبسة؛
- د. عبد الحميد حفيظ جامعة العربي التبسي- تبسة؛
- أ.د محمد براق المدرسة العليا للدراسة؛
- أ.د الجودي صاطوري جامعة محمد البشير الإبراهيمي؛
- د. سارة عزازية جامعة العربي التبسي- تبسة؛
- د. عبد الكريم زرفاوي جامعة العربي التبسي- تبسة؛

وكما لا أنسى شكر كل من ساهم في هذه الأطروحة من قريب أو بعيد، بكتاب أو كلمة أو تصحيح أو دعاء، فلهم من كل الشكر والتقدير وأسأل الله أن يجازيهم عني أجزل الجزاء سبحانه وتعالى أهل ذلك والقادر عليه.

أهدى

أهدي عملي هذا المتواضع الى:

- ❖ من رضيت به ربا وأسجد له عبدا وأحمده مدبرا وأستغفره خالقا الله ربي؛
- ❖ رسولي وسيدي وحيبي وقرّة عيني، رحمة الله في خلقه ﷺ؛
- ❖ إلى ربان السفينة الذي سار بي منذ البداية إلى وصول شاطئ النجاح، من فداني بعمره وأعطاني من حنانه وكل وقته لأصل إلى طريق البداية في العلم، من له الفضل بعد الله سبحانه لكل جميل أنا فيه، إلى سندي في الدنيا ومنتهى إحترامي وتقديري، إلى من لا تكفيني العبارات شكره ولا تؤدي الكلمات وصفه... إليك أبي أهدى ثمرة نجاحي جعله الله في ميزان حسناتك؛
- ❖ إلى جنة الله في الدنيا.. راحة البال ومنتهى الحنان... إلى من سهرت ليالي كثيرة إلى جانبي.. إلى حبيبتي وأمي وقرّة عيني.. إليكي أُمي.
- ❖ إلى من أفنيا عمرهما لأجلي وتحملا مسؤولية غيرهما في تربيتي... ربي إرحمهما كما ربياني صغيرا...
- ❖ إلى كل من ساندني وشجعني ووقف إلى جانبي نت قريب أو بعيد أقول... جزاكم الله عني الخير كله...



الفهرس العام

أ-ح.....	مقدمة عامة.....
02.....	الفصل الأول: المالي في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
03.....	المبحث الأول: الإستثمار المالي في الإسلام.....
04.....	المطلب الأول: مفهوم الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي والمعاصر.....
04.....	أولا: الإستثمار في الإقتصاد المعاصر.....
04.....	1. الإستثمار لغة.....
04.....	2. الإستثمار اصطلاحا.....
04.....	3. خصائص الإستثمار.....
05.....	ثانيا: الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي.....
07.....	ثالثا: حكم الإستثمار في الإسلام.....
08.....	1. حكم الإستثمار الوجوب.....
08.....	2. حكم الإستثمار الندب أو الإباحة.....
09.....	المطلب الثاني: أهمية أهداف الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي.....
10.....	المطلب الثالث: ضوابط الإستثمار في الإسلام.....
10.....	أولا: الضوابط العقدية للإستثمار.....
11.....	ثانيا: الضوابط الاجتماعية للإستثمار.....
11.....	ثالثا: الضوابط الأخلاقية للإستثمار.....
12.....	رابعا: الضوابط الإقتصادية للإستثمار.....
13.....	خامسا: ضابط التدوين المحاسبي لحفظ الحقوق.....
13.....	سادسا: ضوابط التوثيق لحفظ الحقوق.....
13.....	المطلب الرابع: آلية تشجيع الإستثمار في الإسلام.....
14.....	أولا: آلية الادخار في تشجيع الإستثمار.....
17.....	ثانيا: آلية الاستهلاك في الإستثمار.....
18.....	ثالثا: آلية تشجيع الزكاة على كل من الإستهلاك والإستثمار.....
26.....	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في الإسلام.....
27.....	المطلب الأول: المقومات الشرعية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
27.....	أولا: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية.....

27	1. تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
29	2. خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
30	3. أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
32	المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
33	المطلب الثالث: الضوابط والرقابة الشرعية على سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
34	أولاً: الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
35	ثانياً: الرقابة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية.....
35	1. ماهية الرقابة الشرعية.....
36	2. جوانب الرقابة الشرعية على سوق الأوراق المالية.....
40	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
41	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لكفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
41	أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.....
41	1. تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.....
42	2. خصائص سوق الأوراق المالية الكفاء.....
44	3. أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
46	المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
46	أولاً: فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.....
46	ثانياً: فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق.....
47	ثالثاً: فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق.....
48	المطلب الثالث: أساليب قياس فرضية السوق الكفاء والحركة العشوائية للأسعار.....
48	أولاً: إختبار كفاءة الصيغة الضعيفة.....
48	1. ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار.....
50	ثانياً: إختبارات الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالية وفقاً لنماذج الحركة العشوائية للأسعار.....
50	1. إختبار جذر الوحدة بالانحراف.....
50	2. إختبار الارتباط الذاتي.....
51	3. إختبار المتتاليات والمراجحات.....
52	4. تقنية التصفية.....
53	ثالثاً: إختبار كفاءة التصفية المتوسطة.....
53	1. إشتقاق أو تجزئة الأسهم.....

54	2. معكوس الاشتقاق.....
54	3. الإعلان عن توزيع الأرباح.....
55	رابعاً: إختبار كفاءة الصيغة القوية.....
58	الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء.....
60	المبحث الأول: الأوراق المالية من منظور إسلامي.....
61	المطلب الأول: الأسهم.....
61	أولاً: مفهوم الأسهم.....
62	ثانياً: حكم إصدار الأسهم وتداولها.....
62	1. ماهية شركة المساهمة ومشروعيتها.....
65	2. حكم إصدار الأسهم.....
66	3. ضوابط تداول الأسهم.....
67	ثالثاً: أنواع الأسهم في ميزان الفقه الإسلامي الإقتصادي.....
68	1. معيار الحقوق.....
71	2. المشاركة.....
72	3. معيار التملك.....
73	4. معيار تذبذب الأسعار.....
73	5. معيار حيازة القيمة.....
74	المطلب الثاني: السندات.....
74	أولاً: مفهوم السندات.....
75	ثانياً: أنواع السندات.....
77	1. تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها.....
78	2. تقسيم السندات من حيث الدخل.....
78	3. تقسيم السندات من حيث الضمان وعدمه.....
79	4. تقسيم السندات حسب شكلها.....
79	ثالثاً: الحكم الشرعي للسندات.....
80	المطلب الثالث: المشتقات المالية في ميزان الشرع- الأدوات المالية الحديثة.....
80	أولاً: مفهوم المشتقات المالية.....
81	ثانياً: أنواع المشتقات المالية.....
83	1. العقود الآجلة.....

83	2. العقود المستقبلية.....
84	3. عقود الإختيارات.....
85	4. عقود المبادلات.....
86	ثالثا: عقود المشتقات المالية من منظور الشريعة الإسلامية.....
86	1. العقود الآجلة في ميزان الفقه الإسلامي.....
87	2. العقود المستقبلية في ميزان الفقه الإسلامي.....
89	3. عقود الإختيارات في ميزان الفقه الإسلامي.....
89	رابعا: البدائل الشرعية لعقود المشتقات المالية.....
90	المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية.....
91	المطلب الأول: ماهية الصكوك.....
91	أولا: نشأة الصكوك.....
92	ثانيا: مفهوم الصكوك.....
93	ثالثا: خصائص الصكوك.....
94	رابعا: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية.....
97	خامسا: الفروق الجوهرية بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى (الأسهم والسندات).....
97	1. أوجه التشابه بين الصكوك والأوراق المالية.....
97	2. أوجه الإختلاف بين الصكوك والأوراق المالية.....
97	سادسا: مخاطر الصكوك والية إدارتها.....
98	1. مخاطر الصكوك المالية الإسلامية.....
100	2. إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.....
102	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.....
103	أولا: صكوك العائد الثابت.....
103	1. صكوك الأصول الثابتة المؤجلة.....
103	2. صكوك المنافع.....
103	3. صكوك السلم.....
104	4. صكوك المرابحة.....
104	5. صكوك الإستصناع.....
104	ثانيا: صكوك العائد المتغير.....
104	1. صكوك المشاركة.....

105.....	2. صكوك المضاربة.....
105.....	3. صكوك المزارعة.....
105.....	4. صكوك المساقاة.....
105.....	5. صكوك المغارسة.....
106.....	6. الصكوك الإسلامية الخضراء.....
107.....	المطلب الثالث: حكم إصدار وتداول الصكوك.....
107.....	أولاً: شروط إصدار الصكوك.....
107.....	ثانياً: أحكام تداول الصكوك.....
109.....	المبحث الثالث: قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
110.....	المطلب الأول: الأداء المالي.....
110.....	أولاً: تعريف الأداء المالي.....
110.....	ثانياً: أهمية الأداء المالي.....
111.....	ثالثاً: مقومات الأداء الجيد في سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
111.....	المطلب الثاني: قياس الأداء وتقييمه.....
111.....	أولاً: تعريف قياس الأداء.....
112.....	ثانياً: عملية تقييم الأداء المالي.....
113.....	المطلب الثالث: نماذج تقييم أداء الأوراق المالية.....
113.....	أولاً: النموذج البسيط.....
114.....	ثانياً: نماذج الأساليب المزدوجة في التقييم.....
114.....	1. مقياس شارب.....
116.....	2. نموذج ترينور.....
117.....	3. نموذج جنس.....
119.....	المطلب الرابع: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية.....
119.....	أولاً: تعريف مؤشر السوق.....
119.....	ثانياً: أهداف مؤشر سوق رأس المال.....
120.....	ثالثاً: المؤشر وطرق حسابه.....
120.....	1. بناء المؤشر.....
122.....	2. مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.....
122.....	1.1. حجم السوق.....

123.....	2.2. سيولة السوق.....
124.....	رابعاً: أنواع لمؤشرات.....
124.....	1. مؤشر داو جونز الصناعي في الولايات المتحدة الأمريكية.....
124.....	2. مؤشر ستاند أند بورد.....
125.....	3. مجموعة مؤشرات نازداك للقيم السوقية.....
125.....	4. مؤشر كاك 40 (بورصة فرنسا) CAC 40.....
126.....	5. مؤشر 100FT.....
126.....	6. مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية.....
127.....	خامساً: التقدير الشرعي للمؤشرات في سوق الأوراق المالية.....
127.....	سادساً: مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية.....
127.....	1. العوامل التي ساعدت في ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأوراق الإسلامية.....
128.....	2. إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي في الأسواق العالمية.....
130.....	الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك.....
132.....	المبحث الأول: الإقتصاد الماليزي وسوق الأوراق الماليزية.....
133.....	المطلب الأول: واقع تطور الإقتصاد الماليزي.....
133.....	أولاً: ماليزيا الموقع الجغرافي والثروات الطبيعية.....
134.....	ثانياً: ملامح التطور الإقتصادي الماليزي.....
135.....	1. التنمية الإقتصادية.....
135.....	2. خطة التنمية الخماسية في ماليزيا.....
137.....	ثالثاً: عوامل نجاح ماليزيا في إحداث النهضة.....
137.....	1. الخيارات الإقتصادية.....
139.....	1.1 صادرات السلع الماليزية.....
140.....	2.1 صادرات التقنية المتطورة.....
141.....	2. في النظر شرقاً.....
141.....	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في ماليزيا.....
141.....	أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية الماليزية.....
145.....	ثانياً: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المال الإسلامي في ماليزيا.....
145.....	ثالثاً: الرقابة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.....
148.....	المطلب الثالث: أهمية وتحديات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.....

أولاً: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.....	148
ثانياً: تحديات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.....	148
المطلب الرابع: أقسام سوق رأس المال الإسلامي.....	149
أولاً: الأسهم العادية.....	149
ثانياً: صناديق الإستثمار الإسلامية.....	151
ثالثاً: صناديق الإستثمار العقارية الإسلامية Reets.....	154
رابعاً: المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.....	156
خامساً: المشتقات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.....	157
المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في صناعة الصكوك الإسلامية.....	161
المطلب الأول: صناعة الصكوك في ماليزيا.....	161
أولاً: واقع صناعة الصكوك في ماليزيا.....	161
ثانياً: الصكوك الإسلامية في ماليزيا.....	166
1. صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي SBNMI.....	167
2. سندات المديونية الخاصة الإسلامية IPDS.....	168
3. صكوك كاجاماس للمضاربة CMB.....	168
4. شهادات القرض الحسن.....	168
5. صكوك أخرى.....	168
المطلب الثاني: تطور إصدار الصكوك في ماليزيا.....	169
أولاً: تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا من 2001-2019.....	169
ثانياً: تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي.....	171
1. تطور صكوك البيع بثمن أجل/المرابحة في ماليزيا.....	171
2. تطور صكوك المضاربة في ماليزيا.....	172
3. تطور صكوك المشاركة في ماليزيا.....	173
4. تطور صكوك الإجارة في ماليزيا.....	174
5. الصكوك الخضراء في ماليزيا.....	175
ثالثاً: تحليل وتفسير تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا 2001-2019.....	177
1. تحليل المنحنيات.....	177
2. التفسير.....	178
المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات الاقتصادية في ماليزيا.....	180

185.....	المبحث الثالث: تجارب عالمية في إصدار الصكوك
186.....	المطلب الأول: تطور إصدار الصكوك عالميا
194.....	المطلب الثاني: تجارب دولية في إصدار الصكوك الإسلامية
201.....	المبحث الرابع: دراسة تحليلية إستشرافية لصياغة قانونية للصكوك الإسلامية في الجزائر
202.....	المطلب الأول: واقع الصيرفة الإسلامية في الجزائر
202.....	أولا: نبذة عن إنفتاح الجزائر على الصيرفة الإسلامية في الجزائر
203.....	ثانيا: صيغ التمويل في المصارف الإسلامية في الجزائر
204.....	ثالثا: مبررات استخدام الصكوك لتمويل البنية التحتية
205.....	رابعا: أهمية تطبيق الصكوك في الإقتصاد الجزائري
206.....	المطلب الثاني: عوائق إدماج الصكوك الإسلامية في السوق المال الجزائري
206.....	أولا: غياب الإطار التشريعي والقانوني
207.....	ثانيا: القانون التجاري
208.....	ثالثا: القانون المدني
208.....	رابعا: قانون الضرائب
210.....	خامسا: تحديات السياسات النقدية
210.....	سادسا: تحديات التنافسية
210.....	سابعا: تحديات الرقابة الشرعية
210.....	ثامنا: ضعف مؤشر التداول في السوق المالي الجزائري في ظل غياب الوعي الإستثماري
210.....	تاسعا: ضعف تأهيل العنصر البشري
211.....	المطلب الثالث: متطلبات تفعيل الصكوك الإسلامية في الجزائر
211.....	أولا: على مستوى قانون النقد والقرض
212.....	ثانيا: على مستوى البورصة
212.....	ثالثا: على مستوى القانون التجاري
213.....	رابعا: على مستوى العنصر البشري
215.....	خامسا: الإهتمام بجانب الإبداع والإبتكار
216.....	الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر الصكوك على أداء سوق الأوراق المالية الماليزية
216.....	المبحث الأول: استعراض الدراسات السابقة وتوظيف المنهجية المستخدمة
218.....	المطلب الأول: الدراسات السابقة
219.....	أولا: الدراسات المتعلقة بمتغير الإستثمار المالي في الإسلام

221	ثانياً: الدراسات المتعلقة بمتغير سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
223	ثالثاً: الدراسات المتعلقة بمتغير كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.....
224	رابعاً: موقع الدراسة من الدراسات السابقة.....
225	1. أوجه التشابه.....
225	2. أوجه الاختلاف.....
226	المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة.....
226	أولاً: المتغيرات التابعة.....
226	1. حجم التداول VT.....
226	2. عدد الأسهم المتداولة AT.....
227	3. القيمة السوقية VC.....
228	4. مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX.....
229	ثانياً: المتغيرات المستقلة.....
229	1. الأوراق المالية الماليزية SMG.....
229	2. سندات الإستثمار الحكومي SG.....
230	3. سندات الخزنة الماليزية ST.....
230	4. صكوك الإسكان الحكومية SH.....
230	5. صكوك القطاع الخاص SP.....
232	6. إتفاقيات صكوك القطاع الحكومي الخاص SGS.....
232	7. إتفاقيات صكوك القطاع الخاص SGT.....
232	المطلب الثالث: المنهجية المستخدمة.....
232	1. صياغة النموذج.....
233	2. إختبار جذر الوحدة.....
233	1.2 إختبار ديكي فولار الموسع.....
235	2.2 إختبار فيليبس.....
236	3. تحليل التكامل المشترك.....
236	1.3 إختبار إنجل-جرانجر.....
236	2.3 طريقة جوهانس-جسليس.....
237	4. تحديد معلمات نموذج تصحيح الخطأ.....
237	5. إختبار السببية.....

238.....	6. إختبار دالة الاستجابة لردة الفعل.....
240.....	المبحث الثاني: إختبار أثر الصكوك على حجم التداول وكمية التداول.....
241.....	المطلب الأول: إختبار أثر المتغيرات المستقلة على حجم التداول.....
241.....	أولاً: إختبار الإستقرارية.....
241.....	1. إختبار ديكي فولار الموسع.....
242.....	2. إختبار فيليب بيرون.....
243.....	ثانياً: نتائج التكامل المشترك-إختبار الحدود.....
244.....	ثالثاً: نموذج تصحيح الخطأ VECM.....
246.....	المطلب الثاني: إختبار أثر المتغيرات المستقلة على كمية الأسهم المتداولة.....
246.....	أولاً: إختبار الإستقرارية.....
246.....	1. إختبار ديكي فولار الموسع.....
247.....	2. إختبار فيليب بيرون.....
248.....	ثانياً: نتائج التكامل المشترك-إختبار الحدود.....
248.....	ثالثاً: نموذج تصحيح الخطأ VECM.....
251.....	المبحث الثالث: إختبار أثر الصكوك على القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.....
252.....	المطلب الأول: إختبار أثر المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية.....
252.....	أولاً: إختبار الإستقرارية.....
252.....	1. إختبار ديكي فولار الموسع.....
253.....	2. إختبار فيليب بيرون.....
254.....	ثانياً: نتائج التكامل المشترك-إختبار الحدود.....
254.....	المطلب الثاني: إختبار أثر المتغيرات المستقلة على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.....
254.....	أولاً: إختبار الإستقرارية.....
254.....	1. إختبار ديكي فولار الموسع.....
255.....	2. إختبار فيليب بيرون.....
256.....	ثانياً: نتائج التكامل المشترك-إختبار الحدود.....
256.....	ثالثاً: العلاقة التوازنية طويلة الأجل.....
264 - 260.....	الخاتمة العامة.....
292-266.....	قائمة المصادر والمراجع.....
	الملاحق.



قائمة الجداول والأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	أوجه التشابه بين الصكوك والسندات والأسهم	97
02	أوجه الاختلاف بين الصكوك والسندات والأسهم	97
03	أحكام تداول الصكوك	108
04	أهم القطاعات المتدخلة في مؤشر CAC 40	125
05	أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية	126
06	خطة التنمية الخماسية بماليزيا	136
07	تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا	143
08	تطور الأسهم المتداولة وفق مبادئ الشريعة الإسلامية في ماليزيا	149
09	افاق نمو رأس المال الإسلامي - القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة بحلول سنة 2020	150
10	تطور نسبة الأسهم الإسلامية 2001-2019	150
11	العائد السنوي لعينة من صناديق الإستثمار الإسلامية خلال 2008-2018	153
12	أهم الإجراءات المتخذة في إطار تشجيع و دعم صناديق الإستثمار الإسلامية 1995-2017	153
13	المعالم الرئيسية لصناديق الإسلامية 2005-2017	156
14	تطورات سوق المشتقات المالية في سوق رأس المال الماليزي 1980-2006	157
15	حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة 2009-2015	159
16	مراحل اصدر الصكوك في ماليزيا	164
17	تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا 2001-2019	169
18	نسبة صكوك البيع بثمن اجل/المراوحة في ماليزيا 2001-2019	172
19	نسبة صكوك المضاربة في ماليزيا 2001-2019	173
20	نسبة صكوك المشاركة في ماليزيا 2001-2019	174
21	نسبة إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا من 2001-2019	175
22	تحليل المتغيرات 2001-2019	178
23	المشاريع الممولة من إصدار صكوك نيجارا 2013-2017	181
24	المشاريع الممولة من إصدار صكوك نيجارا 2003-2013	182
25	تطور إصدار الصكوك في ماليزيا حسب القطاعات 1966-2014	183

186	تطور الصكوك عالميا 1966-2019	26
187	حجم إصدار الصكوك العالمية بحسب المصدر 2008	27
198	الإحصائيات الوصفية لتنمية سوق الصكوك حسب دول مجلس التعاون الخليجي 2001-2016	28
199	تطور عدد الصكوك المصدرة محليا ودوليا في الدول العربية 2001-2016	29
200	عدد الصكوك المحلية والدولية المصدرة في الدول الغير الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي 2001-2016	30
241	نتائج إختبار ديكي فولار الموسع	31
242	إختبار فيليبس بيرون	32
243	نتائج التكامل المشترك " إختبار الحدود"	33
244	العلاقة التوازنية طويلة الأجل	34
246	نتائج إختبار ديكي فولار الموسع	35
247	إختبار فيليبس بيرون	36
248	نتائج التكامل المشترك " إختبار الحدود"	37
248	العلاقة التوازنية طويلة الأجل	38
252	نتائج إختبار ديكي فولار الموسع	39
253	العلاقة التوازنية طويلة الأجل	40
254	نتائج التكامل المشترك - إختبار الحدود-	41
254	نتائج إختبار ديكي فولار الموسع	42
255	إختبار فيليبس بيرون	43
256	نتائج التكامل المشترك " إختبار الحدود"	44
257	العلاقة التوازنية طويلة الأجل	45

الصفحة	العنوان	الرقم
15	الأثار الإقتصادية لإدخار	01
16	الإدخار المعاصر في الإقتصاد الإسلامي	02
18	كيفية تحفيز الزكاة للإستثمار	03
19	أثر الزكاة على الإقتصاد الوطني	04
20	عجلة النشاط الإقتصادي	05
33	أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية	06
45	حركة الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والإقتصادية	07
52	تمثيل لتقنية التصفية	08
54	سلوك البواقي المتوسطة المجمععة في الأشهر التي تسبق الاشتقاق	09
55	سلوك البواقي المتوسطة المجمععة يوم الإعلان عن إعطاء التوزيعات	10
67	أنواع الأسهم	11
68	الأنواع الحديثة للأسهم العادية	12
70	الإتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة	13
75	الألفاظ المشتقة من السندات	14
76	أنواع السندات	15
82	أنواع المشتقات المالية	16
82	أنواع المبادلات	1-16
82	مبادلات معدلات الفائدة	2-16
83	مبادلة العملات	3-16
85	خيار بيع طويل الأجل	17
85	خيار شراء طويل الأجل	18
89	البدائل الشرعية للمشتقات المالية	19
93	مراحل عملية إصدار الصكوك	20
95	دور الجدلية التنظيمية لمنتج الصكوك	21
99	أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية	22

101	آلية إدارة مخاطر الصكوك المالية الإسلامية	23
102	أنواع الصكوك المالية الإسلامية	24
111	مقومات الأداء المالي الجيد	25
115	نسبة شارب	26
116	المنطقة المثلى لمجموعة الفرص الإستثمارية (الأصول الخطرة، الأصل عديم المخاطرة ومحفظة السوق)	27
117	نسبة تايلور	28
120	أسس بناء المؤشر	29
134	نسب التعداد العرقي في ماليزيا	30
135	الخطة التنموية في ماليزيا	31
137	نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ماليزيا	32
138	مساهمة الصناعة في تطوير الناتج الداخلي الخام والصادرات الماليزية	1-33
138	نسبة مساهمة الصناعة في تطوير الناتج الداخلي الخام والصادرات الماليزية	2-33
139	صادرات السلع الماليزية	34
144	تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا	35
145	سوق رأس المال الماليزي	36
146	الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية الماليزية	37
152	تطور صناديق الإستثمار في ماليزيا 2008-2018	38
155	نموذج صناديق الإستثمار العقارية الإسلامية في ماليزيا	39
157	تطور أداء المؤشرات الشرعية للبورصة الماليزية خلال الفترة 2008-2018	40
159	حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل المتداولة للفترة 2009-2018	41
162	صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا 2000-2018	42
166	نموذج تنظيم عملية التصكك	43
167	أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا	44
172	آلية إصدار صكوك البيع بثمن أجل	45
173	آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا	46
174	آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا	47
175	آلية إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا	48

176	آلية إصدار الصكوك الخضراء في ماليزيا	49
177	توزيع الصكوك في ماليزيا حسب التصنيف لسنة 2019	50
181	تطور الصكوك السيادية 2008-2018	51
181	تطور الصكوك الحكومية 2008-2018	52
190	إجمالي الإصدارات الدولية للصكوك 2001-2019	53
190	إجمالي الصكوك المحلية المصدرة 2001-2019	54
191	سوق الصكوك قصيرة المدى 2001-2018	55
191	تطور سوق الصكوك الدولية قصيرة المدى جانفي 2001- ديسمبر 2019	56
191	إجمالي إصدارات الصكوك السيادية 2001-2019	57
192	إجمالي إصدارات صكوك الشركات 2001-2019	58
192	تطور إصدارات الصكوك شبه السيادية 2001-2019	59
192	تطور إصدارات الصكوك العالمية للبنك	60
194	تطور إصدارات الصكوك السيادية جانفي 2001 ديسمبر 2019	61
195	تطور إصدارات صكوك السلم في البحرين	1-61
195	تطور إصدارات صكوك الإجارة في البحرين	2-61
195	تطور إصدارات صكوك الوكالة في البحرين	3-61
197	المخطط الزمني لإصدارات الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسلطنة عمان	62
226	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول VT	63
227	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول AT	64
227	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول VC	65
228	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول IDX	66
229	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول SM	67
229	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول SG	68
230	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول ST	69
230	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول SH	70
231	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول SP	71
231	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول SGS	72
232	الخصائص الإحصائية لمتغير حجم التداول SGT	73



مقدمة علمة

سوق الأوراق المالية المعاصرة إحدى اهتمامات المستثمرين من كل الشرائح، فهي الوسيلة الفعالة لدفع المدخرات إلى قنوات الإستثمار ومن أهم منافذ الإقتصاد الحديث ومن متطلبات نموه، إلا انه ومع تكرار الأزمات المالية على مستوى الأسواق المعاصرة على غرار أزمة الرهن العقاري الأخيرة 2008 التي أدت إلى انهيار العديد من الشركات وتراجع أرباح الكثير من المستثمرين وزوال لكبرى الشركات المدرجة فيها- نتيجة للتجاوزات التي تمارس في عملياتها- مما أدى إلى تحول مساعي المستثمرين وأنظارهم إلى تبني أحكام الشريعة الإسلامية لمل تتميز به من ضبط للمعاملات الإقتصادية والمالية بعيدا عن مظاهر الغش والتدليس والتعاملات الربوية التي بينت مدى هشاشة الأدوات المالية المتداولة في هذه الأسواق المعاصرة.

وسوق الأوراق المالية الإسلامية على غرار السوق المعاصرة من الموضوعات المستجدة، حيث تعود البوادر الأولى لإنشائها أو تكوينها إلى القرن العشرين، لذلك لم يعرف الإقتصاد الإسلامي هذا النوع من الأسواق في بداية الإسلام، إلا فيما يخص عملية التصكيك وبعض الأدوات المالية المستحدثة في الإقتصاد المتأصلة في الفقه.

وقد باتت أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الوقت الراهن تؤدي دورا هاما في مختلف النظم الإقتصادية الحديثة، وفي كبرى إقتصاديات العالم، خاصة مع الفائض في السيولة الذي عرفته الدول الإسلامية جراء الطفرة النفطية لسنة 2014، وانتشار الوعي الإستثماري الحلال.

ومن جهة أخرى فإن الإقتصاد الإسلامي إقتصاد مشاركة، وعليه فإن الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات، قائمة على أساس المساهمة في ملكية رأس المال وإقتسام الربح والمخاطرة.

وفي ظل الطلب المتزايد على هذه المنتجات في خضم التوجه العالمي المتنامي نحو الإستثمار الأخلاقي، جاء دور الفقه الإسلامي الذي يحتوي على أساليب وبدائل إستثمارية غنية بأدواتها تعمل على تنمية المال وإستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب التي تحتكم إلى أصول وضوابط خاصة ومتفرقة في أبواب فقه المعاملات المالية التي تجمع بين الثبات (تحريم الربا) والكفاءة الإقتصادية المرنة، منها ما يتعلق بالبيع والشراء، ومنها ما يتعلق بالإجارة والشراكة، بحيث لم يترك فجوة مالية للظروف الإقتصادية من شأنها إحداث خلل فيه إلا وقدمت فيها حولا بما يكفل حسن إدارة المال وإستثماره بالشكل الذي يحقق الأهداف الإقتصادية، فقط لأنه إقتصاد يتمتع بالمرونة المقومة في إقتصاد متغير.

وتعتبر الصكوك الإسلامية أداة الإستثمار الأولى في قائمة المنتجات المالية الإسلامية، فهي الطريق المكمل للأسهم والجناح الثاني للسوق الثانوي للأوراق المالية كما وصفها الكاتب أحمد بدران في الطبعة الأولى من كتاب 'بعنوان الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق'، 2014.

وعلى الرغم من أن الصكوك أسالت حبرا كثيرا على صفحات أبحاث المهتمين بكل ما هو جديد، بالابتكارات المالية، من فتاوى شرعية واضحة وصريحة ومنها ما كتب لأساتذة بارزين كمحمد منذر

قحف وحمد عارف محمد عبد المنان سنة 1990، وفهيم خان 1991، وأوصاف أحمد وخان طارق 1997، وسامي السويلم 2000، ومعبد علي الجارحي منو اقبال 2001، وعمر شبرو حبيب أحمد وكل من رفعت أحمد عبد الكريم، وسايمون ارثر 2002، وكثير من الفقهاء والباحثين والمؤلفين، إلا أنها مع ذلك لازالت من المواضيع المستجدة- عصرنة وليس وجودا- على الساحة المالية، وأخص بالذكر أسواق الأوراق المالية منها، نظرا للأهمية البالغة التي توفرها كأداة استثمار تمويلية تعمل على تنشيطها وتعزيز نمو إقتصاداتها.

فالإستثمار في الأوراق المالية الإسلامية وتحديدًا الصكوك المالية الإسلامية، من الأنشطة التي تزداد أهميتها يوما بعد يوم، نظرا لانتشار التعامل بها في أوساط المستثمرين، وأيضا لضخامة الأموال المستثمرة فيها، فأصبحت بذلك نشاطا أساسيا، بعد أن عرف إصدارها مؤخرا نقلة نوعية وكمية متميزة جاعلة منها الأداة التمويلية الأولى المطلوبة في السوقين النقدية والمالية، من حيث متطلبات تمويل البنية التحتية ذات التكاليف المرتفعة، وهذا في خضم التأثيرات العكسية لكل من السياسات النقدية للولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا من خلال قرارات كل من البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي والمصرف المركزي الأوروبي، إلا أنها إستطاعت أن تشارك في رسم ملامح إقتصاد جديد فرضت فيه مبادئ الشريعة الإسلامية عنوانا للكفاءة الإقتصادية بعيدا عن كل المخاطر المالية.

ولعل التجربة العملية على واقع السوق المالية الإسلامية خير برهان عن النجاح الهائل الذي استطاعت الصكوك تحقيقه، فما أن ظهرت حتى انتشرت، كأداة معاصرة يقبل عليها المستثمر المسلم وغير مسلم، في بعض البلدان الإسلامية على غرار الغربية منها لما لها من مميزات على نظيرتها التقليدية في كثير من المواقف نذكر منها الأزمة المالية العالمية 2008 على سبيل الذكر لا الحصر.

وبما أنّ ماليزيا احتلت مركز الريادة في الصناعة الإسلامية عامة، وإصدار وتداول الصكوك على وجه التحديد خاصة- حسب تقرير هيئة السوق الإسلامية الدولية-، حتى باتت محط أنظار الإقتصادي المتطور سواءً بالنسبة للمستثمر المسلم أو بالنسبة للمستثمر الأجنبي؛ بحيث أصبحت الصكوك في الإقتصاد الماليزي تشغل القاعدة الأولى في تنمية البنية التحتية لكافة مستويات القطاعات الإقتصادية الخاصة منها والحكومية، فكثيرا ما إستطاعت ماليزيا بتجربتها التنموية المعجزة من نوعها، أن تفتح جدلا في الوسط الإقتصادي الدولي، وذلك لما حققته من إنجازات كبيرة مست كل الميادين والتي يجب الاستفادة منها ومن مقوماتها من طرف الدول النامية عامة والدول العربية المسلمة بشكل خاص، أملا في التخلص من آثار التخلف والجمود والتبعية العمياء، والعمل على مواكبة التطور وهذا طبعا لما تحتكم إليه مبادئ الشريعة الإسلامية التي كانت ولا زالت نقطة التحول والركيزة الفعالة في نجاح التجربة التنموية في ماليزيا

1. أهمية البحث

تكمن أهمية موضوع التعامل من منظور قيمي ودوره في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية من أهمية الصكوك كأداة مالية إسلامية، من خلال الدور الذي تؤديه في دعم الإقتصاد وتنمية المدخرات، فقد كانت ولا زالت دولة ماليزيا الراعي الأول لها على غرار باقي المساعي الدولية، في خضم كل المتغيرات الراهنة التي تحكم إصدارها وتداولها، ويمكن سرد الأهمية المتأتاة من البحث في النقاط التالية:

- أهمية الدراسة مستمدة من أهمية العملية الإستثمارية في حد ذاتها، ووفرة تنوع منتجاتها الإسلامية التي تكفل الكفاءة والمصدقية ضمن متطلبات الشريعة الإسلامية؛
- مناقشة الجانب الفقهي الإقتصادي لمفهوم الإستثمار المالي الأخلاقي؛
- تسليط الضوء بشيء من الحداثة المتأصلة على التصكيك باعتبارها أداة إستثمار تمويلية إستطاعت عقبة في حقبة وجيزة أن تنافس السندات وتتفوق عليها؛
- تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية عن المعاصرة، في مبادئها وطرق تعاملها وأدواتها المتداولة، وهذا لإختلاف هيئاتها المنظمة لأحكامها إستنادا للشريعة الإسلامية؛
- تكمن أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بنظيرتها المعاصرة من حيث تنوع منتجاتها الإسلامية، والدور الذي تلعبه في عملية التنمية والتطور الإقتصادي، بحيث أن التعاملات غير الربوية في هذه السوق تؤثر إيجابيا على نتائج هذا النمو والتطور وتجنبه الكثير من المتطلبات بات أو الأزمات المالية المفاجئة؛
- رغم أهمية الصكوك في عملية التنمية الإقتصادية إلا أنها لازالت بمنأى عن إقتصاديات الكثير من الدول العربية، وإن وجدت تكون بنسب قليلة لا تعكس قوة تأثيرها، وهذا البحث ما هو إلا إضافة للأبحاث السابقة التي تثبت مرة أخرى أن الصكوك أداة الإستثمار والتمويل الأولى، على الرغم من أن الدراسة القياسية لتجربة الصكوك في ماليزيا لم تعكس في كل متغيراتها المستقلة الأثر الإيجابي على المتغيرات المستقلة.

2. مبررات إختيار الموضوع:

تتمثل أهم المسوغات المتعلقة باختيار موضوع "التعامل من منظور قيمي ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية في ماليزيا في النقاط التالية:

- البحث في أسباب نجاح التجربة الماليزية في الصكوك من حيث البحث في البيئة الإقتصادية والتشريعية وأهم الهيئات الرقابية التي ساهمت في النهوض بالصكوك وأدت إلى نجاحها؛
- موضوع الدراسة ضمن مجال التخصص: العلوم المالية والمحاسبية؛
- ميول الباحثة لدراسة مواضيع الإقتصاد الإسلامي الأسواق المالية والتخصص فيها، إستكمالا لمذكرة التخرج في شهادة الماستر؛

- الأهمية الاقتصادية التي تحظى بها الصكوك، بعد الانتشار الهائل الذي حققته عالميا ومحليا في ماليزيا أولا والعالم ثانيا.

3. أهداف الموضوع:

جاءت الدراسة لتحقيق الأهداف التالية:

- تبيان أهمية ومكانة سوق الأوراق المالية الإسلامية، من خلال التعرف على أهم أدوات الإستثمار المالية التي يتم تداولها فيها، والتي على رأسها الصكوك الإسلامية؛
- محاولة إثبات مدى تتطابق الجانب النظري للصكوك مع الواقع التطبيقي لها؛
- الإشارة إلى واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا والعالم وحجم التطور الذي وصلت إليه على الصعيدين المحلي والدولي؛
- تبيان دور الصكوك الإسلامية في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية العالمية بوجه عام، وسوق الأوراق الماليزية بشكل خاص؛
- محاولة الجمع بين الجانب الفقهي الإقتصادي في الأدبيات النظرية الدراسة، بالإستناد إلى مراجع ذات تأصيل فقهي بحت وأخرى إقتصادية والجمع بينهما؛
- التعرف على أهم الهيئات التشريعية والرقابية التي تعمل على تتبع الصكوك إصدارا وتداولها في ماليزيا؛
- تحليل إصدار الصكوك على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية المحلي والعالمية؛
- الإستعانة بنماذج الإقتصاد القياسي لتحديد العلاقة التي تربط بين الصكوك وأهم متغيرات السوق ومدى تأثيرها على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية.

4. حدود الدراسة

تضمنت حدود الدراسة الجانبين النظري والتطبيقي بشقيه التحليلي والقياسي كما يلي:

أما الجانب النظري فقد تم فيه مناقشة الأدبيات النظرية للمتغيرات الدراسة المتمثلة في سوق الأوراق المالية الإسلامية والصكوك، دراسة فقهية إقتصادية، مع الإشارة إلى السوق المعاصرة بنوع من المقارنة الهادفة إلى أن سوق الأوراق المالية الإسلامية بمنتجاتها المتنوعة نافست في كثير من المواقف نظيرتها المعاصرة، بل وتفوقت عليها؛

وفيما يخص الجانب التطبيقي للبحث، فلقد تم تناوله في جزئين؛ الأول من خلال دراسة تحليلية لتطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية وكذا السوق العالمية، مع الإشارة إلى بعض التجارب التي استطاعت تحقيق معدلات إصدار معتبرة من الصكوك، ونخص بالذكر دول مجلس الخليج العربي ولغض الدول الأوروبية، والجزء الثاني يتم تخصيصه لدراسة أثر الصكوك على نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية بإستخدام أساليب التحليل القياسي من خلال إختبارات

استقرار جذر الوحدة واختبار التكامل المشترك واختبار السببية لجرانجر لكل من المتغيرات المستقلة المتمثلة في صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول SM، صكوك أدونات الخزانة الإسلامية لماليزيا ST، صكوك الإستثمار الحكومي الماليزية SG، صكوك الإسكان الحكومية SH، صكوك القطاع الخاص SP، إتفاقيات صكوك القطاع الحكومي SGS، إتفاقيات صكوك الخزانة الحكومية SGT على المتغيرات التابعة المتمثلة في حجم التداول VT، كمية الأسهم المتداولة AT، القيمة السوقية VC، مؤشر الرقم القياسي المرجح بالقيم الحرة IDX، وذلك وفقا لبيانات شهرية لإصدارات الصكوك محل الدراسة للفترة ما بين 2001-2020.

5. الإشكالية الرئيسية

تعتبر سوق الأوراق المالية بماليزيا من أكبر الأسواق التي تتعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية منذ سنة 1983، حيث أصبحت الدولة الأولى التي تنربع على إصدارات الصكوك في العالم، وعليه فهي من التجارب الرائدة الجديرة بالقراءة والتحليل.

كما وأن هذا البحث يضيف مساهمة بسيطة من خلال تقديم بعض المستجدات والتطورات المتعلقة بإصدارات الصكوك الإسلامية العالمية و الماليزية وفق آخر الإحصائيات المصرح بها من الجهات المختصة، على إعتبار أنها الأداة الأولى المتوافقة مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، والتي تدار بها أكبر صفقات التداول في أسواق الأوراق المالية الدولية.

انطلاقا مما سبق الإشارة إليه، تم طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى تأثير التعامل بالصكوك في تنشيط أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية؟

ولتوضيح هذه الإشكالية يمكن الإستعانة بالأسئلة الفرعية التالية:

- فيما تتمثل طبيعة الأدوات المالية الإستثمارية التي توفرها سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة مع نظيرتها المعاصرة من حيث الحداثة والكفاءة؟
- هل تعمل أدوات الإستثمار الإسلامية على خلق قيمة إيجابية وتحقيق أعلى مستوى ربحية مع أقل مخاطرة على مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية، مقارنة منها في السوق المعاصرة؟
- إلى أي حد إستطاعت الصكوك الإسلامية منافسة السندات الربوية في سوق الأوراق المالية الماليزية؟
- ما هو واقع أداء نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية؟
- فيما تتمثل طبيعة تأثير إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشرات المالية لسوق الأوراق المالية الماليزية؟

6. فرضيات الدراسة

تقوم هذه الدراسة على الفرضيات التالية:

1.6 الفرضية الرئيسية

بات الإستثمار في منتجات الصناعة المالية الإسلامية ضرورة حتمية، خاصة بعد النجاحات الكبيرة التي حققتها صناعة الصكوك الإسلامية على النطاقين العالمي والمحلي من خلال بعض التجارب الناجحة فيها، وأخص بالذكر التجربة الرائدة في صناعة الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية، وعليه تم صياغة الفرضية الرئيسية التالية:

حققت صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا نجاحا كبيرا، كان لها الأثر الإيجابي في تنشيط سوق الأوراق المالية في ماليزيا، رغم بعض الانحرافات التي شهدتها في بعض الأنواع من الصكوك المصدرة، ويمكن إرجاع ذلك للظروف الإقتصادية التي مرت بها ماليزيا دنا عن المتغيرات السائدة في العالم.

2.6 الفرضيات الفرعية

بناء على الفرضية الرئيسية تم صياغة الفرضيات التالية:

- تمارس في سوق الأوراق المالية المعاصرة عدة منتجات إستثمار محرمة شرعا؛
- سوق الأوراق المالية الإسلامية غنية إستثمار بأدوات إستثمار وتمويل، بديلة عن التي تمارس في نظيرتها المعاصرة؛
- أدوات الإستثمار الإسلامي يقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛
- بذلت ماليزيا جهودات جبارة من خلال تهيئة الساحة الإقتصادية والسياسية، وتقويم هيئات مختصة لإدارة وتسهيل عملية إصدار الصكوك الإسلامية بما يضمن الكفاءة الإقتصادية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها؛
- تؤثر الصكوك ايجابيا في كل من VC, AT, VT, IDX في سوق الأوراق المالية الماليزية؛

7. منهج البحث والأدوات المستخدمة

نظرا لأهمية الموضوع من ناحية اراء الفقهاء والإقتصاديين، وأملا في الإحاطة بالموضوع بأكثر دقة وتفصيل، تم الإعتماد على أكثر من منهج في هذه الدراسة، من خلال التقسيمات التالية:
أولاً: تم الإعتماد على المنهج الوصفي لمتغيرات الدراسة، على إعتبار أنه الأسلوب الأكثر ملائمة للإحاطة بالأدبيات النظرية المتعلقة بكل من سوق الأوراق المالية الإسلامية والصكوك؛
ثانياً: ولتبيان مكانة سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة وتنوع منتجاتها المالية مقارنة بالمعاصرة منها، عمد منهج الدراسة في جانبه الفقهي إلى أقوال العلماء والفقهاء ومجامع الفقه الإسلامية، بهدف إضفاء الجانب الشرعي على أدوات الإستثمار المالية، وضبط مبادئها وأحكام التعامل بها؛

ثالثا: تم الاعتماد على المنهج التحليلي الإستقرائي في الفصل الثالث من الرسالة، وهذا للوقوف على واقع إصدارات الصكوك الإسلامية العالمي، وتتبع حصيلة تطورها خلال الفترة 2001-2020؛

رابعا: في الفصل الرابع، تم الاعتماد على المنهج الكمي، من دراسة إستقراريه السلاسل الزمنية وفق أسلوب ArdI الكمي، للبيانات الشهرية للصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2001-2020، وعلاقتها بمؤشرات القياس فيها، وهو الأسلوب الذي يعطي نتائج أكثر دقة على طبيعة العلاقة التي تربط كل من المتغيرات المستقلة للدراسة بالتابعة منها، بناء على النماذج المتحصل عليها.

8. خطة البحث وهيكله

للإحاطة بموضوع البحث الموسوم بعنوان " **التعامل من منظور قيمي ودوره في تفعيل سوق الأوراق المالية في- دراسة حالة بورصة ماليزيا-** "، تم تقسيم الخطة إلى أربعة فصول، حيث جاء الفصل الأول بعنوان الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ليمتد فيه التطرق إلى الأدبيات النظرية للإستثمار المالي في الإسلام في المبحث الأول منه من خلال التعرف على مفهوم الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد المعاصر، مع تبيان رأي الإسلام في الإستثمار، كما سيتم التعرض أيضا إلى أهمية وأهداف الإستثمار في الإسلام وأهم الضوابط التي تنظمه، وأخيرا تم الإشارة إلى آلية تشجيع الإستثمار في الإسلام. أما في المبحث الثاني فقد تم فيه التعرض من خلاله إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية من حيث المقومات الشرعية لقيامها ثم أهميتها والضوابط الرقابية والشرعية التي توفر عليها، ليأتي المبحث الثالث الذي جاء فيه الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية بدءا بالإطار المفاهيمي للكفاءة ثم أهم الصيغ المحددة لها إلى أساليب قياس فرضية السوق الكفوة والحركة العشوائية للأسعار.

أما الفصل الثاني فسيتم من خلاله الوقوف على أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء، استهلها المبحث الأول بعنوان الأوراق المالية في الإسلام المتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالية وتوضيح أوجه التحريم والإجازة في مختلف أنواعها بالاعتماد على الكتاب والسنة مختلف الهيئات الفقهية التي تنظر في المسائل الفقهية المعاصرة، ومن ثم سيتم التعرض إلى الصكوك بشيء من التفصيل وذلك في المبحث الثاني من خلال تبيان الإطار النظري للصكوك من تعريف ونشأة، وخصائص وأهمية، مع الإتيان بأنواع الصكوك المتداولة وتعريفها إقتصاديا وفقهيا، وأيضا محاولة تبيان أهم وأحدث الأحكام الفقهية المتعلقة بأدق تفصيلاتها وفقا لمقتضيات السوق الذي يتمتع بالديناميكية المستمرة، وجاء عنوان قياس الأداء في المبحث الثالث ليسلط الضوء على مفهوم الأداء المالي وأهمية الأداء الجيد في تقويم سوق الأوراق المالية الإسلامية، مع تقديم أهم النماذج المستخدمة لتقييم أداء الأوراق المالية، ثم سيتم التطرق إلى مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث فقد تم تخصيصه لعرض أهم التجارب الدولية الرائدة في إصدار الصكوك، بدءا بالإقتصاد الماليزي وسوق الأوراق المالية في ماليزيا في المبحث الأول، الذي تم فيه دراسة واقع تطور

الإقتصاد الماليزي ثم دراسة سوق الأوراق المالية في ماليزيا من حيث الماهية والهيكل التنظيمي لها، وأهم الإجراءات المتخذة للرقابة عليها، ومن ثم الإشارة أهمية وتحديات سوق رأس المال الإسلامي، ليختتم المبحث بذكر أقسام سوق رأس المال الإسلامي، أما في المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لدراسة تجربة ماليزيا في صناعة الصكوك الإسلامية وذكر أهم أنواع الصكوك المتداولة على مستواها وتطورها وفق بيانات سنوية خلال الفترة 2001-2019 بشيء من التحليل والتفسير، ومن ثم تم توضيح دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات الاقتصادية في ماليزيا، ليأتي المبحث الثالث بأهم التجارب العالمية العربية والأجنبية التي تسعى إلى دخول دائرة الصكوك تداولاً أو إصداراً.

أما الفصل الرابع والأخير فقد جاء كدراسة قياسية لأثر الصكوك على أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا، في مباحث ثلاث؛ أولها تم فيه إستعراض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع مع توظيف المنهجية المستخدمة المتمثلة في منهجية ArdeI من خلال إختبارات إستقرارية السلاسل الزمنية (ADF وpp) وإختبار نموذج تصحيح الخطأ Vec، أما في المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لإختبار أثر المتغيرات المستقلة للصكوك على كل من حجم التداول وكمية التداول، ليأتي المبحث الأخير ليدرس أثر المتغيرات المستقلة للصكوك على كل من القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، مع تحليل النتائج المتحصل عليها وتفسيرها.



الفصل الأول:

الاستثمار في سوق

الأوراق المالية الإسلامية

بين متطلبات عالم متسارع أصبحت فيه قوة سوق الأوراق المالية عنوان لتطور للدول، وبعد تداعيات أزمة الرهن العقاري الأخيرة، وتحول أنظار أقطاب العالم بأسره إلى منتجات الهندسة المالية الإسلامية؛ التي استطاعت تجاوز الأزمة بأقل الخسائر الممكنة، بات الإستثمار المالي في سوق الأوراق المالية الإسلامية وفق هذه المنتجات الوجهة الفضلى لمختلف شرائح المجتمع، ومختلف الأديان والمعتقدات للأهمية الكبيرة التي تتمتع بها سوق الأوراق المالية الإسلامية للمستثمر؛ كقناة تنوعت فيها الفرص الإستثمارية بتنوع المنتجات الإسلامية من جهة، وتوفرها على هيئات ومنظمات تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية والتي تكفل الكفاءة الإقتصادية والمصدقية الشرعية على حد سواء.

وقد تم تناول مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في الأدبيات النظرية في شقين، الإقتصادي والفقهية، من خلال الوقوف على المقومات الشرعية لها وأهم الضوابط التي تحتكم إليها، وأيضاً أهم المسوغات التي جعلت منها أكثر كفاءة مقارنة مع سوق الأوراق المالية المعاصرة.

وعليه ولمزيد من التفصيل، تم تقسيم الفصل الأول "الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، إلى المباحث:

- الإستثمار المالي في الإسلام؛
- سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: الإستثمار المالي في الإسلام

لقد ذكر القرآن والسنة النبوية أصول الإستثمار الناجع وضوابطه، وقد فصل الفقه الإسلامي هذه الأصول والضوابط، وأفرد لها أبوابا خاصة ومنقوعة في أبواب فقه المعاملات المالية، منها ما يتعلق بالبيع والشراء، ومنها ما يتعلق بالإجارة والشراكة.

فالفقه الإسلامي يحوي أساليب وبدائل إستثمارية غنية بأدواتها، فيها الخير للفرد والمجتمع، ولا يعقل أن تترك هذه الكنوز الثمينة ويتم إتباع طريق رديء معطل للقدرات مميت للإقتصاد، إبتدعه وهيمن عليه أفراد يبيغون إمتصاص خيرات الدول والشعوب وتحويلها لما فيه مصلحتهم¹.

ومنه تم تقسيم المبحث الأول " الإستثمار المالي في الإسلام " إلى المطالب:

- مفهوم الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي والمعاصر؛
- أهمية وأهداف الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي؛
- ضوابط الإستثمار في الإسلام؛
- آلية تشجيع الإستثمار في الإسلام.

¹ سامر مظهر قنطنجي، " صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية "، شعاع للنشر والعلوم، سورية، 2010، ص: 23.

المطلب الأول: مفهوم الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي والمعاصر

الإستثمار هو أحد المتغيرات الإقتصادية المتمثلة في الدخل، الإستهلاك، الإِدخار وكل واحد منها لها صلة بالأخرى.

أولاً: الإستثمار في الإقتصاد المعاصر

1. **الإستثمار لغة:** من الثمر، وهو جمع ثمرة، كما تجمع على ثمار وأثمار، وهي حمل الشجرة، ويطلق على أنواع المال المستفاد منه، وعلى النماء والكثرة، فلاستثمار طلب النماء والزيادة، وثمره الشيء، وما تولد عنه¹، ويعرف أيضاً بأنه طلب الحصول على الثمرة، وإستثمار هو طلب الحصول على الأرباح².

2. **الإستثمار اصطلاحاً:** الإستثمار هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة، ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن³:

- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تم التخلي عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول؛
- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم؛
- المخاطرة الناشئة عن إحتمال عدم الحصول على التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها.

وما جاء في المعجم الوسيط: " الإستثمار: إستخدام الأموال في الإنتاج، إمّا مباشرة كإستثمار الآلات والمواد الأولية، وإمّا بطريق غير مباشر، كإستثمار الأسهم والسندات"⁴.

3. خصائص الإستثمار

للإستثمار خصائص كثيرة، نذكر منها⁵:

- إنّ الإستثمار عملية إقتصادية، بإعتباره مجموعة من النشاطات الإقتصادية التي تهدف إلى تحقيق عوائد إقتصادية ومالية؛
- يقوم على معايير إقتصادية عقلانية في حساباته من أجل تقييم الجدوى أو تقييم الأداء؛

¹ محمد الزحيلي، " موسوعة قضايا إسلامية معاصرة " نظرات في الجنايات والعقوبات الشرعية - تطورات الإقتصاد الإسلامي -"، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، دار المكتبي، 2009، ص: 45.

² عبود مهدي السامرائي، "تعامل الداعية مع المستجدات الفقهية- الشيخ القرضاوي أنموذجاً-"، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2013، ص: 235.

³ مهدي هنداوي، " الإستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير، تخصص: نقود مالية وبنوك، تلمسان، 2008، ص: 02.

⁴ علي أحمد السالوس، " الإقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة "، الجزء الأول، مؤسسة الريان للطباعة والنشر والتوزيع، دار الثقافة، الدوحة، 1996، ص: 280.

⁵ قط سليم، " مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية-دراسة مقارنة-، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016، ص: 73-74.

- يتسم الإستثمار بالتعميم من حيث القائمين به، إذ يقوم به أفراد أو مجموعات، قطاع خاص أو عام، كذلك قد تقوم به كل أنواع المؤسسات، ويرجع هذا التعميم لكون الإستثمار قد يكون في الكثير من القطاعات والأزمنة القصيرة أو المتوسطة أو الأجل الطويل؛
- يقوم على أسس علمية وقواعد محددة؛
- يهتم بتوجيه الأصول الرأسمالية بمختلف أشكالها المادية أو المالية (الأسهم والسندات، الخيارات، الصكوك الإسلامية...) والبشرية والمعلوماتية؛
- يبحث عن ضمان العوائد التي تتسم بتدفقات دورية مستمرة والتي يفترض أن تتم في ظروف واضحة ومستقرة وتتسم بالشفافية.

ثانياً: الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي

قبل التطرق لمفهوم الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي، سيتم التعرض لمعنى الإقتصاد الإسلامي. بادئ الأمر ينبغي طرح السؤال التالي: هل كان للإسلام إقتصاد؟، وهذا ما أشار إليه الإمام الشيرازي¹ في كتابه، "الإقتصاد الإسلامي"، في الصفحة الثامنة منه والصادر في 1998، فالتاريخ أثبت أن للإسلام إقتصاد قديم قدم الوحي، وحالياً في هذا العصر الحديث تبلورت مفاهيم هذا الإقتصاد من الناحيتين النظرية والتطبيقية²، إلا أن التصور الشائع للنظام الإقتصادي الإسلامي هو أنه لا يختلف عن النظم الأخرى إلا في تحريمه للفائدة، وعلى الرغم من أن إلغاء الفائدة هو - بوجه عام - من أهم السمات الرئيسية لهذا النظام، إلا أن ذلك ليس كافياً لكي يوصف النظام في مجموعه بأنه نظام إقتصادي إسلامي³.

ومن أهم الكتاب الذين تناولوا مفهوم الإقتصاد الإسلامي، نذكر ما يلي:⁴

1. عرّفه الدكتور محمد شوقي الفنجري في كتابه "المذهب الإقتصادي في الإسلام"، في الطبعة الأولى منه، الصفحة: 18، على أنه، "هو الذي يوجه النشاط الإقتصادي وينظمه وفقاً لأصول الإسلام، ومبادئه الإقتصادية".

2. عرّفه الدكتور محمد باقر الصّدر في كتابه، "إقتصادنا" في الطبعة الثالثة منه الصفحة: 09 بأنه، "المذهب الإقتصادي الذي تتجسد فيه الطريقة الإسلامية في تنظيم الحياة الإقتصادية".

3. أمّا الدكتور أحمد صفي الدين، فقد إبتعد قليلاً عن المفاهيم التي أسبغت على الإقتصاد الإسلامي الصفة العقائدية البحتة، إلى المزج بينهما وبين المفاهيم الإقتصادية المحاسبية، حيث عرّف الإقتصاد في كتابه، "أصول علم الإقتصاد الإسلامي" في الصفحة الأولى منه على أنه:

¹ الإمام الشيرازي:

² سامر مظهر قنطججي، مرجع سابق، ص: 17.

³ خالد بن عبد الرحمن المشعل، "الجانب النظري لدلالة الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي"، سلسلة نشر الرسائل الجامعية، رقم: 08، المملكة العربية السعودية، 2002، ص: 56.

⁴ حمد بن عبد الرحمن الجنيد، إيهاد حسين أبو دية، "الإستثمار والتمويل في الإقتصاد الإسلامي"، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار جريب للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 20 - 22.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

• " العلم الذي يبحث في طرق الكسب والإنفاق على ضوء الأحكام والآداب التي تضمنتها الشريعة الإسلامية "؛

• إنَّ الإستثمار يقبل بهامش معين من المخاطرة، وهذا طبيعي جداً نظراً لعم وجود حالة تؤكد مطلقة بخصوص المستقبل، لذلك يستوجب إعداد دراسة تحليلية مقارنة للعوائد والمخاطر المتوقعة.

وبخصوص فقه الإسلام للإستثمار، إستوقف الباحثة كتاب بعنوان " مخاطر الإستثمار في المصارف الإسلامية "، للدكتور حمزة عبد الكريم حماد، حيث وقف الباحث عند سؤال مفاده، هل ورد لفظ " إستثمار " في كتب الفقه وأصوله؟، ومن خلال مراجعته لما كتب حول موضوع الإستثمار، خصوصاً الرسائل الجامعية، تحصل على:

1. أنَّ الباحثة منيرة في دراستها لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد الإسلامي الموسومة بعنوان: صناديق الإستثمار - دراسة فقهية إقتصادية-، نفت بشكل مطلق وجود لفظ الإستثمار في كتب الفقهاء القدامى، حيث قالت ما نصه، النفي المطلق؛

2. الكاتب حسن أحمد محي الدين أيضاً في دراسته لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد الإسلامي حول موضوع، " عمل شركات الإستثمار الإسلامية في السوق العالمية"، نفى كذلك استعمال هذا المصطلح في كتب الفقه القديمة، حيث قال: " لفظ الإستثمار مصطلح حديث في الدراسات الإقتصادية المعاصرة، لم يستعمله الفقهاء السابقون ".

3. الباحث قطب سانو، يرى في كتابه، " المدخرات، أحكامها، طرق تكوينها، إستثمارها في الفقه الإسلامي "، أنه من الصعوبة بمكان أن يعثر المرء على لفظ إستثمار في الفقه¹.

وقام الدكتور حمزة عبد الكريم حماد بتتبع مصطلح الإستثمار في كتب الفقهاء القدامى، ووقف على ما يلي:

1. قال الإمام الغزالي في كتابه، " المستصفى في أصول الفقه " سنة (593 هـ)، " فإنَّ الأحكام ثمرات وكل ثمرة لها صفة حقيقية في نفسها، ولها ثمر ومستمث وطريق في الإستثمار... وطريق الإستثمار وهو وجود دلالة الأدلة... والمستثمر هو المجتهد"؛

¹ حمزة عبد الكريم حماد، " مخاطر الإستثمار في المصارف الإسلامية "، الطبعة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص ص: 20 - 23.

- **أنظر:** مقابلة منيرة، " صناديق الإستثمار - دراسة فقهية - إقتصادية. " حالة الأردن "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير، جامعة اليرموك، الأردن، 2001، ص: 30.

- **انظر:** حسن أحمد محي الدين، " عمل شركات الإستثمار الإسلامية في السوق العالمية "، الطبعة الأولى، بنك البركة الإسلامي للإستثمار، البحرين، 1986، ص: 17.

- **انظر:** سانو قطب مصطفى، " المدخرات، أحكامها، طرق تكوينها، وإستثمارها في الفقه الإسلامي "، الطبعة الأولى، دار النفائس، عمان، ص ص: 87 - 88.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

2. قال المرغيناني في كتابه، " الهداية في شرح بداية المبتدي "، سنة (336 هـ)، في معرض حديثه عن المهياة¹، " لو كان نخل أو شجرة أو غنم بين اثنين فتهيأ على أن يأخذ كل واحد منهما طائفة يستثمرها أو يرهاها... فلا يجوز؛"

3. قال الإمام النووي، في مقدمة كتابه " المجموع ضمن آداب المعلم "، سنة (2001 م)، " ويبين له أي لطالب العلم، جملا مما يحتاج إليه.. وكيفية إستثمار الأدلة "؛

4. قال شيخ الإسلام ابن تيمية في معرض حديثه عن تفريق الصفقة، سنة (398 هـ)، " الأصل الثاني أن يقال: " إكراء الشجر للإستثمار يجري مجرى إكراء الأرض للإزدراع"²؛

وعليه، فإن مصطلح الإستثمار، مصطلح مطروق في كتب الفقه والأصل ضمن معنيين: الإستثمار المعنوي، والإستثمار المادي³.

وقد أشار الدكتور محمود محمد حمودة في كتابه، " الإستثمار والمعاملات المالية في الإستثمار "، إلى وجود ثلاث مصطلحات تؤدي نفس المعنى، والذي يؤديه مصطلح الإستثمار، وهي إستثمار، تنمية، نماء.

فقد ذهب الفقيه الشيرازي الشافعي في كتابه " المذهب "، الجزء الأول في الصفحة: 505 منه، إلى إستخدام لفظ نماء للدلالة على معنى الإستثمار، وكذلك الإمام الديري المالكي في كتابه، " الشرح الصغير

على أقرب المسالك للإمام مالك "، الجزء الثاني في الصفحة: 227 منه إلى إستخدام لفظ تنمية للدلالة على معنى الإستثمار⁴.

الإستثمار في الإسلام يعني تكثير المال وتنميته بكافة الطرق المشروعة⁵.

مما سبق يمكن تعريف الإستثمار من منظور إسلامي على أنه: " توظيف الأفراد أموالهم في مشروع إقتصادي منتج، بهدف الحصول على أرباح ومنافع إقتصادية وإجتماعية من خلال دعم عجلة التنمية الإقتصادية بكافة الطرق المشروعة، على أن يتم إقتسام الأرباح وتحمل المخاطر لكلا المتعاقدين".

ثالثاً: حكم الإستثمار في الإسلام

إنّ الله سبحانه وتعالى قد خلق الأرض في هيئة تحتم أن يقوم الإنسان ببذل الجهد وتحمل المشقة والتعب في سبيل الإستفادة منها، فليس فيها منتجات جاهزة ومهيأة للإنسان، وإنما تحتوي على مكونات الإنتاج وعناصره، ولا يستطيع الإنسان أن يحول هذه العناصر المختلفة والمتعددة للإنتاج والنمو دون الاستعانة بالآلات والمعارف⁶.

¹ المهياة: (بضم الميم): من هياها على الأمر؛ أي إتفق معه عليه، وهي الإتفاق على قسمة المنافع المشتركة على التعاقب.

² حمزة عبد الكريم حماد، المرجع السابق، ص: 23.

³ سامر مظهر قنطججي، مرجع سابق، ص: 28.

⁴ حمود حمد حمودة، " الإستثمار والمعاملات المالية في الإسلام "، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص: 33 - 34.

⁵ أشرف محمد دوايبة، " دور الأسواق المالية في تدعيم الإستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية "، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2006، ص: 18.

⁶ محمد علي سميران، " تشجيع الإستثمار في الفقه الإسلامي- دراسة مقارنة مع القانون الأردني-، دراسات، علوم الشريعة والقانون، المجلد: 46، العدد: 01، 2019، ص: 602.

هذا وقد اختلف العلماء في حكم الإستثمار على أقوال:

1. حكم الإستثمار الوجوب

إنّ الناظر في نصوص القرآن الكريم والسنة الشريفة نظرة دقيقة متأملة، وإلى واقع الحياة خاصة والمعاصرة ليخرج بنتيجة قاطعة على أنّ الإستثمار للأموال واجب شرعي، والأدلة على ذلك كثيرة ومتعددة، أهمها:¹

1.1 أدلة وجوب الإستثمار في القرآن

قال الله تعالى: (هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمُ الْأَرْضَ ذَلُولًا فَامْشُوا فِي مَنَاكِبِهَا وَكُلُوا مِنْ رِزْقِهِ ۗ وَإِلَيْهِ النُّشُورُ)²، وفيها حثّ على الكسب والسعي وفق منهج الإسلام في الإستثمار، في الإنتاج والإنفاق³.
وقوله تعالى: (فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ)⁴.

وهذه الآية الكريمة دالة على الحثّ على العمل والسعي لطلب الرزق الحلال.

2.1 الأدلة من السنة النبوية الشريفة

• إيجاب غرس الفسيلة تأكيد على مشروعية الإستثمار، قال رسول الله ﷺ في الحديث الصحيح، " (إذا قامت السّعة وفي يد أحدكم فسيلة – شتلة نخل – فإستطاع أن لا تقوم حتى يغرّسها، فليغرّسها، فله بذلك أجر)، فقد دلّ هذا الحديث بمنطوقه الصريح على مشروعية الإستثمار ووجوبه، وبين أن إستثمار المال الزائد عن الحاجة واجب شرعا⁵؛

• المتاجرة بمال اليتيم: قوله ﷺ: (من ولي يتيماً له مال فليتاجر له ولا يتركه حتى لا تأكله الصدقة)، وسئل ابن تيمية عن عنده يتيماً، وله مال تحت يده، وقد رفع كلفة اليتيم عن ماله، وينفق عليه من عنده، فهل له أن يتصرف في ماله بتجارة أو شراء عقار مما يزيد المال وينمي به غير إذن الحاكم، فأجاب: نعم يجوز له ذلك، بل ينبغي له، ولا يفتقر إلى إذن الحاكم إن كان وصياً⁶؛

2. حكم الإستثمار النّيب أو الإباحة (مع تغليب النّيب على ذلك)

مجموع النصوص العامة من الكتاب الكريم والسنة النبوية الداعية إلى الإنفاق في سبيل الله، والتي جاءت بشكل عام تحثّ على الإباحة أو النّيب، حيث لا يتم الإنفاق إلا بالإستثمار، وهذا يدلّ على أن الإستثمار مندوب إليه.

¹ زياد إبراهيم مقداد، " الضوابط الشرعية لإستثمار الأموال "، عنوان مداخلة في المؤتمر العلمي الأول، " الإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، يومي: 08 - 09 ماي 2005، غزة، ص: 05".

² سورة الملك، الآية رقم: 15.

³ محمد شيبث الرفاعي، " تيسير العلي القدير لإختصار تفسير ابن كثير "، مكتبة المعارف، الرياض، دون سنة نشر، ص: 402. (بتصرف).

⁴ سورة الجمعة، الآية رقم: 10.

⁵ محمود محمد حمودة، مرجع سابق، ص: 43.

⁶ نزياد حماد، " قضايا فقهية معاصرة في المال والإقتصاد"، الطبعة الأولى، دار التيسير، جدة، 2001، ص: 468 - 469.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

وذكر العلماء أن المعاملات المالية مبنية على الإباحة، كالبيع والإجارة وغيرها، ولم يثبت على أحد القول بوجودها، إلا في الحالات الإستثنائية، حيث قالوا إن ما لا تتم المعاييش إلا به فهو من فروض الكفاية¹.

والقول المختار بأن حكم الإستثمار واجب لقوة أدلة القائلين به.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي

لا أحد ينكر أهمية الإستثمار في الحياة الإقتصادية، حيث أنّ معدل النمو الإقتصادي يتوقف أساسا على معدلات التكوين الرأسمالي والإستثمار دونما التفريق بين رأس المال المادي ورأس المال البشري. فقد نبه الإمام الغزالي في كتابه إحياء علوم الدين على أهمية الإستثمار والتراكم الرأسمالي، وأكد على أهمية توافر السلع الإنتاجية والتي عرفها بأنها آلات الآلات، ومن جهة أخرى حثّ الإسلام على حسن إستغلال الأموال وعدم إضاعتها، وأنّ استثمارها يعدّ الطريقة الوحيدة لحفظها لما يعرضها للنقص بفعل الزكاة، أو بفعل عوامل أخرى، كإخفاض القوة الشرائية للنقود نظرا لما يشوب الحياة الإقتصادية من تضخم²، أما عن أهمية الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي فتتلخص في:

- زيادة الدخل الوطني للبلاد؛
- خلق فرص عمل جديدة في الإقتصاد الوطني³؛
- دعم عملية التنمية الإقتصادية والاجتماعية⁴؛
- زيادة الإنتاج ودعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات؛
- الحفاظ على المال والعمل على تنميته من خلال الحفاظ على ثروة المجتمع وإستغلال موارده الطبيعية بالطرق المثلى والشرعية⁵.

فالإستثمار يهدف في النهاية إلى تحقيق التقدم الإقتصادي والاجتماعي للأمة الإسلامية الذي يساعد بدوره على تحقيق الرخاء لكل فرد، فالإستثمار لا يهدف إلى إشباع الحاجات الإقتصادية – المادية – للفرد فقط، وإنما يستهدف بشكل أساسي إلى إشباع الحاجات الروحية.

إنّ الله عزّ وجلّ قال: إِنَّا أَنْزَلْنَا الْمَالَ لِإِقَامِ الصَّلَاةِ ، وَإِيتَاءِ الزَّكَاةِ ، وَلَوْ كَانَ لِابْنِ آدَمَ وَادٍ ، لَأَحَبَّ أَنْ يَكُونَ إِلَيْهِ ثَانٍ ، وَلَوْ كَانَ لَهُ وَادِيَانِ لَأَحَبَّ أَنْ يَكُونَ إِلَيْهِمَا ثَالِثٌ ، وَلَا يَمْلَأُ جَوْفَ ابْنِ آدَمَ إِلَّا التُّرَابُ ، ثُمَّ يَثُوبُ اللَّهُ عَلَى مَنْ تَابَ⁶.

¹ محمد علي سميران، مرجع سابق، ص: 603.

² خالد بن عبد الرحمن المشعل، مرجع سابق، ص: 58-66.

³ سحر عازم عبد الزهراء الوائلي، مرجع سابق، ص: 13 – 15.

⁴ مهداوي هند، مرجع سابق، ص: 15.

⁵ خالد بن عبد الرحمن المشعل، مرجع سابق، ص: 67.

⁶ أبو واقد الليث، " صحيح الجامع – المحدث: الألباني"، صحيح، ص: 1781.

المطلب الثالث: ضوابط الإستثمار في الإسلام

الشرعية الإسلامية أباحت الإستثمار وحثت عليه، إلا أنها لم تطلق العنان لكل عمل استثماري، بل جعلت له مجموعة من الضوابط التي تعصم وتوجه المستثمر لتحقيق إستثمار هادف ومشروع في الشريعة¹.

ولقد عرّف بعض العلماء المعاصرون مصطلح ضوابط الإستثمار بأنه، " مجموع القواعد والمبادئ والأصول العامة التي توجه سلوك المستثمر عقدياً وخلقياً وإجتماعياً وإقتصادياً نحو تحقيق مراد الله في العملية الإستثمارية"².

أولاً: الضوابط العقدية للإستثمار

إنّ جميع أوجه النشاط الإقتصادي منضبطة بتوجيهات العقيدة، فالإقتصاد الإسلامي هو إقتصاد عفائدي، فالمسلم وهو يلتزم بأحكام الشريعة كإجتنب السلع المحرمة قد ينظر إليه على أنه فوت أرباحه ومكاسب مادية، ولكنه ينظر إلى نفسه – إعتقاداً – أنه قد حقق أكبر نفع في الدنيا والآخرة³.

ويمكن إجمال هذه الضوابط فيما يلي:⁴

1. المال مال الله، والإنسان إنما هو مستخلف فيه، يقول الله تعالى: (لَهُ مَا فِي السَّمَاوَاتِ وَمَا فِي الْأَرْضِ وَمَا بَيْنَهُمَا وَمَا تَحْتَ الثَّرَى)⁵، وقوله تعالى: (وَأَتَوْهُمْ مِّن مَّالِ اللَّهِ الَّذِي آتَاكُمْ)⁶، ومقتضى الإستخلاف رعاية شروط المستخلف في كل تفاصيل إستثماره؛

2. أن يكون رضا الله تعالى غايته ومبتغاه، يشير إلى ذلك قوله تعالى: (قُلْ إِنَّ صَلَاتِي وَنُسُكِي وَمَحْيَايَ وَمَمَاتِي لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ)⁷.

وعليه يجب على المستثمر المسلم أن يعتقد أنه حين يباشر نشاطاته الإستثمارية، يكون في عبادة من أجل العبادات، فما عليه إلا أن يخلص نية ذلك لله تعالى، وليعلم أن ما يقوم به ليس غاية في حد ذاته، وإنما هو وسيلة من وسائل تحقيق مرضاة الله، وعليه، فإنّ في الإنفاق الإستثماري أجر⁸.

¹ سحر كاظم عبد الزهراء الوائلي، مرجع سابق، ص: 15.

² محمود محمد حمودة، مرجع سابق، ص: 52.

³ عبد الحفيظ بن ساسي، " ضوابط الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي "، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإنسانية والإجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008، ص: 56.

⁴ أنس موسى نابف نوفل، " دور الدولة في حفظ الأموال "، مذكرة مقدمة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في الفقه المقارن، غزة، 2016، ص: 31 – 32.

⁵ سورة طه، الآية رقم: 06.

⁶ سورة النور، الآية رقم: 33.

⁷ سورة الأنعام، الآية رقم: 162.

⁸ عبد الحفيظ بن ساسي، مرجع سابق، ص: 69.

ثانيا: الضوابط الاجتماعية للإستثمار¹

لا يعد المشروع الإقتصادي مشروعاً ناجحاً من الناحية الإقتصادية، إلا إذا كانت له نتائج إيجابية في الحياة الإنسانية، فالمذاهب الإقتصادية الوضعية لم تعر لهذه العلاقة أية أهمية تذكر، في حين نجد أن المذهب الإقتصادي الإسلامي يعد من العلاقات التي تعظم المصلحة المجتمعية والتي تتركز في الآتي:

1. التوزيع العادل للثروة؛

2. الحياة الكريمة للمجتمع؛

3. المساهمة في القضاء على البطالة.

ثالثا: الضوابط الأخلاقية للإستثمار

إنّ المعاملات المالية وطرق إستثمار المال قد حظيت بتوجيهات خاصة تأكيدا على وجوب مراعاة الجانب الأخلاقي في شؤون المال على وجه الخصوص².

وحتّ الإسلام على جملة من أخلاق ونوه بدورها في الإقتصاد منها:

1. **الصدق والأمانة** : يقول الله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ³)، ويقول أيضا: (إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا)⁴؛

2. **الدعوة والحث على الإنفاق والنهي عن كثر المال**، يقول الله تعالى: (وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُم بِعَذَابٍ أَلِيمٍ)⁵ (6).

3. **الوفاء والالتزام بالعقود**: إنّ من أهم نتائج إبرام العقود هو الإلتزام بما فيها والعمل على تنفيذها، يقول تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ)⁷(8).

وما أكثر تلك العقود والمعاملات الإستثمارية التي تحتاج إلى ضرورة وجود هذا الضابط والإلتزام به، وعدم الإستهانة بأمره، وخاصة تلك المعاملات التي تمتد الإلتزامات والآثار المترتبة عليها لفترة من الزمن، نذكر منها: البيوع الأجلة والبيع بالتقسيط⁹؛

- **العدل**: يقول الله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا كُونُوا قَوَّامِينَ لِلَّهِ شُهَدَاءَ بِالْقِسْطِ ۗ وَلَا يَجْرِمَنَّكُمْ شَنَاٰنُ قَوْمٍ عَلَىٰ أَلَّا تَعْدِلُوا ۗ اعْدِلُوا هُوَ أَقْرَبُ لِلتَّقْوَىٰ ۗ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۗ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ)¹⁰، فلولصول

¹ يوسف علي عبد الأسدي، جواد كاظم حميد، " الإستثمار في النظام الإقتصادي الإسلامي"، مجلة العلوم الإقتصادية، المجلد: 08، العدد: 30، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة البصرة، 2012، ص: 16-17.

² زياد إبراهيم مقداد، مرجع سابق، ص: 10.

³ سورة التوبة، آية رقم: 08.

⁴ سورة المؤمنون، الآية رقم: 08.

⁵ سورة التوبة، الآية رقم: 34.

⁶ عمر مصطفى جبر إسماعيل، " ضمانات الإستثمار في الفقه الإسلامي وتطبيقاتها المعاصرة"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 52 - 53.

⁷ سورة المائدة، الآية رقم: 01.

⁸ أنس موسى نايف نوفل، مرجع سابق، ص: 46.

⁹ عبد الحفيظ بن ساسي، مرجع سابق، ص: 129.

¹⁰ سورة المائدة، آية رقم: 08.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

إلى أفضل عملية إستثمارية يجب الإلتزام بمبدأ العدل والإنصاف بحيث لا يضر طرف آخر، ولا ينمي أحد أمواله على حساب تدمير أموال غيره¹.

رابعاً: الضوابط الإقتصادية للإستثمار

وقد أطلق عليها الباحث انس موسى نايف نوفل مصطلح الضوابط الفقهية للإستثمار حيث قال: " هي بمثابة الضوابط التفصيلية لعملية الإستثمار".

ويمكن إجمال الضوابط الإقتصادية للإستثمار فيما يلي:

1. التشغيل الكامل للموارد وحسن إستغلالها بما يحفز النفع والنمو الإقتصادي للجميع؛
2. أولويات الإستثمار؛ ويقصد بها ضرورة تغطية الأنشطة الإقتصادية الإستثمارية لمصالح المجتمع وفق الترتيب الشرعي للأولويات؛

• الضروريات؛

• الحاجيات؛

• التحسينات أو الكماليات.

3/ التخطيط الأمثل لقرار الإستثمار (السلامة الإستثمارية): ويعني هذا الضابط ضرورة إلمام المستثمر بالواقع الإقتصادي والمعاملات التجارية التي تجري في السوق والعوامل المؤثرة فيها، حتى يأمن الوقوع في الخسائر بسبب الجهل بها، ويحقق مصلحة المجتمع في الرفاهية والكفاف وهو ما يطلق عليه البعض السلامة الإستثمارية²؛

4/ أن يكون رأس المال ومجال الإستثمار حلالاً؛

5/ تجنب الربا في العملية الإستثمارية³.

يقول الله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴿٢٠٨﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَئِمَّ لَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ ۗ لَّا تَظْلُمُونَ ۗ وَلَا تُظْلَمُونَ) ⁴.

حيث قال ابن عباس هذه آخر آية نزلت على النبي ﷺ⁵، ومن الآثار الإقتصادية للربا: ⁶

- سوء توزيع الثروة: وفي هذا المعنى يقول الدكتور شاخت الألماني والمدير السابق -لمصرف الرايخ الألماني- انه بعملية غير متناهية يتضح أن جميع مال الأرض صار إلى عدد قليل جداً من المرابين، ذلك أن المرابي يربح دائماً في كل عملية، بينما المدين معرض للخسارة؛

¹ يوسف علي عبد الأسدي، جواد كاظم حميد، مرجع سابق، ص: 21.

² محمد دمان ذبيح، " مؤسسة الزكاة و دورها الإقتصادي"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الدكتوراه في الإقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإنسانية الإجتماعية والعلوم الإسلامية، باتنة، 2015، ص: 135-138.

³ انس موسى نايف نوفل، مرجع سابق، ص: 54.

⁴ سورة البقرة، آية رقم: 278-279.

⁵ صحيح البخاري، للإمام أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري الجعفي، الجزء الثاني، موفوم للنشر، الجزائر، دون سنة نشر، ص: 734-735.

⁶ سمير الشاعر، " المصارف الإسلامية من الفكرة الى الإجتهاد"، السلسلة العلمية للمصارف الإسلامية، رقم: 02، الدار العربية للعلوم ناشرون، الطبعة الثانية، بيروت، 2011، ص: 42، 55.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

• هدر الموارد الإقتصادية: فالتمويل يؤدي إلى سهولة المداينات دون أي إرتباط بالنشاط الإقتصادي الفعلي وهذا بدوره يؤدي إلى تفاقم الإنفاق الإستهلاكي؛

• ضعف التنمية الإقتصادية والإستثمار: حيث أكد الإقتصادي المشهور كينز هذه المعاني فيقول: "إن معدل سعر الفائدة يعوق النمو الإقتصادي لأنه يعطل حركة الأموال نحو الإستثمار في حرية وإنتلاق، فإن أمكن إزالة هذا العائق فإن رأس المال يتحرك وينمو بسرعة"؛

• التضخم؛

• البطالة: إذ يرى الإقتصادي كينز أن علاج مشكلة البطالة يكون بإنعدام الفائدة أو تخفيضها إلى ادنى حد ممكن وهذا رأي علماء الإقتصاد الذين لا يدينون بالإسلام؛

مما يدل على إعجاز الإسلام في موضوع الربا، فاليابان طبقت مفهوم الفائدة الصفرية في نهاية القرن الماضي، مما جعل إقتصادها يزدهر بشكل سريع.

تحريم الإحتكار سواء كانت نقدية أو سلعية أو عمالية على مستوى الفرد أو لجماعة وكذلك على مستوى المنظمات¹.

خامسا: ضابط التدوين المحاسبي لحفظ الحقوق

لقد أمرنا الله عز وجل بتدوين العقود والمعاملات في قوله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ)².

سادسا: ضوابط التوثيق لحفظ الحقوق

يقول الله تعالى: (وَأَشْهِدُوا إِذَا تَبَايَعْتُمْ وَلَا يُضَارَّ كَاتِبٌ وَلَا شَهِيدٌ)³، وتأسيسا على ذلك يجب أن تكتب وتوثق العقود والمعاملات الإستثمارية⁴.

المطلب الرابع: آلية تشجيع الإستثمار في الإسلام

يمكن تتبع آلية تشجيع الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي في المعادلة التالية:

$$R = I + C \dots\dots(1)$$

متغيرات الدخل : R
متغيرات الادخار : I
متغيرات الاستهلاك : C

¹ اسامر مظهر قنطقجي، مرجع سابق، ص: 28.

-أنظر: محمد سليمان الأشقر، محمد عثمان بشير، "بحوث فقهية في قضايا معاصرة"، بحث رقم: 05، بعنوان، "دراسة فقهية مقارنة من إعداد الدكتور: ماجد أبو زخية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، المجلد الثاني، الطبعة الأولى، ص: 461، 469.

² سورة البقرة، آية رقم: 282.

³ سورة البقرة، آية رقم: 282.

⁴ حسين عبد المطلب الأسرج، "صيف تمويل المشروعات الصغيرة في الإقتصاد الإسلامي"، دراسات إسلامية، العدد: 08، 2010، ص: 4-5.

$$I = I_1 + I_2 \dots (2)$$

$$\left\{ \begin{array}{l} I_1 : \text{مرفوض في الاقتصاد الإسلامي} \Rightarrow \text{تخفيض قيمة النقود} \Rightarrow \text{الاكتناز} \\ I_2 : \text{مقبول في الاقتصاد الإسلامي} \Rightarrow \text{تنمية الأموال} \Rightarrow \text{الإستثمار} \end{array} \right.$$

بإدخال مصطلح المعاوضات والتبرعات على متغير الإستثمار I_2 نجد:

$$I_2 = I_2' + I_2'' + I_2'''$$

$$\left\{ \begin{array}{l} I_2' : \text{مرفوض في الاقتصاد الإسلامي} \Rightarrow \text{قرض بفائدة} \\ I_2'' : \text{صبيغ المعاوضات، مقبول في الاقتصاد الإسلامي} \Rightarrow \text{اقتصاد مشاركة} \\ I_2''' : \text{صبيغ التبرعات، مقبول في الاقتصاد الإسلامي} \Rightarrow \text{قرض حسن} \end{array} \right.$$

$$C = C_1 + C_2 + C_3 \Rightarrow$$

$$\left\{ \begin{array}{l} C_1 : \text{متغيرات التبذير} \\ C_2 : \text{متغيرات الوسيط (حد الكفاف)} \\ C_3 : \text{متغير التقدير (التشج)} \end{array} \right.$$

ولقد أكد الباحث سامر مظهر قنطجبي على ضرورة جدوى النفقة قائلا: " ثم أهمل لقلة ما يتحصل منه مع كثرة الكلف"، أي إذا كانت تكلفة مشروع ما أكثر من الإيراد المتوقع، ترك ذلك المشروع لعدم جدواه، وبهذا الفكر السليم تصان أموال الأفراد والمجتمعات¹، ومنه نلاحظ أن الفكر الإقتصادي الإسلامي، لم يترك لمفهوم العبيثية من مجال في عملية الإستثمار من سبيل، بل ضبطها بآليات محكمة تجعل من عملية الإستثمار فعالة في التنمية الإقتصادية.

ونستطيع تتبع آليات الإستثمار في الفقه الإسلامي في النموذج السابق.

أولاً: آلية الادخار في تشجيع الإستثمار

الادخار لغة: الاحتفاظ بشيء ينفع الإنسان وقت الحاجة.

أما اصطلاحاً: فيقول صاحب معجم الفقهاء "الإدخار أصلها إدخار، فقلبت كمن الذال والتاء دالا مع الإدغام فصارت الكلمة "إدخار"، وهو الإحتفاظ بجزء من الدخل للمستقبل والإحتفاظ بالشيء لوقت الحاجة".

¹ سامر مظهر قنطجبي، " أيهما أصح في الإستثمار، معيار الربح أم معيار الفائدة"، سلسلة فقه المعاملات، رقم: 01، دون سنة نشر، ص: 11.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

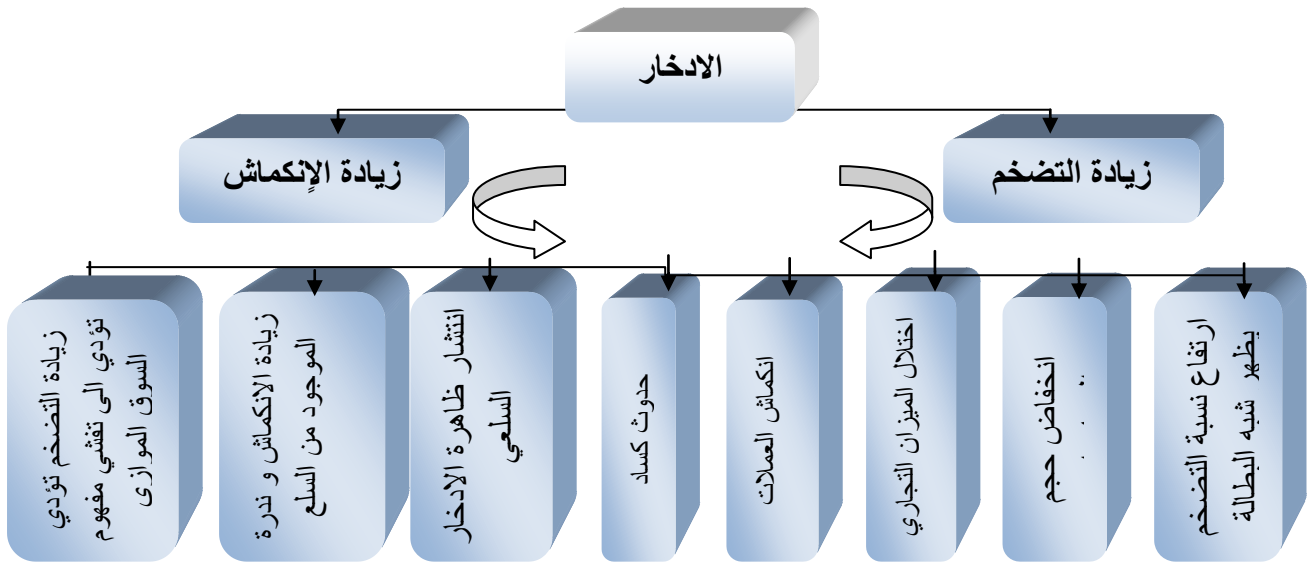
وفي الموسوعة العلمية للبنوك الإسلامية: "الإدخار بمعناه الخاص ينصب على الدخول النقدية، ويعني تأجيل الإنفاق العاجل إلى إنفاق آجل على أن يأخذ طريقه في فترة التأجيل إلى مؤسسة مالية تتولى إدارة وإستخدام هذه المدخرات"¹.

فالمال المدخر تجب عليه زكاة سنوية مقدارها 2,5 %، بهدف عدم تعطيل هذا المال عن طريق الاكتناز، وهذا الأمر يجعل من الضروري تشغيله بأرباح تتجاوز هذه النسبة على الأقل حتى لا تأكله الزكاة².

إلا أن هناك حالات تجوز فيها عملية الادخار، نذكر منها:³

1. أجاز العلماء إدخار ما لم يكن به تضيق على المسلمين، كقوت أيام أو شهر وأن كان وقت سعة ادخر قوت سنة؛
 2. حدد العلماء بعض السلع التي يجوز للإنسان أن يدخرها ما لم تعم الحاجة إليها ولا يتضرر أحد باحتكارها؛
 3. تحقيق مستوى المعيشة الحسن للناس، بحيث يضمن لهم حد الكفاية وليس حد الكفاءة⁴.
- ويمكن إجمال الآثار الإقتصادية للإدخار في الشكل الموالي:

شكل رقم (01): الآثار الإقتصادية للإدخار



مصدر: الإعتماد على خبرات سابقة.

¹ سفيان عبد السلام الحنّاش، "ضوابط الإدخار وضروراته من خلال القواعد الفقهية"، دراسات الإقتصاد الإسلامي، بتاريخ: 4 جويلية 2019، على الساعة: 13:51 على الرابط الإلكتروني <https://www.aliqtisadalislami.net>.

² سامر مظهر قنطقجي، "أيهما أصح في الإستثمار معيار الربح أم معيار الفائدة"، مرجع سابق، ص: 11.

³ الهادي أحمد محمد حسن، "الإدخار في النظام الإسلامي"، جامعة المشارق، ص: 07.

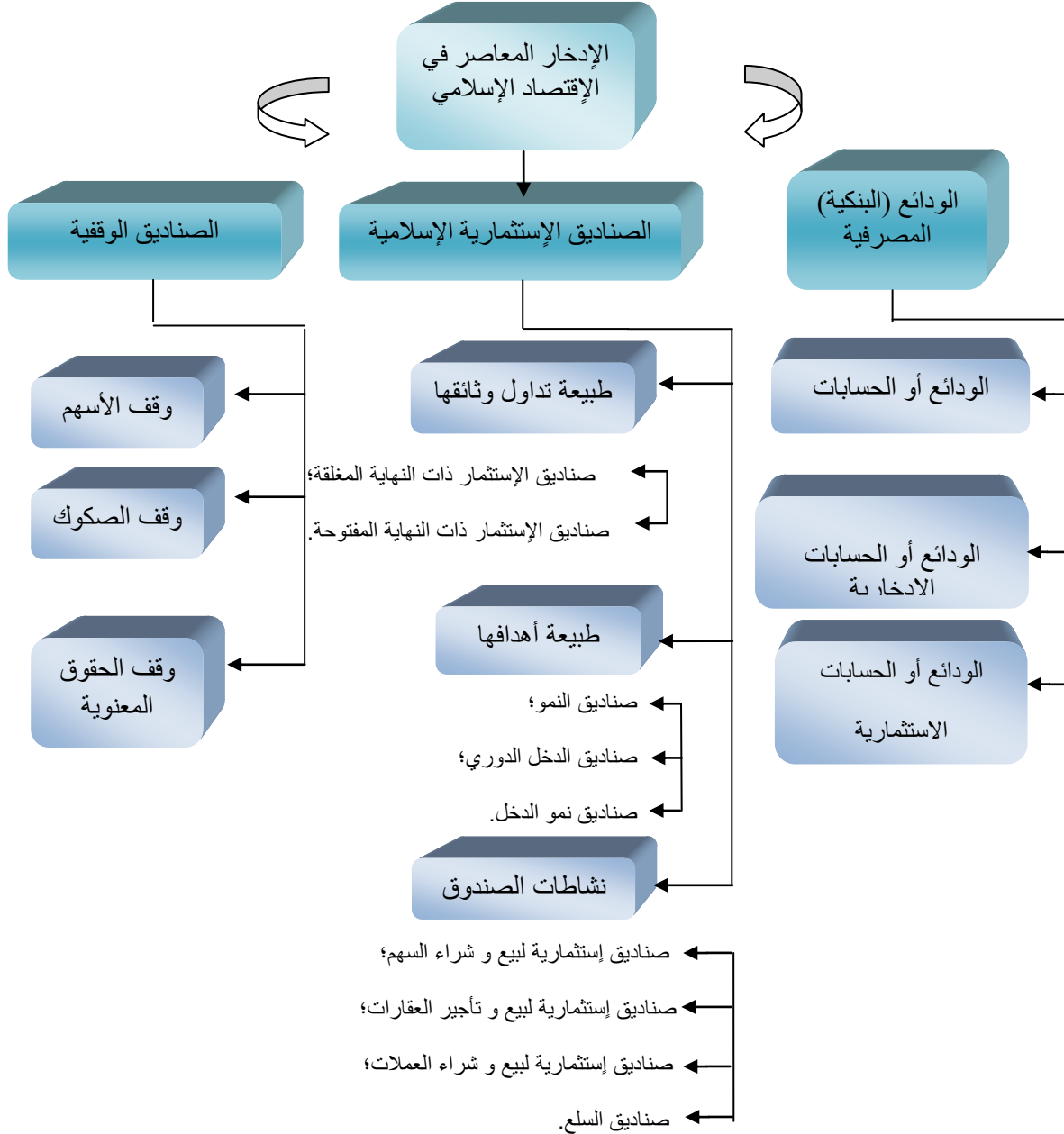
- انظر الموقع الإلكتروني: <https://www.pdfactory.com>

⁴ انظر: العاني، أسامة عبد المجيد والبشير، أمين والشوبات، محمود سليم، " الزكاة كآلية لتوفير حد الكفاية وأثرها على إعادة توزيع الدخل - دراسة حالة: المملكة الأردنية الهاشمية- "، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، العدد: 101، المجلد: 23، 2017، ص: 342.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

فالإقتصاد الإسلامي كفيل بحل مشكلتي التضخم والإنكماش من خلال النقاط التالية:¹

- فرض الزكاة على المدخرات وإدخال الربحية الاجتماعية؛
 - الحث على العمل لتحقيق العمالة الكاملة؛
 - توظيف مختلف موارد الدولة في الإنتاج النافع والمفيد وفقا لأولويات الإستثمار. والشكل الموالي يوضح أهم صور الإدخار المعاصر في الإقتصاد الإسلامي:
- شكل رقم (02): الإدخار المعاصر في الإقتصاد الإسلامي



المصدر: إبراهيم عبد اللطيف العبيدي، " الإدخار: مشروعيته وثمراته مع نماذج تطبيقية معاصرة "، الطبعة الأولى، دار الشؤون الدينية للعمل الخيري، 2011، ص: 61 - 162.

¹ الهادي أحمد، محمد محسن، مرجع سابق، ص: 12.

ثانياً: آلية الإستهلاك في الإستثمار

الإستهلاك لغة: من هلك الشيء يهلك هلاكاً وهلوفاً، وأهلكه غيره، وإستهلكه، إستهلك المال أي أنفقه وأنفذه¹.

ويعرف إصطلاحاً في الإقتصاد الحديث بأنه: "الإستهلاك الأخير للسلع والخدمات في إشباع الحاجات والرغبات الإنسانية"².

أما الإستهلاك في الإسلام، فقد نهى القرآن الكريم عن الإسراف أو التقتير فيه، وجعل الاعتدال فيهما من صفات المؤمنين، فقال سبحانه وتعالى: "وَالَّذِينَ إِذَا أَنْفَقُوا لَمْ يُسْرِفُوا وَلَمْ يَقْتُرُوا وَكَانَ بَيْنَ ذَلِكَ قَوَامًا"³.

والمستهلك المسلم الرشيد لا بد من موجبات لسلوكه الإستهلاكي، وضوابط شرعية تشكل في مجملها متطلبات لتحقيق الوضع الإقتصادي الأمثل ويمكن إجمالها كالآتي⁴:

- الإعتدال والتوسط في الإستهلاك الذي له الأثر الواضح على إستخدام الموارد الأمثل؛
- تحريم إستهلاك السلع والخدمات الضارة وغير النافعة فمصلحة المجتمع هي الأساس في تفاعل قوى العرض والطلب وليس سيادة سلوك المستهلك على إطلاقه؛
- ضرورة تحديد أولويات الإنفاق؛
- الإنفاق في حدود الدخل المتاح.

وبذلك يتم توجيه دخل المستهلك بما يحقق أعظم منفعة ممكنة، طبقاً للمفهوم الإسلامي الموسع للمنفعة⁵، ومنه يمكننا كتابة معادلة الدخل على النحو الآتي:

الدخل: الإدخار الإكتنازي + (الإنفاق الإستثماري + الإنفاق الإستهلاكي).

الإدخار الإكتنازي المسموح به هو ما يعادل الحد الأدنى المعفى من الزكاة.

مما يعني أن مصارف الدخل ثلاثة: إثنان منهما لهما عوامل محددة والثالث غير محدد، وهو الإستثمار في سوق السلع والخدمات بشكل إنتاجي دون ربا مما يؤدي إلى ربط النقود بسوق السلع فيتم إمتصاص الفائض من النقود وتوجيهه نحو الإستثمارات سواء بشكل مباشر أو عن طريق المضاربة والمشاركة في الأرباح والخسائر، أو عن طريق البنوك الإسلامية.

¹ محمد علي هاشم الأسدي، "ضوابط الإستهلاك الفردي في الإقتصاد الإسلامي- دراسة تحليلية-، 2017، ص: 321، تاريخ الإطلاع: 2019/03/21، على الساعة 20.25، الموقع الإلكتروني: www.net.iasj.net.

² قالح بن عبد الله بن محمد الحقباني، "العوامل المحددة للإستهلاك في الإقتصاد الإسلامي"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير، المملكة العربية السعودية، 1410هـ، ص: 03.

³ سورة الفرقان، أية رقم: 67.

⁴ سامر مظهر قنطقجي، "أيهما أصح في الإستثمار معيار الربح أم معيار الفائدة"، مرجع سابق، ص: 11.

⁵ مجدي علي غيث، منير سليمان الحكيم، "متطلبات الوضع الإقتصادي الأمثل في الإسلام"، دراسات، المجلد: 45، عدد: 04، ملحق: 04، 2018، ص: 135.

⁶ عمر بن فيحان المرزوقي، "ضوابط تنظيم الإستهلاك في الإسلام"، مجلة الشريعة والقانون، العدد: 34، 2008، ص: 29.

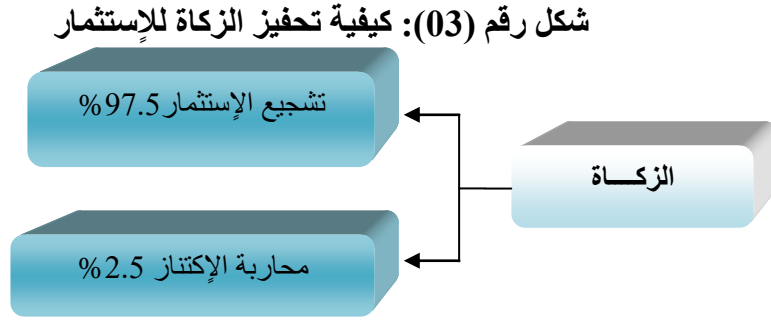
الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

ومن ناحية أخرى فقد حث الإقتصاد الإسلامي على المحافظة على الأصول الثابتة الإنتاجية، لما لها من دور تنموي في الإقتصاد، بل ووجوب تحويل قيمتها إلى الأصول المتداولة أو الجاهزة¹.

ثالثاً: آلية تشجيع الزكاة على كل من الإستهلاك والإستثمار

1. تأثير الزكاة في الإستثمار والإستهلاك

يمكن للزكاة أن تؤثر بأكثر من طريقة، ولكن بدايةً، يمكن طرح السؤال التالي:
ما هي كيفية تحفيز الزكاة للإستثمار؟



يرى الباحثون على رأسهم منذر قحف في كتابه: " التحليل الإقتصادي للبحوث والتدريب إقتصادياً الزكاة " أن الزكاة يمكن أن تؤثر على الإستثمار بطرق مختلفة أهمها:

- يساعد تطبيق الزكاة على زيادة الإستثمار من خلال زيادة أهم مصادره وهو الادخار العام؛
- تعمل الزكاة من خلال تحصيلها وإنفاقها على تهيئة مناخ إجتماعي وسياسي مستقر، مما يقلل من عنصر المخاطرة ويرفع الميل للإستثمار؛
- يؤدي ثبات أحكام الزكاة إلى تقليل عنصر المخاطر عند اتخاذ القرار الإستثماري، مما يزيد من ميل المكلف للإستثمار، ويظهر هذا الأثر جلياً للزكاة عند مقارنتها بالأنظمة التجريبية والتميزة بالتغيير في معدلاتها أو عتبتها، وحدود الإعفاء تبعاً لتغير الأحوال الإقتصادية، مما يزيد من عنصر المخاطر ويقلل من الميل للإستثمار؛
- تحسن الزكاة من توقعات رجال الأعمال، عندما ترفع من الكفاءة الحدية للرأسمال في إنتاج السلع الكفائية؛
- استمرار المنتجين في الزكاة حتى لو حدثت لهم خسارة في الإنتاج، ما دامت هذه الخسارة تقل عن نسبة الزكاة المفروضة على الأموال المستثمرة في حالة عدم توظيفها في الإنتاج²؛
- يؤدي الإنفاق على الغارمين-بصفة خاصة-إلى تقليل مخاطر الإستثمار وإسمرار سوق الإقراض؛

¹سامر مظهر قنطقجي، " أيهما أصح في الإستثمار معيار الربح أم معيار الفائدة"، مرجع سابق، ص ص: 13-14.

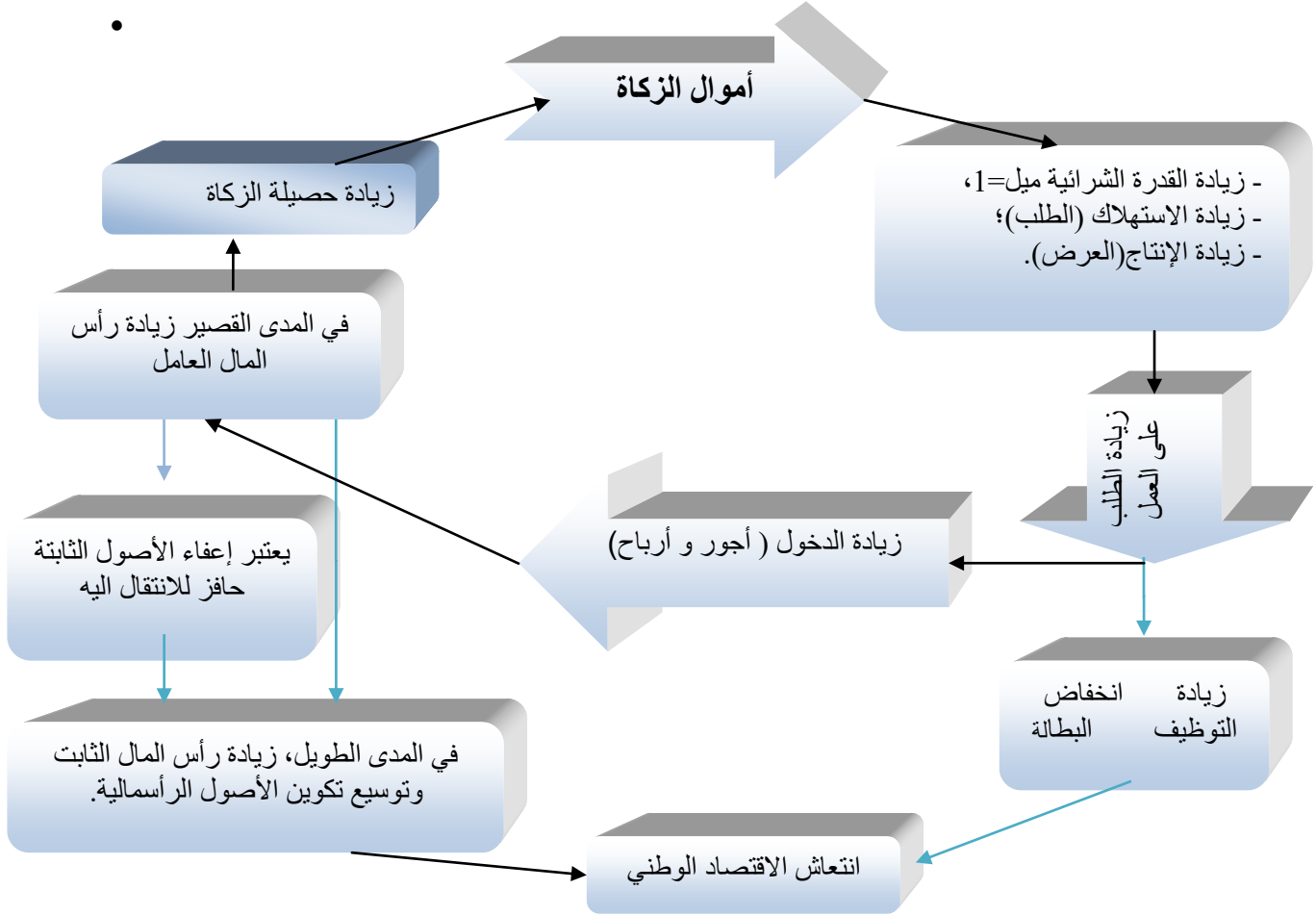
²طالب بن عمر بن حيدر الكثيري، " إستثمار أموال الزكاة"، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05، على الساعة: 23:22، على الرابط الإلكتروني:

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

- يسهم مصرف السبيل – بصفة خاصة – في توفير شبكات الطّرق والمواصلات، ولهذا أثر بعيد في تشجيع الإستثمارات¹.

بناء على ما سبق، يمكن تلخيص أثر الزّكاة على الإقتصاد الوطني من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (04): أثر الزكاة على الإقتصاد الوطني



المصدر: جبارة مراد، " إنعكاس إعادة توزيع الدخل عن طريق الزكاة على دالة الإستهلاك الكلية مع الإشارة إلى حالة الجزائر،" مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة حسيبية بن بوعلي، الشلف، 2009، ص ص: 140-141.

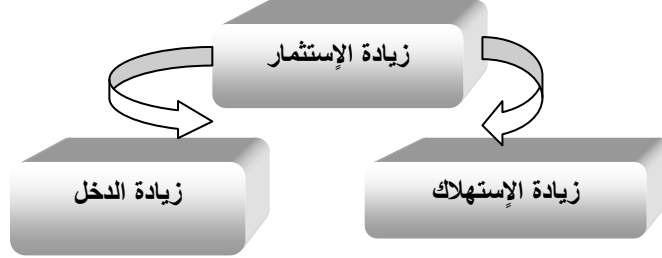
إنّ الهدف النهائي من النشاط الإقتصادي يتمثل في أنّ أي نظام إقتصادي وضعي كان أم إسلامي هو تحقيق أكبر زيادة في كمية الإستهلاك القومي لأفراد المجتمع²، ولتحقيق ذلك لا بد من تحقيق مفهوم التوظيف الكامل لجميع العناصر الإنتاجية والتي تتطلب زيادة إنتاج السلع الإستثمارية (الإنتاجية) التي

¹ عيساوي ليلي، " أثر الزكاة على تحفيز الإستثمار والحد من البطالة"، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، العدد: 19، 2018، ص ص: 144-145.
² جبارة مراد، " إنعكاس إعادة توزيع الدخل عن طريق الزكاة على دالة الإستهلاك الكلية مع الإشارة إلى حالة الجزائر،" مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الإقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة حسيبية بن بوعلي، الشلف، 2009، ص: 144.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

تساهم في زيادة إنتاج السلع الإستهلاكية، وبالتالي زيادة الفعل بصورة مضاعفة بفعل مضاعف الإستثمار¹، والعكس صحيح، أي هي عبارة عن دور المحرك الأساسي فيها عجلة الإستثمار.

شكل رقم (05): عجلة النشاط الإقتصادي



مما سبق يمكن تبيان الآثار الإقتصادية للزكاة على الإستهلاك والإستثمار في المعادلات الرياضية التالية:

أ. أثر الزكاة على الإستهلاك

لدينا دالة الإستهلاك قبل تطبيق الزكاة تكتب من خلال الشكل التالي:

$$\left. \begin{array}{l} y = \text{الناتج} \\ C_1 = by \dots \dots \dots (1) \\ 1 < b < 0 \end{array} \right\}$$

على إفتراض أنّ تفرض على الأموال المدخرة (S) نسبة (Z)، يمكن أن نحسب قيمة الزكاة (R) والتي وفقا لما سبق سيتم توجيهها للإستهلاك.

$$S = (1 - b) y \quad \text{لدينا دالة الإختيار التالية:}$$

$$R = Z \times S = Z \times (1 - b) y \dots \dots (2) \quad \text{بإدخال قيمة الزكاة:}^2$$

بتعويض المعادلة (2) × (1) نجد:

$$S_1 < 0 < S_1 < 0 \Rightarrow \text{أموال مدخرة أقل من النّصاب} : S_1$$

$$S_2 < \theta < S_2 < \theta \Rightarrow \text{أموال مدخرة أكبر من النّصاب} : S_2$$

$$S = S_1 + S_2$$

$$\Rightarrow S = jS + (1 - j) Sj \dots \dots \dots (3) \quad \text{حيث: قيمة النّصاب: } j$$

مغى للزكاة يخضع للزكاة

(J-1)S : مغى من الزكاة؛
JS : يخضع للزكاة.

¹ وهذا على إعتبار أن الإنسان يمثل هدف نهائي وأداة في نفس الوقت لكل عملية نمو أو تنمية تحصل في الإقتصاد القومي .
² عقبة عبد اللاوي، نور الدين جوادي، " الزكاة كاليه لتحقيق الإستقرار الإقتصادي"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد:12، 2011، ص: 533.

بتعويض المعادلة (3) × (2) نجد:

$$R = Z \times S = Z \times j(1 - b) y \dots\dots\dots(4)$$

وكلما اقترب معدل j من الواحد كلما زادت قيمة الزكاة على الأموال المدخرة¹.

وبما أن قيمة أموال الزكاة ستوجه للإستهلاك فإنه بتعويض المعادلة (4) × (1) نجد:

$$\left. \begin{aligned} C_1 &= by + R = by + Z \times j(1 - b) y \\ \Rightarrow C_2 &= by + Z \times j(1 - b) y \end{aligned} \right\} \begin{aligned} 0 < b < 1 \\ 0 < Z < 1 \end{aligned}$$

وبما أن:

$$C = C_2 - C_1 \Rightarrow \Delta Z \times j(1 - b) y < 0 \dots\dots\dots (5)$$

من المعادلة (5) نستنتج أن مستوى الإستهلاك بعد تطبيق الزكاة قد ارتفع.

ب. أثر الزكاة على الإستثمار

لدينا دالة الإستثمار قبل فرض الزكاة (Z) عليها بالشكل التالي:

$$I = I_0 - \mu r \left\{ \begin{aligned} &I_0 : \text{الإستثمار المتنقل} \\ &\mu : \text{معلمة الإستثمار (ثابت)} \\ &r : \text{عائد المشاركة} \end{aligned} \right.$$

بإدخال المتغير (Z) على المعادلة السابقة نجد:

$$I = I_0 - \mu(r - Z)$$

مع إفتراض أن:

$$r > j \quad I = I_0 - \mu(r - Z) / r > j \Rightarrow I = I_0 - \mu(r - Z) / r > j$$

$$I = I_0 \quad Z / r = j : \text{المشروع لم يحقق لا ربح ولا خسارة}$$

$$I = I_0 - \mu(r - Z) / r < j \Rightarrow I = I_0 - \mu r \quad \leftarrow \text{لا يخضع للزكاة (الربح أقل من النّصاب)}$$

عائد المشاركة : r

¹ عقبه عبد اللاوي، نور الدين جوادي، مرجع سابق، ص: 533.

ج. أثر الزكاة على المضاعف الإستثمار¹

يعتبر الإقتصادي البريطاني " كاهن " أول من أدخل فكرة المضاعف في النظرية الإقتصادية، حيث حاول دراسة العلاقة بين الزيادة في الإستثمار والزيادة في التشغيل الكلي، ومن خلال دراسته التطبيقية توصل إلى أن الزيادة في الإستثمار المبدئي تؤدي إلى زيادة مضاعفة في التشغيل الكلي وهو ما سماه بمضاعف الإستخدام، ثم إستكمل " كينز " هذه الدراسة من خلال محاولته لتوضيح أثر الإستثمار على الدّخل القومي، عن طريق ما يعرف بالإستهلاك المولد، وخلص أن زيادة الإستثمار يصاحبها إنفاقات متتالية على الإستهلاك، وتوصّل إلى صيغة المضاعف من خلال الإستعانة بالميل الحدّي للإستهلاك.

$$\left. \begin{array}{l} \text{قيمة المضاعف : } K \\ \text{الميل الحدّي للإستهلاك : } C \end{array} \right\} K = \frac{1}{1 - C}$$

غير أن فكرة المضاعف التي تركز على ما يعرف بالإستهلاك المولد ركزت على جانب الطلب دون العرض، وهو الجانب الذي لم يوضحه كينز في نظريته.

حيث أنّ زيادة الإستثمار سوف تولد زيادة في الدّخل، وبالتالي زيادة الإستثمار والطاقة الإنتاجية مرة أخرى، من خلال فكرة جديدة هي فكرة المعجل، والتي توضح نية التغير في الإنتاج على الإستثمار، حيث تؤديّ الزيادة الأولية في الإنفاق المؤدّية إلى الإنتاج القومي إلى إحداث زيادة في الإستثمار بنسبة أكبر. ويظهر ذلك في المعادلة التالية:

$$M = \frac{\text{الزيادة الكلية في الإنفاق المولد}}{\text{الزيادة الأولية في الإنفاق}} = \frac{\text{الإستثمار المولد}}{\text{الإنفاق الاستهلاكي}}$$

وعليه فإنّ أثر المعدل والمضاعف معا يظهر من خلال المعادلة التالية:²

$$MM = \frac{1}{1 - (C + I)}$$

وبالرجوع إلى الإقتصاد الإسلامي، وفقهه قال الباحث الإسلامي أوصاف أحمد في دراسته الموسومة بـ: " تحليل أثر الزكاة على المضاعف في الإقتصاد، إستعانة بالنظرية الكلية، وتوظيف

¹ محمد دمان ذبيح، " مؤسسة الزكاة ودورها الإقتصادي "، أطروحة مقدّمة لنيل درجة دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، تخصص إقتصاد إسلامي، كلية العلوم الإنسانية والإجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015، ص ص: 309-304.

² لفهم التدرج في النظريات المفسرة للمضاعف.

أنظر:

نبيلة يعقوب، " محاولة تقدير معادلة الإستثمار في الإقتصاد الجزائري على المستوى الكلي - دراسة نظرية قياسية (1970-2008)"، أطروحة مقدّمة ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2012. (ذكر الكلية).

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

الإقتصاد الرياضي بهدف إشتقاق ما أسماه مضاعف الإستثمار مع تطبيق نظام الزكاة الإسلامي عند تحليله لأثر الزكاة على المضاعف في الإقتصاد"¹.

ومضاعف الزكاة هو الذي يجعل الزكاة تؤثر في كل عناصر الدورات الإقتصادية (الإستهلاك، الإستثمار، الإنتاج، الطلب الفعلي، العمالة)، كما أنه العلاج الفعلي لظاهرة البطالة، والمناع لمرحلة الركود والكساد².

ويمكن صياغته بالمعادلة التالية:³

$$T = \frac{1}{(1-C)(1-Z)}$$

الميل الحدي للإستهلاك: K
نسبة حصيلة الزكاة من الدخل: C
مضاعف الإنفاق مع تطبيق نظام الزكاة: T

من المعادلة السابقة نلاحظ أنّ قيمة T في ظل إقتصاد إسلامي أكبر عند تطبيق نظام الزكاة. وعليه فإنّ تأثير سلوك الزكاة على الإستثمار والإستهلاك مرتبط بتأثيرها على سلوك الأفراد فيما يتعلق بتفضيلات الإحتفاظ بالنقد عاطلا، فالإحتفاظ بالنقود وإكتنازها يعرضها إلى الإهلاك بنسبة معدل الزكاة، وبالتالي فإنّ تكلفة الإحتفاظ بالنقود سائلة في النظام الإقتصادي يكون سالبا بمقدار الزكاة⁴، وبالتالي فإنّ فرض الزكاة على رؤوس الأموال السائلة المعطّلة فيه حتّى على الإستثمار بهدف الحصول على عائد منها أكبر من ما تأكله نسبة الزكاة منها⁵.

¹ عصام مجيد كاضم، "الزكاة و دورها الإنمائي"، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، السنة العاشرة، العدد الثالث، 2012، ص: 109 .

² محمد دمان ذبيح، مرجع سابق، ص: 311.

³ عصام مجيد كاضم، مرجع سابق، ص: 109-110.

⁴ عقبة عبد اللاوي، نوال بن عمارة، صالح ناجية، مداخلة بعنوان، " التمويل بالمشاركة وأثره على التوازن الآني في سوقي السلع والخدمات"، مؤتمر الشارقة الدولي الأول في التمويل الإسلامي، يومي: 06-05 نوفمبر 2014، مركز الشارقة الإسلامي للدراسات والبحوث المالية الإسلامية، جامعة الشارقة، ص: 09.

⁵ رحمة نابتي، "النظام الضريبي بين الفكر المالي المعاصر والفكر المالي الإسلامي- دراسة مقارنة"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات إكمال درجة الماجستير، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، قسم: علوم التسيير، 2014، ص: 90-91.

النموذج المقترح:

$$\left. \begin{array}{l} R = \text{متغيرات الدخل} \\ I = \text{متغيرات الإدخار} \\ C = \text{متغيرات الإستهلاك} \end{array} \right\} \dots (1) \quad R = I + C$$

من المعادلة (1) نجد: $C \Leftrightarrow$

$$\left. \begin{array}{l} C_1 = \text{مرفوض في الإقتصاد الإسلامي} : C_1 >> DC \Rightarrow C_1 \Leftrightarrow \text{تبذير} \\ C = C_1 + C_2 + C_3 \text{ حيث } C_2 = \text{تقتير} \Leftrightarrow C_1 << DC \Rightarrow C_1 : \text{مرفوض في الإقتصاد الإسلامي} \end{array} \right\}$$

من المعادلة (1) نجد: $I \Leftrightarrow$

$$\left. \begin{array}{l} I_1 = \text{مرفوض في الإقتصاد الإسلامي} : I_1 \Rightarrow \text{تأكل قيمة النقود} \Leftrightarrow \text{إكتناز} \\ I = I_1 + I_2 \text{ حيث } I_2 = \text{مقبول} \Rightarrow \text{تنمية المال} \Leftrightarrow \text{إستثمار} \end{array} \right\}$$

بإدخال مصطلح المعاوضات والتبرعات على متغير الإستثمار I_2 نجد:

$$I_2 = I_2^1 + I_2^2 + I_2^3 \text{ حيث } \left\{ \begin{array}{l} I_2^1 = \text{إقتصاد ربوي} \Leftrightarrow \text{قرض بفائدة} \\ I_2^2 = \text{صيف المعاوضة} \Leftrightarrow \text{إقتصاد المشاركة} \\ I_2^3 = \text{صيف التبرعات} \Leftrightarrow \text{القرض الحسن} \end{array} \right. \begin{array}{l} I_2^1 \Rightarrow \text{مرفوض في الإقتصاد الإسلامي} \\ I_2^2 : \text{مقبول} \\ I_2^3 : \text{مقبول} \end{array}$$

$$R = I_2^2 + I_2^3 + C_3 \quad \dots (2) \quad \text{ومنه:}$$

بإدخال المتغير (Z) على المعادلة الثانية، تحصل على:

$$ZR = Z(I_2^2 + I_2^3 + C_3) \text{ حيث: } Z$$

Z: نسبة ثابتة تختلف حسب طبيعة المال المستحق للزكاة.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

$$ZR = ZI_2^2 + ZI_2^3 + ZC_3 \Rightarrow \left\{ \begin{array}{l} ZC_3 = 0 \\ ZI_2^2 = Z \text{ (صيغ التمويل الإسلامي)} \end{array} \right. \begin{array}{l} \nearrow \text{الربح أكبر أو يساوي النصاب} \Rightarrow ZI_2^2 = T \\ \searrow \text{الربح أقل أو يساوي النصاب} \Rightarrow ZI_2^2 = 0 \end{array}$$

$$ZI_2^3 = Z \text{ (القرض الحسن)} \Leftrightarrow \left\{ \begin{array}{l} ZI_2^3 \text{ قرض حسن لا يهدف للإستثمار} \Rightarrow ZI_2^2 = 0 \\ ZI_2^3 \text{ قرض حسن يخلق إستثمار ربح} \Rightarrow ZI_2^2 = T \\ ZI_2^3 \text{ قرض حسن} \Rightarrow ZI_2^2 = C \end{array} \right.$$

ومنه قيمة محصلة الزكاة: T حيث $ZR = ZI_2^2 + ZI_2^3 = T$ وعليه بعد الحصول على مبلغ الزكاة يتم تقسيمه حسب الحاجة إلى:

$$T = TI_2^2 + TI_2^3 \Leftrightarrow \left\{ \begin{array}{l} TI_2^2 = \left. \begin{array}{l} T_1 I_2^2 = \text{تبرع} \\ T_2 I_2^2 = \text{زكاة المال} \\ T_3 I_2^2 = \text{زكاة الثمار} \end{array} \right\} T \begin{array}{l} \nearrow \text{التوزيع حسب الحاجة} \\ \Leftrightarrow \\ \searrow \text{إعادة إستثمار عن طريق القرض الحسن} \end{array} \\ TI_2^3 = \text{الإستثمار بالقرض الحسن} \end{array} \right.$$

مما سبق وبتوظيف الإشتقاق الرياضي مع تطبيق نظام الزكاة في إقتصاد إسلامي بهدف تحديد أثر الزكاة، نخلص على ما تم تسميته مضاعف الإستثمار من خلال المعادلة التالية:

$$Z = \frac{1}{(1-C)(1-Z)} \left\{ \begin{array}{l} \text{الميل الحدي للإستهلاك : } C \\ \text{نسبة حصيلة الزكاة من الدّخل : } Z \end{array} \right.$$

مضاعف الإنفاق مع تطبيق نظام الزكاة:

من المعادلة السابقة نلاحظ أن قيمة T في ظل إقتصاد إسلامي أكبر عند تطبيق نظام الزكاة.

المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية في الإسلام

تسعى الدراسة في هذا المبحث إلى تقديم رؤية فقهية إقتصادية للأسواق المالية في الإقتصاد الإسلامي، لذلك فالدراسة تقدم الجديد على الصعيد الفقهي الإقتصادي فيما يتعلق بالمستجد بالأسواق المالية في إطارها الإسلامي حسب قرارات المجمعات الفقهية.

بداية يجب الإشارة إلى أن الموضوعات الفقهية المتطرق إليها في هذا الإطار الكلي، كتبت فيها دراسات كثيرة من قبل كبار الباحثين والمختصين في مجال الفقه والإقتصاد، لذلك فلن أدخل في دراسات فقهية، وإنما الأخذ ما يمكن القول عنه أنه متفق عليه فقها.

وقد باتت أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الوقت الراهن تؤدي دورا هاما في النظم الإقتصادية الحديثة وفي أكبر إقتصاديات العالم خاصة مع الفائض في السيولة الذي عرفته الدول الإسلامية جراء الطفرة النفطية الأخيرة، وانتشار الوعي الإستثماري الذي يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

فقد أصبحت هذه الفوائض التي تستقطبها تعتمد على تمويل نشاط القطاع الإقتصادي الخاص والعام على حد سواء، وتطوير وتنويع القاعدة الإنتاجية بشكل يكفل تحقيق النمو المتواصل للإقتصاد، إضافة للمساهمة في جذب الإستثمار الأجنبي الذي يبحث عن البيئة النقية.

وعليه فقد تم تناول المبحث في ثلاثة مطالب وفق الترتيب التالي:

- المقومات الشرعية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- الضوابط والرقابة الشرعية على سوق الأوراق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: المقومات الشرعية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية المعاصرة من بين الموضوعات الإقتصادية الحديثة في تاريخ الإقتصاد، وسوق الأوراق المالية الإسلامية على غرار السوق المعاصرة، فهي كذلك من الموضوعات الجديدة، حيث ظهرت البوادر الأولى لإنشائها أو تكوينها في القرن العشرين، لذلك لم يعرف الإقتصاد الإسلامي هذا النوع من الأسواق في بداية الإسلام، إلا في ما يخص عملية التصكيك وبعض الأدوات المالية المستحدثة في الإقتصاد المتأصلة في الفقه.

ومنه جاء دور الاجتهاد المعاصر والتقصي بخصوص هذه السوق¹.

أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية

سيتم التعرض إلى مفهوم، خصائص، ضوابط الأسواق المالية الإسلامية.

1. تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية

يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراد ومؤسسات وقطاعاته، كما يطلق بمعناه الضيق على سوق (البورصة) الأوراق المالية².

وتعرّف سوق الأوراق المالية في الإقتصاد الوضعي على أنّها: " سوق تداول الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات المدخرة إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية متوسطة وطويلة الأجل"³، وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة بشكل يسهم في تسيير الخطر⁴، وفقاً لقواعد خاصة بكل سوق⁵.

وتعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التغييرات التي تحدث في الإقتصاد ككل، حيث توضح حجم الأموال السائلة، وأهميتها، وكذا الأسعار التوازنية والتي تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، والتي تعكس مستوى الأسعار العام الذي يمكن من خلاله التعرف على العائد على المبالغ المستثمرة، كما تعكس أيضاً الرغبة في زيادة الإنتاج من عدمه السائد بين المنتجين⁶.

أما تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية فيمكن تعريفها من خلال:

¹ مفتاح صالح قط سليم، " المشتقات المالية الإسلامية كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية "، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات اقتصادية، المجلد: 20، رقم: 01، جامعة زيان عاشور، الجلفة، ص: 159.

² كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية إسلامية "، طبعة تمهيدية، جامعة اليرموك، إربد، دون سنة نشر، ص: 03. على الموقع الإلكتروني: <https://kamalhatab.info/blog/wp-content/uploads/2008/03/sook.pdf>

³ محمد عبده، محمد مصطفى، " تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة "، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 02.

⁴ برايان كوبل، " نظرة عامة على الأسواق المالية "، مصر، دار الفاروق، 2006، ص: 07.

⁵ محفوظ جبار، " أسواق الأوراق المالية "، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 88.

⁶ شريف عبد الحميد حسن، " سوق المال في مصر والأدوات المالية الإسلامية، " سلسلة وعي إقتصادي إسلامي، رقم: 15، المصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية، القاهرة، 1998، ص: 11.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

- أسواق لتبادل الثروات المالية التي تربط قيمتها بحركة الأموال في المستقبل، وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية التي تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة¹؛
 - جهاز إداري أسس بهدف تطوير وتنمية وتوجيه السوق المالية الإسلامية الدولية وإعتماد الأدوات المالية المتداولة، والترويج لها في المحافل الدولية²؛
 - سوق منظمة تتداول فيها الأوراق المالية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية، يتعامل فيها الراغبون في الإستثمار، بوسائل وأدوات مالية مشروعة³.
- وعليه فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية هي سوق الأوراق المالية الوضعية مع إضافة ضوابط الشريعة الإسلامية من حيث:
- حركة وإنتقال الأموال من وإلى أصحاب الفائض والعجز المالي؛
 - سوق منظمة أولية وثانوية يتم خلالها بيع وشراء الأوراق المالية والصكوك الإسلامية وفق تعاليم ومبادئ الشريعة الإسلامية؛
 - فضاء حلال نقي، يجذب المستثمرين الذين يرغبون في الإستثمار الحلال وفق مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛
 - هدف من خلال تطوير وإستحداث أدوات مالية إسلامية إلى تنمية وتطوير الإقتصاد الكلي والمحلي والسوق المالي الإسلامي الدولي، من خلال إعطاء فرصة للمستثمر المسلم، وفتح نوافذ للإستثمار الأجنبي المباشر؛
 - خلو كل المعاملات والعمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية الإسلامية من كل أنواع المخالفات الشرعية؛
 - كل عمليات الإستثمار التي تتم فيها هي إستثمار حقيقي وليس إستثمار وهمي.
- وجاء إنشاء أسواق الأوراق المالية الإسلامية بعدما أبدت تجربة البنوك الإسلامية كمثال عن المؤسسات المالية المتوافق مع الشريعة الإسلامية صمودا وتواصلًا، فظهرت بعض الأصوات خلال الثمانينات تنادي بضرورة إنشاء سوق إسلامية للأوراق المالية وتنمية إقتصاد البلدان الإسلامية وأنه ليس من اللائق الإستثمار في ابتكار أدوات مالية إسلامية وتداولها في الأسواق المالية التقليدية.

¹ قط سليم، مرجع سابق، ص: 130.

² هشام حنظل عبد الباقي، " النقود والنظام والنقدي التقليدي وإمكانية الإصلاح النقدي "، مجلد جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، مجلد: 30، العدد: 30، جامعة الملك عبد العزيز مركز النشر العلمي، 2017، جامعة جدة، السعودية، ص: 233 - 234.

³ جيهان الطاهر محمد عبد الحليم، " تنظيم السوق المالية في الشريعة الإسلامي "، مجلة بحوث العلوم الإسلامية، المجلد الثاني، العدد: 03، 2018، ص: 230.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

وعليه عكفت عدة جهات على إستنباط مختلف الأحكام الفقهية المتعلقة بسوق الأوراق المالية تتمثل في: المجامع الفقهية، الهيئات للمؤسسات المالية الإسلامية، والعلماء الذين تناولوا هذا الأمر بناءً على أسئلة تطرح عليهم من قبل الجمهور¹.

2. خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية

لسوق الأوراق المالية خصائص تميزها عن نظيرتها التقليدية تتمثل في:

- سوق الأوراق المالية الإسلامية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى لكون التعامل والدخول إليها يتطلب التحلي بالقيم الأخلاقية المستمدة من القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة؛
- تتعدى كينونة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى توفر سوق ثانوية تكمل السوق الأولية، لخلق ديناميكية للتعامل تتكفل بتطويرها ضمن مبادئ وأسس الشريعة الإسلامية؛
- يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس قانون العرض والطلب، وفق متطلبات المنافسة التامة ومبادئ الشريعة بعيداً عن أي شكل من أشكال الإحتكار والمضاربة النجش والغرر، وكل ما من شأنه أن يرد تحت طائلة الممارسات والبيوع المحرمة؛
- سوق الأوراق المالية الإسلامية تقوم على مبدأ العدالة السوقية التي تنطلق من مفهوم المساواة بين المتعاملين من حيث الفرص الإستثمارية والقدرة على تحقيق الربحية².
- التداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية خاصة الثانوية منها، يتم من خلال وسطاء يتمتعون بالعلم والخبرة في الشؤون المالية من جهة، والخبرة في الفقه الإقتصادي من جهة أخرى؛
- سوق الأوراق المالية الإسلامية تتميز أيضاً بالمرونة وإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الإتصالات³.
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية يتطلب توفير المعلومات اللازمة الصادقة لإتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة، يقول الله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ)⁴.
- يقوم التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية على مبدأ الأمانة، الذي لا ينفصل عن القيم الأخلاقية التي يجب أن تتوفر في المعاملات المالية، يقول الله تعالى: (إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تَوَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا وَإِذَا حَكَمْتُمْ بَيْنَ النَّاسِ أَنْ تَحْكُمُوا بِالْعَدْلِ)⁵.
- سوق الأوراق المالية الإسلامية تتوفر على قدر كافي من الأمن والأمان، والذي يقصد بهما توفير الحماية اللازمة للمستثمرين من كل مظاهر الضرر، وحماية السوق من كل الممارسات غير

¹ أبو حيزر رقية، " دور أسهم البنوك الإسلامية في تنشيط أسواق الأوراق المالية، حالة دول منطقة الخليج"، مجلة أوراق إقتصادية، العدد: 01، 2017، ص: 103-104.

² جويدان الجمل، " الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص: 41-56. (بتصرف).

³ عصام أبو النصر، " أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، مصر، 2006، ص: 12.

⁴ سورة التوبة، الآية رقم: 119.

⁵ سورة النساء، الآية رقم: 58.

الأخلاقية كالغش النجش¹، وكل صيغ أكل أموال الناس بالباطل، والمعاملات الربوية والخبائث بكل صورها² يقول رسول الله ﷺ (من غشنا فليس منا)³، ويقول أيضا: (ثلاثة لا يكلمهم الله يوم القيامة، ولا ينظر إليهم ولا يزكيهم ولهم عذاب أليم، المنان، والمسبل إزاره، والمنفق سلعته بالحلف الكاذب)⁴.

- أدوات الملكية تشكل السمة البارزة للأدوات المالية المتداولة فيها⁵.
- سوق الأوراق المالية في الإقتصاد الإسلامي لا تظهر فيه السندات، حيث هي ديون تتأسس على نظام الفائدة، وإنما تظهر في هذه السوق أوراق مالية قائمة على المشاركة مثل: الأسهم والأصل فيها أن تكون أوراق مالية طويلة الأجل⁶.

3- أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية

لا تختلف سوق الأوراق المالية الإسلامية عن السوق التقليدية من حيث الجهة المصدرة ويمكن التمييز بينهما على أساس طبيعة العمل أو طبيعة العمليات المبنية وفق ضوابط شرعية لا تتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتتكون من:

3-1 السوق الفورية "الحاضرة"

أ- السوق الأولية: يمكن تعريف السوق الأولية بأنها "السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى إستثمارات لم تكن موجودة من قبل" وهي السوق التي تنشأ فيها الإصدارات الجديدة عن طريق:

- الإكتتاب العام لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، أو من قبل شركات قائمة بالفعل، بغرض زيادة مواردها المالية؛
- الإكتتاب المغلق الذي يمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب المغلق.

ب- السوق الثانوية: وتسمى أيضا سوق التداول، وهي السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، وذلك مما جعل البعض يطلق عليها تسمية صفقات اليد الثانية، فهي تتيح إمكانية تسهيل الأوراق المالية النقية والحلال التي تعتبر بمثابة أصول متوسطة وطويلة الأجل، والمتدخل

¹ تقي الدين ابن تيمية، "مجموع فتاوى ابن تيمية"، الجزء: 29، مجمع الملك فهد، السعودية، 1995، ص: 320.
² حسن حسين شحاتة، "أحكام المعاملات في سوق الأوراق المالية - حكم التعامل في البورصة"، خبير إستشاري في المعاملات المالية الشرعية، مكتبة القانون، تاريخ الإطلاع: 2020/03/19 على الموقع الإلكتروني:

<http://download-policies-laws.pdf.ebooks.com>

³ تقي الدين ابن تيمية، مرجع سابق، ص: 390.

⁴ يحي بن شرف النووي، "المجموع شرح المذهب"، مطبعة المنيرية، مصر، دون سنة نشر، ص: 239.
⁵ مرعي علي ضو، أبو بكر نصر عبد السلام معمر شنولة، "أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية - سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أنموذجا"، مجلة العلوم الإقتصادية والسياسية، العدد: 05، كلية الإقتصاد والتجارة، الجامعة الأسمرية الإسلامية 2015، ص: 71.

⁶ رفعت السيد العويضي، "الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر والإقتصاد الإسلامي"، رابطة العالم الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي خلال 25-29، موسوعة الإقتصاد والتمويل الإسلامي، مكة المكرمة، 2010.

فيها يمكن أن يحقق عوائد خاصة منها الناتجة عن فوارق الأسعار شراء وبيع الأوراق المالية بشكل يكفل الإستمرارية والحركية.

ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:

* **السوق المنظمة:** وتعرف أيضا هذه السوق بالبورصة، وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة، وفقا لقوانين والجهات الرقابية، والتي يفترض أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتتم عملية التداول فيها من خلال نظام المساومة في مكان مخصص لذلك يسمى المقصورة، والهدف من تنظيمها وفق المبادئ الإسلامية هو حماية المدخرين الذين يرغبون في الإستثمار في الأوراق المالية النقية الحلال¹.

2- **السوق غير المنتظمة:** يقصد بها تلك الأسواق التي يكون لها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية فيه²، ويطلق عليها السوق الموازية أو سوق التراضي، فهذه السوق ليس لها نظام رسمي معتمد من جهة رسمية يحكم التعامل فيها، غير التقيد بالوازع الديني والأخلاقي³، وتشمل السوق غير المنظمة أسواق فرعية، أهمها:⁴

2-1 **السوق الثانية:** وجاءت التسمية إبتداء من السوق الثاني، بإعتبار أن السوق الأول هي السوق المنظمة، وتضم الوسطاء والسامسة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة، وهذا وفق مبادئ الشريعة الإسلامية حول عمليات وأحكام البيع والشراء والسامسة؛

2-3 **السوق الثالثة:** ويتكون من الوسطاء والسامسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق، ولهم الحق في شراء وبيع الأوراق المالية دون الإضرار بمصلحة المستثمرين الآخرين، وإلاّ تمّ الوقوع في طائفة الإحتكار، ويتميّز هذا السوق بفرصة التفاوض حول العمولة للوصول بها إلى الحد الأدنى بإعتبارهم غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، كما أنّهم غير ملزمين بدفع رسوم عضوية للسوق؛

2-4 **السوق الرابعة:** وهي السوق التي يتم التعامل فيها بين المؤسسات الكبرى مباشرة دون وساطة، بغرض تخفيض نفقات الصفقات الكبرى من رسوم وعمولات، وفي العادة تتم الصفقات في هذه السوق بطريقة أسرع وبأسعار مرضية للطرفين، كما تتم العملية بواسطة وسيط بعمولة زهيدة أو يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدمات لهم.

¹ جيمس بي، أكرباو، ترجمة ليلي زيدان، " الإكتتاب : دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للإكتتاب العام "، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999، ص: 427 – 428.

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، " أسواق المال "، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017، ص: 37.

³ جيمس بي، مرجع سابق، ص: 428.

⁴ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص: 37 – 38، (بتصرف).

2.3- السوق الآجلة

هي السوق التي توفر على فاصل زمني بين تاريخ إبرام عقد صفقة شراء أو بيع الأوراق المالية وتسليمها، ففي هذه السوق يتم عقد العمليات مباشرة، ولكن تؤجل فيها تسليم الأوراق المالية لموعد لاحق، لذلك فهذه السوق حتى تتوافق مع مبدأ الشرعية الإسلامية يستلزم الأمر: التمليك والتملك للأوراق محل التعاقد فيها،

عملا بقوله ﷺ: (من ابتاع طعاما فلا يبيعه حتى يقبضه) -التسديد الحالي-، كما أن هذه السوق لا بد أن يبتعد التعامل فيها عن التعقيد والضبابية وعدم الوضوح.

وتنقسم السوق الآجلة إلى سوقين فرعيين تختلفان باختلاف العقود المبرمة فيها والتي لا بدّ من الحرص على أن تتوافق مع مبادئ الشّرع، يلجأ إليها المستثمرون للتغطية من مخاطر تغير أسعار الأصول¹.

- أسواق العقود المستقبلية

وهي أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بعقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة²، وتعطي العقود المستقبلية الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل حالي بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، مع تسديد الثمن حالا، كما أن المشتري لا يتصرف في الأوراق حتى إستلامها.

- أسواق حق الاختيار: وهي السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية بشكل يؤجل فيه التسليم لوقت لاحق مع إعطاء البائع أو المشتري حق التروي والتحري عند إختيار إتمام البيع أو الشراء من عدمه.

المطلب الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية

تؤدي أسواق الأوراق المالية الإسلامية في عالمنا المعاصر دورا هاما في عملية التنمية من خلال:

- تلبية إحتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية شرط أن تكون جميع محتويات هذه السوق ومعاملاتها تنسجم مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية؛
- التخلص من التبعية المالية والإقتصادية وتوفير التمويل اللاربوي؛
- إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج؛
- تحقيق مبدأ العدالة في توزيع الدخل عن طريق الإعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛
- توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية؛

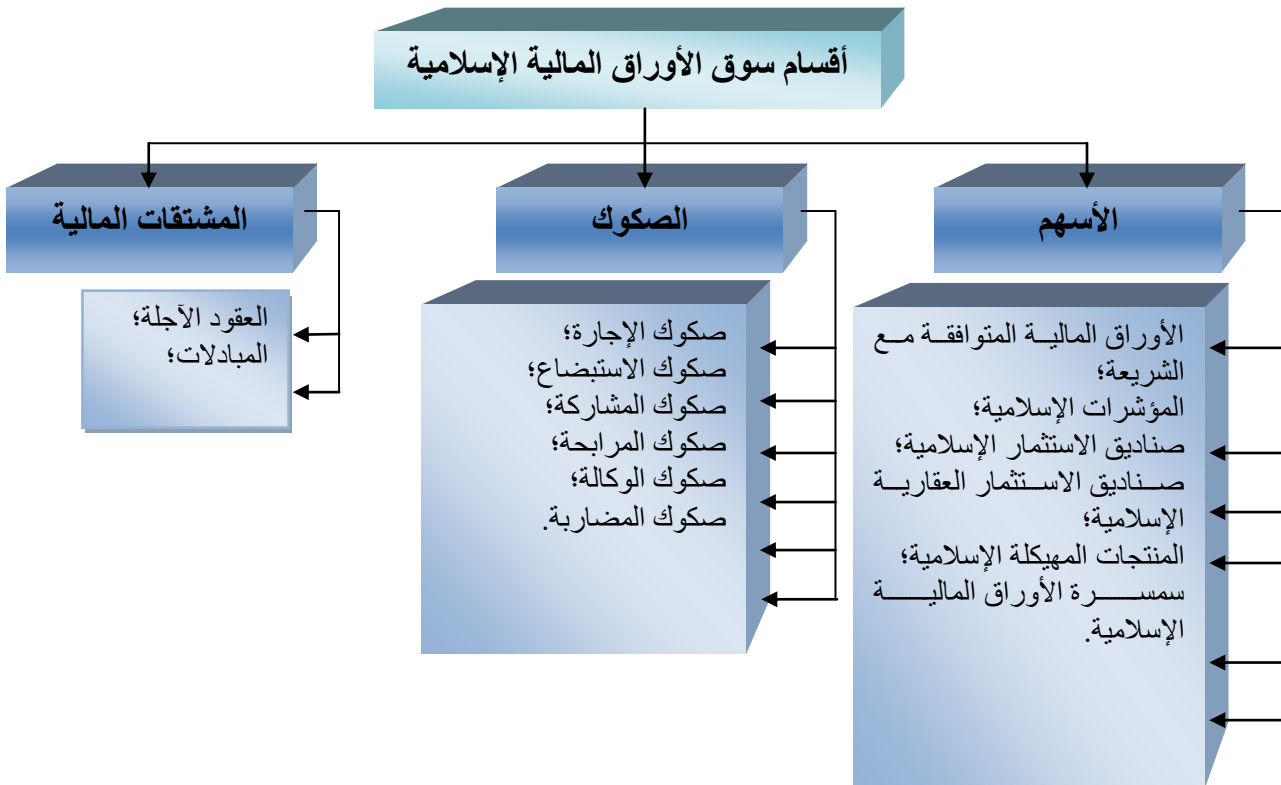
¹ زهرة خضر عباس العبيدي، " سوق الأوراق المالية ودورها في تفعيل الإستثمارات "، مجلة الكوت للعلوم الإقتصادية والإدارية، جامعة واسط، العدد: 28، 2018، ص: 05.

² محمد غزال، " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية -"، مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاديات الأعمال والتجارة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013، ص: 22.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

- تعتبر رافداً من روافد التكامل الإقتصادي بين الدول الإسلامية من خلال السماح للإستثمارات الكبيرة الحجم أن تنساب وتنتقل إلى البلدان الإسلامية ذات الحاجة لمثل هذه المشاريع الضخمة، مما يساعد في تسريع النمو الإقتصادي في هذه البلدان¹.
 - تساهم في تقليل مخاطر الإستثمار المالي وتوفير السيولة للمستثمرين من خلال إيجاد أدوات مالية تتميز بالربحية والتداول والمرونة في التعامل وفق مبادئ الشريعة².
- ولمزيد من التفصيل، سيتم الإشارة إلى أهم مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامية، وأهم الأدوات المتداولة فيها.

شكل رقم (06): أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية



المصدر: Dalia Mamouni, An Introduction to Islamic Capital Markets on, 18-05-2020, at 11:14, March 2017, p:05, Website: redmonetevents.com/assets/oman.

المطلب الثالث: الضوابط والرقابة الشرعية على سوق الأوراق المالية الإسلامية

في هذا المطلب سيتم التطرق إلى أهم الضوابط الشرعية التي يجب أن تتوفر في سوق الأوراق المالية الإسلامية، لتجنب الوقوع في معاملات الشبهة قبل المحرمة منها، وأيضا التعرض إلى سبل الرقابة القانونية والشرعية على الأدوات المالية المتداولة فيها من خلال مراقبة الإصدار ثم التداول.

¹ شافية كفاف، " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية "، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2014، ص: 22 - 25.

² عبد البارئ مشعل، عثمان محمد منير، " أهمية الأسواق المالية الإسلامية "، الإمتثال شهادة الخبير في الأسواق المالية الإسلامية، تونس، ص: 01.

أولاً: الضوابط الشرعية لأسواق الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بالضوابط الشرعية لمعاملات أسواق الأوراق المالية، تلك الأحكام والقواعد والأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية والتي تحكم المعاملات المالية في هذه السوق وغيرها من الأسواق.

ويقصد بمصادر الشرعية الإسلامية، القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة ورأي جمهور الفقهاء¹، وإجتهدهم في المسائل الحديثة في العصر²، وهذه الضوابط من شأنها العمل على حفظ المعاملات المالية من الانحراف، وتصلحها من الخلل الذي قد يلحق بها.

ويعتبر دراسة وفهم الضوابط الشرعية للمعاملات في سوق الأوراق المالية، ضرورة شرعية وواجب على كل مسلم ومسلمة يعمل في هذا المجال، بإعتبار أن ما لا يتم الواجب إلا به فهو واجب، وقد ثبت أن عمر بن الخطاب رضي الله عنه كان يسير في الأسواق ويسأل التجار عن الربا وكيف يدخل على سلعته، وكيف يتقيه فإن أجابه أبقاه، وإلا أخرج من السوق، قائلاً: " لا يبيع في سوقنا من لا يفقه، وإلا أكل الربا".

والإخراج بلغة العصر يعني سحب السجل التجاري والبطاقة الضريبية وسجل المصدرين وسجل المستوردين، وهذا يعني إنهاء الحياة الاقتصادية للمؤسسة³.
ومن أهم هذه الضوابط ما يلي:

1. الأصل في المعاملات الإباحة، إلا ما جاء نصّ صحيح الثبوت، صريح الدلالة، يمنعه ويحرمه، فيوقف عنه⁴، يقول الله تعالى: (وَمَا لَكُمْ أَلَّا تَأْكُلُوا مِمَّا ذُكِرَ اسْمُ اللَّهِ عَلَيْهِ وَقَدْ فَصَّلَ لَكُمْ مَا حَرَّمَ عَلَيْكُمْ إِلَّا مَا اضْطُرِرْتُمْ إِلَيْهِ وَإِنَّ كَثِيرًا لَيُضِلُّونَ بِأَهْوَائِهِمْ بَغَيْرِ عِلْمٍ إِنَّ رَبَّكَ هُوَ أَعْلَمُ بِالْمُعْتَدِينَ)⁵؛
2. تحريم التعامل بالربا، الغرر والشروط التي توول إلى أحدهما أو كليهما⁶؛
3. عدم تحريم ما أحلّ الله وإحلال ما حرّمه من معاملات مالية، يقول ﷺ: (إن الله فرض فرائض فلا تضيعوها، وحدّ حدودا فلا تعتدوها، وسكت عن أشياء رحمة لكم غير نسيان، فلا تبحثوا عنها)⁷؛
4. توحيد وترشيد الإستثمارات نحو المشروعات الضرورية، وتجنب توجيه الأموال نحو الإسراف والتبذير. مما يضفي إلى تحقيق قيمة مضاعفة في الإقتصاد⁸؛

¹ عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 11.

² قط سليم، مرجع سابق، ص: 135.

³ عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 11.

⁴ يوسف القرضاوي، القواعد الحاكمة لفقه المعاملات، " المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، الدورة التاسعة عشر"، 2009، ص: 5.

⁵ سورة الأنعام، آية رقم: 119.

⁶ علي بن عباس الحكمي، " البيوع المنهي عنها في الشريعة الإسلامية وأثر النهي فيها من حيث الحرمة والبطان "، جامعة أم القرى، 1990، ص: 29.

⁷ ابن رجب الحملي، " جامع العلوم والحكم "، الجزء الثاني، مؤسسة الرسالة، بيروت، 2001، ص: 150.

⁸ مشري فريد، عتروس صبرينة، " السوق المالية الإسلامية " - المفهوم والأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد الحادي عشر، ص: 92.

5. التعامل وفق النية الحسنة لأنها تنقل المعاملات المالية من دائرة الخبث إلى دائرة الطاعة، حتى لا يحبط العمل الذي قد يكون ظاهرة العبادة وباطنه غير ذلك¹؛
6. التوثيق وإثبات العقود لحفظ الحقوق، لقوله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا)²؛
7. عدم الفصل بين القيم الأخلاقية والمعاملات المالية في المنهج الإسلامي، والتي تتمثل أساسا في: الأمانة، الصدق، عدم العش، تجنّب مظاهر الاحتكار، والتحلّي بأخلاق التسامح والسماحة³، يقول رسول ﷺ (رحم الله عبداً سمحا إذا اشترى، سمحا إذا قضى، سمحا إذا اقتضى)⁴؛
8. تحريم الضرر والإكراه في المعاملة المالية سواء بالنسبة للبائع أو المشتري، عن أبي سعيد الخدري رضي الله عنه أنّ رسول الله ﷺ قال: (لا ضرر ولا ضرار من ضرار فقد ضرار الله، ومن شاق الله)⁵.
مما سبق، وتتوفر هذه الضوابط الشرعية واحترامها في التعامل بالعمليات المالية بسوق الأوراق المالية، ستحقق هذه الأخيرة تنمية إقتصادية فعالة على جميع الأصعدة المحلية منها، وتتعداه في مناقشة الأسواق الأوراق المالية في نظيرتها التقليدية.

ثانيا: الرقابة الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

1. ماهية الرقابة الشرعية

- عرفت الرقابة الشرعية على أنها التّأكد من مدى مطابقة أعمال المؤسسة المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى، وتتمثل في وجود هيئة للرقابة الشرعية تتكون من عدد من علماء الشريعة والقانون والإقتصاد للتأكد من تطابق جميع الأعمال مع أحكام الشريعة الإسلامية، يقول الله تعالى: (وَلَتَكُنْ مِنْكُمْ أُمَّةٌ يَدْعُونَ إِلَى الْخَيْرِ وَيَأْمُرُونَ بِالْمَعْرُوفِ وَيَنْهَوْنَ عَنِ الْمُنْكَرِ وَأُولَئِكَ هُمُ الْمُفْلِحُونَ)⁶.
- وعرّفت في معيار الضبط للمؤسسات المالية الإسلامية رقم: 03 المقدم من طرف هيئة الأيوبي سنة 2015 بأنها: " عبارة عن فحص مدى التزام المؤسسة بالشريعة في جميع أنشطتها ويشمل، فحص العقود، الإتفاقيات، السياسات، المنتجات، والمعاملات، وعقود التأسيس والنّظم الأساسية والقوائم المالية والتقارير الخاصة، وتقارير المراجعة الداخلية...، وذلك باستخدام الوسائل والأساليب الملائمة

¹ عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص: 16.

² سورة البقرة، آية رقم: 282.

³ جابر بن عبد الله، " صحيح الجامع"، الألباني وأخرجه البخاري، ص: 3495.

⁴ علي بن سلطان محمد القاري، " مرقاة المفاتيح شرح مشكاة المصابيح"، دار الفكر، دمشق، 2002، ص: 1908.

⁵ عبد الحي أبرو، " دراسة فقهية تطبيقية لقاعدة لا ضرر ولا ضرار"، جريدة القلم، 2013، ص: 395.

⁶ هودة سلطان فتوري، عبد الرحمن نعجة العيفي، " واقع التدقيق الشرعي للمعاملات المصرفية الإسلامية - حالة البنوك الإسلامية العاملة بمدينة سيدي بلعباس- الجزائر"، Journal of Global Business and social Entrepreneur ship, vol : 4. N° : 4, 2018, page : 37 – 38.

المشروعة مع بيان المخالفات والأخطاء وتصويبها ووضع البدائل المشروعة لها وتقديم التقارير إلى الجهات المعنية¹.

والمراقبة بهذا المعنى نوع من الحسبة على الأسواق التي تحدت عنها علماء الشريعة، وأفردوا لها المؤلفات، ونظرا لأهمية الحسبة والمراقبة على الأسواق، وما يترتب على ذلك من إشاعة التعامل بالمعاملات الشرعية الصحيحة، فقد بأشرها النبي عليه ، فعن أبي هريرة رضي الله عنه أن رسول الله ﷺ مرّ على صبرة طعام، فأدخل يده فيها، فنالت أصابعه بلالا، فقال: " ما هذا يا صاحب الطّعام، قال: أصابته السّماء يا رسول الله "، قال: ﷺ " أفلا جعلته فوق الطّعام كي يراه النّاس، من غشّ فليس منّا "².

2. جوانب الرّقابة الشرعية على أسواق الأوراق المالية

إنّ الرّقابة الشرعية على سوق الأوراق المالية الإسلامية تكون في جانبين:

الجانب الأول: مراقبة إصدار الأدوات المالية

سيتم أولا التعريف بأعضاء هيئة الرّقابة الشرعية وأهم الصلاحيات المخولة لها في إطار مبادئ الشريعة الإسلامية.

1.2- أعضاء هيئة الرّقابة الشرعية

قبل التّطرق إلى كيفية تعيين هيئة الرّقابة الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، لا بد من ذكر أهم هيئات الرّقابة الشرعية الموجودة على مستوى أسواق المال الإسلامية في الدول الإسلامية، ومن هذه المؤسسات نذكر:

1. هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية؛

2. مجلس الخدمات المالية الإسلامية؛

3. الوكالة الدولية للتصنيف والمجلس العالم للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية؛

4. مركز التحكم الدولي للمؤسسات المالية الإسلامية في دبي³؛

وإذا أرادوا إنشاء هيئة إشراف وإدارة السوق المالي الإسلامي، فلا بأس أن يستعينوا بقوانين المنظمة والمنشأة لسوق ماليزيا والبحرين وأن يستفيدوا من التجارب القائمة⁴.

1. السوق المالية الإسلامية الدولية؛

2. مركز إدارة السيولة؛

3. المنظمة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية؛

¹ سورة آل عمران، آية رقم: 104.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة "، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 92 – 95.

³ قط سليم، مرجع سابق، ص: 140.

⁴ رماح للبحوث والدراسات، " مراقبة إصدار الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية " العدد: 26، دورة جوان 2018، الأردن، ص: 157، على الموقع الإلكتروني التالي: <https://books.google.dz/intl/ft/googlebooks/about.htm>

4. الوكالة الدولية الإسلامية للتقسيط¹.

أما أعضاء هيئة الرقابة الشرعية، يتم تعيينهم عادة من طرف الجمعية العمومية أو مجلس إدارة السوق الإسلامية، كما يحدد القانون المنظم للسوق أعضاء هذه الهيئة وصفاتهم وإختصاصاتهم، وكذلك طرق عملهم من حيث الاجتماعات وطرق التصويت على القرارات².

2.2- صلاحيات هيئة الرقابة الشرعية:

يمكن تلخيص أهم الوظائف المنوطة بهيئة الرقابة الشرعية في المجالات الآتية:

- إصدار للفتاوى الخاصة بأنشطة الشركة؛
- مراقبة أعمال الشركة للتأكد من مطابقتها للفتاوى الصادرة عن هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بالشركة؛
- إجازة المنتجات المالية المتمشية مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- إجازة كل الأدوات المالية وأنواع العمليات والإتفاقيات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- الرد على إستفسارات المشترين والسامسة الشرعية؛
- الحرص على تدقيق كل العمليات والمستندات في السوق حتى لا تخرج عن القواعد والضوابط الشرعية التي حددت من قبل هيئة الفتوى والرقابة الشرعية في السوق؛
- البت في التقارير والمسائل المقدمة للهيئة الشرعية من قبل إدارة السوق³.

وعموما يمكن تقسيم عمل هيئة الرقابة الشرعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية إلى جانبين هما:⁴

1. دراسة وتحليل الأدوات المالية القائمة في الأسواق التقليدية والعمل على تكييفها وفق أحكام الشريعة، خاصة بالنسبة للأدوات الإستثمارية مثل: الأسهم الممتازة والسندات وغيرها من الأدوات التقليدية التي لا تتوافق مع أحكام الشريعة⁵.
2. إستحداث أدوات مالية شرعية جديدة تكون موجهة بالخصوص للتداول وتنمية وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية⁶.

¹ رقية شرون، " دور هيئة الرقابة الشرعية في أسواق رأس المال الإسلامية - التجربة الماليزية "، مجلة الإجتهد القضائي، جامعة محمد خضير بسكرة، العدد: 11، ص: 45-46.

² قط سليم، مرجع سابق، ص: 140.

³ محمد الأمين ولد علي، " التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية - السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي "، الطبعة الأولى، دار إين حزم، لبنان، 2011، ص: 354 - 355.

⁴ قط سليم، مرجع سابق، ص: 141 - 142.

⁵ بالنسبة للأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية سوف يتم تفصيلها في الفصل اللاحق.

⁶ سوف يتم التفصيل في البدائل الشرعية للأدوات الشرعية لأدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية في الفصل اللاحق.

الجانب الأول : مراقبة إصدار الأدوات المالية

إذا كان ضمان الإصدار كما ذكر في القرار رقم: 7/63، والقرار رقم: 5/8 من قرارات مجمع الفقه الإسلامي¹، فلا بد من تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية الجديدة قبل عرضها للتداول في السوق، وهذه الأمور قد تتطلب:

- بيانات عن نشرة الإصدار ك شروط الإكتساب و عقد التأسيس والنظام الأساسي؛
- تحديد حد أعلى لعدد الأسهم التي يحق للمستثمر تملكها؛
- تحديد عدد الأسهم التي يشترط تملكها للترشح لعضوية مجلس الإدارة²؛
- يشترط في الأسهم التي هي حصص شائعة في شركات المساهمة أن تكون شروط إصدارها متفقة مع أحكام وقواعد الشركة المقررة في الفقه الإسلامي، ومن ذلك أن يكون لها نصيب شائع في الربح لا مبلغاً معيناً، ولا نسبة محددة من رأس مال الشركة؛
- يشترط في الأدوات الاقتراض أن لا تتضمن شروط إصدارها رد القرض بأكثر منه³؛
- إضافة إلى ما سبق ينبغي توفير بيانات على الصور المعروضة على التصرف في الأصل والضمانات المعطاة على الخصوم وبيان المزايا المقدرة للمؤسسين وأسباب هذه المزايا، ودراسة الجدوى الاقتصادية، وأيضاً تدقيق مصاريف التأسيس والإصدار، وتجنب البيانات المضللة وإخفاء المعلومات عمداً⁴.

الجانب الثاني: ضمانات التداول

يمكن إجمال ضمانات التداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية في النقاط التالية:

- إختيار نظام التداول يحقق الحماية للمتعاملين ويجنبهم التلاعب والحركة المصطنعة؛
- ضبط حركة المعاملات ومستوى الأسعار بوضع نظام سقف للأسعار لتحديد نسبة الإرتفاع والإخفاض في أسعار الأسهم، بحيث تستوعب بالكامل الحركة الطبيعية للأسعار للحفاظ على القيمة العادلة للورقة المالية؛
- وضع ضمانات حول الورقة المالية محل التداول خاصة الأوراق المالية التي تتصف ببعض الصفات السلبية، كالأوراق التي يقل رأس مالها المدفوع عن 5% من القيمة الإسمية لها، والأوراق المرهونة والمحجوزة والمفقودة، وأوراق الشركات التي أشهر إفلاسها، أو حكم بطلانها والأوراق التي لم تعد مستوفية الشروط المقررة لقبولها؛

¹ قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 07 إلى 12 ذي القعدة 1412 هـ الموافق لـ 09/ و04 مايو 1992، بخصوص موضوع الأسواق المالية، الأسهم، الامتيازات، السلع، بطاقات الائتمان.

² جاسم علي سالم الشامسي، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجمع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع "، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص: 760 - 762.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 99.

⁴ جاسم علي سالم الشامسي، مرجع سابق، ص: 762.

- وضع ضمانات تتعلق بنظام إشهار المعلومات بإعداد ونشر بيانات وافية عن أهم الأرقام التي تؤثر على مدخرات الشركة مصدرة الورقة المالية، ومن الأفضل أن يكون ذلك وفق نماذج تعدها سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- وضع ضمانات خاصة بمراقبة الحسابات، لأن صدق الأرقام وصحة دلالتها من العوامل التي تطمئن المكتتب في الورقة المالية ومن يتداولها؛
- إن يكون هناك ضمانات قضائية وإجراءات بتطوير لجان التحقيق والمساءلة، بحيث تكون هناك محاكم متخصصة يتوفر لها السند القضائي الكامل والقادر في المساءلة عن الحالات تسجل خرقا للمعايير والقواعد الثابتة والمنصوص عليها.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية الركن الرئيسي في عملية السوق التمويلية، ومصدرا مهما لتمويل أنشطة المؤسسات المختلفة، مما يؤهلها لتكون أحد أهم الركائز الداعمة لتحقيق النمو والرفاه إقتصادي للمجتمع، وذلك من خلال مساهمتها في تطوير وتنويع القاعدة الإنتاجية بشكل يكفل تحقيق النمو المتواصل للإقتصاد، بالإضافة للمساهمة في جذب الإستثمار الأجنبي بمختلف أنواعه وزيادة فعالية وأداء السياسة المالية والنقدية في التأثير على النشاط الإقتصادي.

ولتحقيق وتأدية هذا الدور على أحسن وجه، فإن ذلك يتوقف على مدى كفاءة السوق المالية وتوفرها على شروط شرعية وتنظيمية، ونظام معلومات فعال يجعلها في حالة توازن دائم، وإتجاه الأسعار فيها يتبع مسارا عشوائيا يعكس الصورة الحقيقية لسعر الورقة المالية في ظل إنتشار المعلومة في كامل السوق، ليحقق بذلك التخصيص الكفاء للموارد المتاحة.

وقد جاء هذا المبحث لدراسة المطالب:

- الإطار المفاهيمي لكفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- أساليب قياس فرضية السوق الكفاء والحركة العشوائية للأسعار.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لكفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعود مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية عامة إلى مجموعة التغيرات والتطورات التي عرفها سوق رأس المال، مما أثار الكثير من الجدل والتساؤل فيها يتعلق بمفهومه وشروطه وأهم متطلباته.

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

1. تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يُعتبر مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يحظى بدرجة كبيرة من الإهتمام لدى المتدخلين في هذه السوق، وعليه فإنّ الوقوف على تعريف جامع وشامل للكفاءة يتطلب التطرق لمجموعة تعاريف لباحثين وفق الآتي:

➤ تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة على أنّها: " تلك السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها شركة ما كافة المعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، مما يؤدي إلى ظهور ما يعرف بالسعر العادل للورقة المالية الذي يعكس قيمتها المحورية، حيث تكون هذه القيمة مساوية للقيمة السوقية"¹؛

➤ كما تعرّف أيضاً على أنّها: " السوق التي تشتمل على عدد كبير من المتعاملين الراشدين إقتصادية والزّاعبين في تعظيم أرباحهم، وأنّ أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل"²؛

➤ ويرى آخرون أن سوق الأوراق المالية الكفؤ: " هي السّوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلّها للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة للسوق مما يؤدي إلى حدوث استجابة سريعة، حيث تتساوى القيمة السوقية للورقة مع قيمتها الحقيقية أو المحورية"³.

من خلال ما تقدم من تعريفات، يمكن القول بأنّ سوق الأوراق المالية الكفؤ من منظور إسلامي هي: " تلك السوق التي يتم التقيد فيها بمبادئ وضوابط الشرع بشكل يجعلها قادرة على التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، إضافة إلى صدق المعلومة والتي يجب أن تكون متوفرة في الوقت المناسب ومتاحة لجميع المستثمرين بتكلفة الحد الأدنى، مما يجعل أثر وصولها على أسعار الأوراق المالية المباشرة، والفاصل الزمني بين تحليلها والحصول على نتائج بشأن قيم الأوراق المالية منعدم، وقد أشار الرسول ﷺ إلى هذا بقوله (هذا سوقكم فلا ينتقص ولا يضر بن عليه خراج)⁴.

¹ صلاح الدين حسن السبسي، " بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح "، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص: 24.

² عصام فهد العريبي، " الإستثمار في بورصات الأوراق المالية "، دار الرضا للنشر، دمشق، 2008، ص: 17.

³ رمضان الشراح، " أسواق الأوراق المالية "، المال والصناعة، العدد الثامن عشر، الكويت، مخبر البحث، المغرب الكبير، بنك الكويت الصناعي، 2000، ص: 20.

⁴ ناصر الدين الألباني، "كتاب صحيح وضعيف ابن ماجة"، الجزء الخامس، ص: 233.

2. خصائص سوق الأوراق المالية الكفو

لكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المتمثل في التخصيص الكفو للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه جملة من السمات، أهمها:

- عدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعاملات أو الضرائب، الأمر الذي يوفر المنافسة الكاملة في السوق، وبالتالي عدم وجود قوة إحتكارية متمثلة في الشركات القابضة¹؛ ويقصد بها العدالة السوقية التي تقوم على مبدأ المساواة بين المتعاملين من حيث الفرص الإستثمارية والقدرة على تحقيق الربحية؛
- كفاءة التسعير²، أو ما يطلق عليها الكفاءة الخارجية، ووفق هذه الفرضية فإن أسعار الأوراق المالية تكون كفاء عندما تعكس كفاءة المعلومات المتعلقة بالورقة المالية، أي تعكس قيمتها الحقيقية، وأن يعكس السوق تلك المعلومات بدون أي تباطؤ وبدقة³، بشكل يتطابق مع أحكام الشرع، فالصدق والأمانة في سوق الأوراق المالية يعمل على تسهيل وصول المعلومات الصحيحة والجيدة للمتعاملين دون فاصل زمني كبير وبتكاليف معقولة، كما أن الأسعار تتحدّد وفق تفاعل قوى العرض والطلب، بعيدا عن كل مظاهر الإجحاف والغش والتدليس وجلب المفساد، بالإضافة إلى كفاءة التشغيل التي تعني توفر كفاءة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير⁴.
- الأمن والأمان؛ أي توفير الحماية اللازمة للمستثمر في الورقة المالية من كل مظاهر الضرر، وهذا إشارة إلى إحتمال تأثر طرف ثالث سلبا بالتعاقد بين الطرفين والذي يترتب عليه بعض الحقوق الخيارات⁵، وهذا ما يطلق عليه إصطلاحا حق الشفعة⁶، ويمكن أن نقول قياسا أن حق الشفعة ينطبق على حالة التأثر السلبى لمجموعة من المستثمرين بقرارات تتعلق بسيطرة الملاك للمشروع حيث تكون هناك على سبيل المثال عمليات بيع أسهم إضافية للجمهور، أو التأثير على تغيير للإدارة، أو بيع الأصول، أو التأثر بالقرارات التي تتعلق بعمليات الإندماج والإملاك⁷؛

¹ نبيل خليل طه سمور، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، قدّمت هذه الرسالة إستكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، غزة، 2007، ص: 37.

² يطلق على كفاءة التسعير أيضا بالكفاءة السوقية.

³ خالد محمود الزّهار، رامي صالح عبده، " نحو أسواق مالية إسلامية "، عنوان مداخلة في المؤتمر العلمي الأول بعنوان، " الإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة "، يومي 8 - 9 ماي 2005، غزة، ص: 12.

⁴ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 37.

⁵ خالد محمود الزّهار، رامي صالح عبده، مرجع سابق، ص: 16.

⁶ الشفعة معروفة منذ القدم، فكان الرجل إذا أراد بيع منزل أو حائط أتاه الرجل الجار الشريك: والصاحب ينتفع إليه فيما باع ويجعله أولى به ممن بعد منه، وسميت الشفعة وسمي طالبها شافعا، والشفعة ثابتة في السنة النبوية الشريفة، وقد شرع الإسلام الشفعة ليمنع الضرر ويدفع الخصومة.

⁷ خالد محمود الزّهار، رامي صالح عبده، المرجع نفسه، ص: 16.

- يتمتع السوق الكفاء بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، مما يقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي يمنع من فرص المضاربة¹ غير المأمونة فيه؛
- تتوفر فيه التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء²، لتقديم النص والإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء³؛
- الخلو من الغرر والنجش والتدليس ومعاملات القمار والميسر؛
- الخلو من الرّبا الذي يقترن في سوق الأوراق المالية بدفع العوائد نتيجة تأجيل دفع مبلغ أو سداد قيمة أوراق مالية.

لكن إذا اعتقد منظمو السوق أنّ معظم المستثمرين سدّج وغير راشدين، هل يمكن لهؤلاء المنظمين أن يتّخذوا طريقة لحماية هؤلاء المستثمرين، لأنه من البديهي جداً أن يكون المستثمرون في بعض الحالات غير قادرين على معالجة المعلومات حتى ولو أتاحت لهم بشكل كامل، فليس لهم المهارات لتفسيرها وتحليلها من أجل إتخاذ قرارات إستثمارية عقلانية وهذا ما يطلق عليه في الفقه الإسلامي فقه المصالح⁴، أي تغليب مصلحة المستثمر على السوق.

- شمولية السوق إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أمّا إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين قليلاً، وكان حجم التداول الناتج صغيراً، فإنّ السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقاً.
- حيوية السوق؛ فعندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإنّ هذا يدل حيوية السوق، وعليه يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار سعر الطلب ضيقاً، ويتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيراً⁵.

وخلاصة القول أنّه لا يكون السوق كفاً وإلاّ إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أنّ السوق غير كفاء⁶، فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق

¹ تجدر الإشارة هنا بأنّه ليست كل مضاربة محرّمة شرعاً وسيأتي تبيان ذلك في الفصل اللاحق.

² السماسرة والخبراء مكونين على مستوى عالي من التأهيل الفقهى والإقتصادي في أحكام البيع والشراء في سوق الأوراق المالية.

³ حياة زيد، " دور التحليل الفني في إتخاذ قرار الإستثمار بالأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية: الأردن، السعودية وفلسطين"، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، بسكرة، 2015، ص: 39.

⁴ خالد محمود الزّهار، رامي صالح عبده، المرجع نفسه، ص: 17.

⁵ أيمن حسين السراخنة، " دور بورصة فلسطين في تنمية الإستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين المحليين"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، فلسطين، 2015، ص: 10.

⁶ يجدر الإشارة هنا أن اعتقاد المتعاملين بأنّ السوق غير كفاء، لا يعني أن سوق الأوراق المالية لا يحتكم لمبادئ الشريعة، وإنما اعتقادهم بمدى سرعة الورقة المالية المتداولة بين المستثمرين، والفواصل الزمني لوصولها للمستثمر المقنص لفرصة الشراء أو البيع.

أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية، وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة¹، وعلى الرغم من هذا لا يذكر أنصار السوق الكفاء إمكانية تحقيق بعض المستثمرين أرباحاً غير عادية على حساب آخرين إلا أن هذا يرجع للصدفة، إذ لا يمكن لأحد في ظل السوق الكفاء أن يتنبأ للظروف التي يمكن في ظلها تحقيق مثل هذه الأرباح دون أن يكون هناك فرصة مماثلة ومتاحة للآخرين².

3. أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

في مجال كفاءة سوق الأوراق المالية نميز بين نوعين في الكفاءة:

1.3- الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية

تعني الكفاءة الكاملة عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وتحليلها والوصول إلى النتائج بما يتعلق بسعر السهم، إذ تتغير الأسعار بشكل فوري وآني، فتوقعات المستثمرين والمعلومات متاحة للجمعي وبدون تكاليف³، والتي تقتضي توافر الشروط التالية⁴:

- المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف؛
- لا توجد أي قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب؛
- يمكن للمستثمر أن يشتري وبيع أي كمية من السهم مهما صغر حجمها؛
- هناك عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم؛
- المستثمرين يتصفون بالرشد، ويسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها.

لكن الباحث هندي منير إبراهيم بعد إستعراضه شروط السوق الكامل يرى: "أنه من المستحيل تحقيق مفهوم الكامل بتوافر الشروط الأربعة الأولى في سوق الأوراق المالية، والإستثناء يقع في الشرط الأخير المتضمن رشادة وعقلانية المستثمر في الورقة المالية وسعيه الدائم في إقتناص الفرص للحصول على المعلومات التي تساعد في تحقيق أكبر منفعة ممكنة"، وبالتالي وبعد ثبوت أن مفهوم الكفاءة الكاملة هو مفهوم نظري أقرب منه إلى الواقع، فينتم التوجه إلى النوع الثاني من الكفاءة.

2.3- الكفاءة الاقتصادية

الكفاءة الاقتصادية مصطلح إقتصادي وضعي يعني: الإستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة للمجتمع، وتخصيصها بطرق بتحقيق منافع صافية في السوق¹، والتي ظلها يتوقع أن يمضي بعض الوقت

¹ يوسف مسعداوي، " كفاءة الأسواق المالي العربية – دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الثاني والأربعون، 2014، ص: 124.

² معتز تاج السر محمد، سعد بن علي الوابل، عباس فواد عباس حسن، " كفاءة الأسواق المالية في مجلس التعاون الخليجي – دراسة حالة المصارف المدرجة للفترة من 2005 إلى 2015"، Global Journal of Economics and Business, Vol4, N°: 3, p: 398.

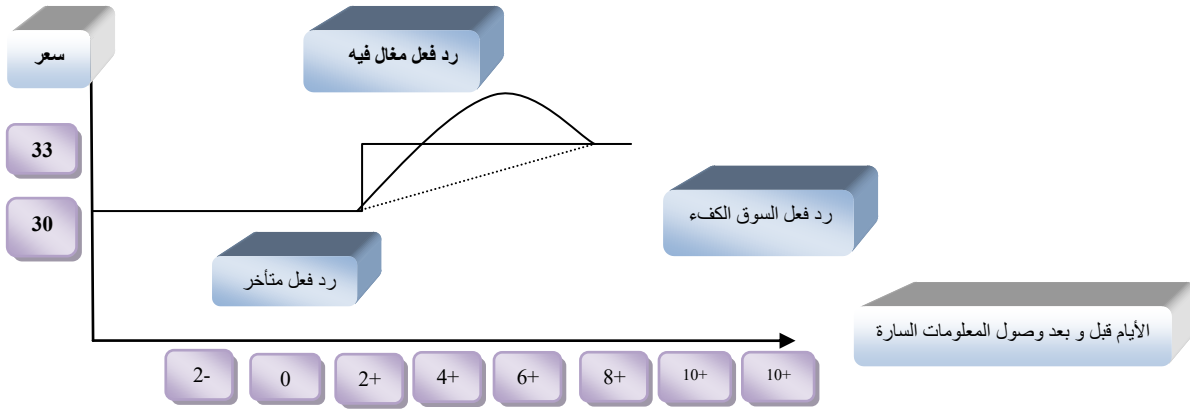
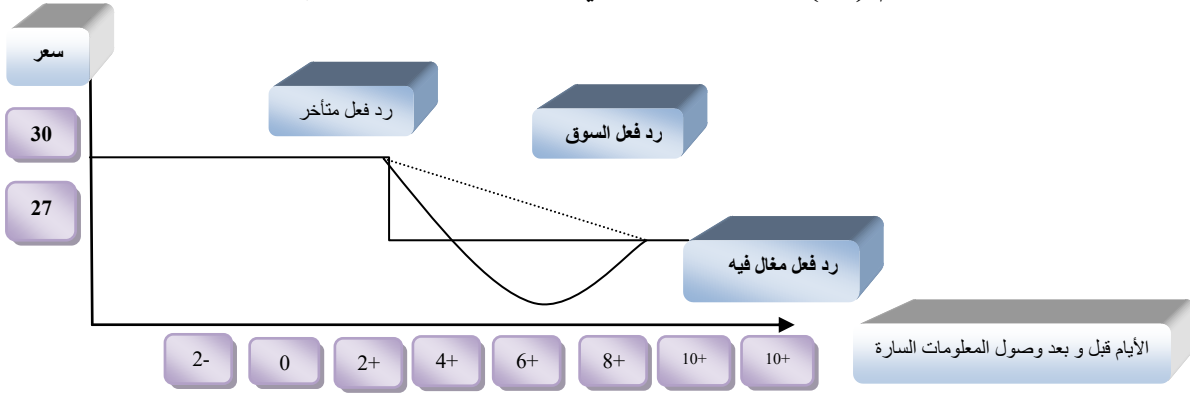
³ وسام حسن علي العنيزي، " قياس كفاءة سوق العراق للأوراق المالية في ظل التحولات الاقتصادية"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد: 07، العدد: 14، 2015، ص: 25.

⁴ منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص: 494 – 495.

الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

منذ وصول المعلومات إلى السوق، وحتى ينعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما تكون أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت على الأقل²، وفي ظل الكفاءة الاقتصادية لا يتم الاهتمام فقط بفكرة الحد الأقصى من حيث الفاعلية في تخصيص الموارد الإنتاجية، وإنما يتعلق الأمر كذلك بالمظهر الخارجي لتوزيع الدخل على أفراد المجتمع على نحو عادل وبأقل تفاوت ممكن، ولذلك إعتبر أحد علماء الاقتصاد الإسلامي أنّ الكفاءة شرط ضروري للرفاهية، والعدالة شرط كافي لها، وهما معا: الكفاءة والأمتلية محققتان للرفاهية ومن لوازمها، والنظام الاقتصادي الإسلامي قد أفلح بتحقيق هذا الشرط للكفاءة من خلال مجمل الأحكام الشرعية: كضرورة توظيف الموارد وعدم تعطيلها، والنهي عن إكتناز الأموال، وتحريم البطالة، وفرض الزكاة، وغيرها مما يكفل عدم تعطيل الموارد وتحقيق الكفاءة الفنية³، والشكل الموالي يبين حركة الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية.

شكل رقم (07): حركة الأسعار في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية



المصدر: محمد أحمد الجيزاوي، " أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية"، الطبعة الأولى، لندن، 2019، ص: 113.

¹ مجد علي غيث، منير سليمان الحكيم، " متطلبات الوضع الاقتصادي الأمتل في الإسلام"، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد: 45، العدد: 4، ملحق: 4، 2018 الجامعة الأردنية، ص: 125.

² بلجبلية سمية، " أثر التضخم على عوائد الأسهم – دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996 – 2006"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، تخصص: تسيير المؤسسات، قسنطينة، 2010، ص: 36.

³ مجدي علي غيث، منير سليمان الحكيم، مرجع سابق، ص: 125.

المطلب الثاني: صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

هناك ثلاث صيغ لكفاءة السوق المالية محددة انطلاقاً من قدم المعلومات التي تنعكس في الأسعار، ويمكن تقسيم هذه المعلومات التي تخص الأصول المالية إلى معلومات تاريخية، معلومات عامة، وغير عامة يحتكرها أشخاص لهم إمتيازات نظراً للوظائف التي يشغلونها في المؤسسات أو صناديق الإستثمار أو هيئات المراقبة وهذا التقسيم للمعلومات يسمح بتمييز ثلاث صيغ لكفاءة السوق المالي¹.

أولاً: فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

تشير الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة، فإنّ المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال إستخدام بيانات الأسعار التاريخية²، ويطلق عليها بالحركة العشوائية للأسعار بإعتبار أنّ التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد³.

وعليه فإن أية محاولة للتنبؤ بما ستكون عليه الأسعار في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على أسعارها في الأيام أو الأشهر أو السنوات الماضية هي عديمة الجدوى.

في ظل هذه الصيغة، فإنّ المستثمر يمكنه تحقيق أرباح إستثنائية من خلال طريقتين، هما:

1. إمّا أن يحصل على معلومات خاصة غير منشورة ليست متاحة لغيره ضمن ظاهرة احتكار المعلومات وهو ما نهى عنه الإسلام ويخالف أيضاً مبدأ كفاءة السوق؛
2. أو أن يكون المستثمر لديه قدرة وإمكانية لتحليل البيانات والمعلومات المنشورة في السوق بكفاءة تفوق غيره من المتعاملين بفضل الله تعالى⁴.

ثانياً: فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق

تفترض الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق بأنّ أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بهذه الأسعار، بل تعكس إلى جانب ذلك المعلومات المتاحة للمستثمرين، سواء كانت خاصة بالإقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالشركة ذاتها، أو خاصة بالبيانات الواردة في القوائم المالية والتقارير المالية⁵.

¹ بن زاوي محمد الشريف، نشئش فتيحة، " دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية "، عنوان مداخلة في الملتقى الدولي الخامس، الإقتصاد الإفتراض وإنعكاسه على الإقتصاديات الدولية "، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، ص: 13 - 14.

² فرج أمجد العسكري، علي محمد المحمودي، محمد ميلاد صالح، " تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي للفترة من 2012/03/01 إلى 2013/04/30 "، مجلة العلوم الإقتصادية والسياسية، العدد العاشر، كلية الإقتصاد والتجارة، الجامعة الأسمرية الإسلامية، 2017، ص: 52.

³ أيمن حامد خيران، " سوق الأوراق المالية وتأثيرها في تحسين الإقتصاد الليبي "، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية والإجتماعية، المجلد: 15، العدد: 14، 2017، ص: 227.

⁴ علي حسين المقابلة، سمير فهمي برهومة، " كفاءة سوق عمان المالية في قطاع البنوك عند المستوى الضعيف "، الإدارة العامة، العدد: 04، الأردن، 2002، ص: 754 - 755.

⁵ برارمة ريمة، " أثر المالية السلوكية على تقلبات فوائد المحافظ الإستثمارية - دراسة حالة بورصة باريس ولندن "، أطروحة دكتوراه للطور الثالث في العلوم الإقتصادية، تخصص مالية، بنوك وتأمينات، جامعة فرحات عباس، سطيف - 1، 2019، ص: 53.

وضمن هذه الصيغة تكون استجابة السوق للمعلومات التي وصلت إليها سريعة وأنية، وكلما زادت هذه السرعة دلّ ذلك على زيادة الكفاءة وإستحالة على المستثمر تحقيق عوائد غير عادية من خلال دراسة وتحليل المعلومات؛ لأنّ الوقت المتاح للتحليل بهدف الوصول إلى قيمة حقيقية للأدوات المالية لا يكون كافياً، فقد تتدفق إلى سوق الأوراق المالية معلومات أخرى جديدة تحدث تغييراً ملحوظاً على أسعار الأوراق المالية وذلك قبل أن يصل المحلل إلى نتيجة المعلومة المحللة من قبل¹.

ويختصار فإنّه في ظل الفرص متوسطة القوة لا ينبغي على المستثمر أن ينفق المال أو يبذل الجهد لإجراء المزيد من التحليل للمعلومات المتاحة، فذلك المال المنفق وهذا المجهود المبذول لا طائل من ورائه ولن يحقق من ورائه عائد إضافي، وحتى إذا ما تحقق هذا العائد فقد لا يكون كافياً لتغطية ما تكبده من تكاليف إضافية².

ثالثاً: فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق

تؤكد الصيغة القوية لفرضية كفاءة السوق المالي أنّ أسعار الأسهم تعكس بالكامل جميع المعلومات سواء من مصادر عامة أو خاصة دون احتكار أي معلومات لها أثر على أسعار الأسهم³، وتعكس أيضاً المعلومات المتوقعة في المستقبل القريب، مما يستحيل على أي مستثمر تحقيق عوائد غير عادية على حساب غيره من المستثمرين حتى ولو كان أكثر الخبراء في مجال الإستثمار والمال⁴.

ولقد كشفت الدراسات الميدانية عن صعوبة الجزم بأن السوق الكفاء يكون على مستوى الفرض الأقوى أو مستوى الفرض متوسط القوة، حتى في ظل المفهوم الإقتصادي للكفاءة، مثل هذه الرؤيا لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحدياً للمتمهين حرفة التحليل الأساسي⁵، للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم، ونقصد بهم القائمين على شؤون محفظة مؤسسة مالية متخصصة في الإستثمار، يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية، وذلك طالما أن السوق ليس بالكفاءة التي تحول دون ذلك.

أما فيما يخص فرض الصيغة الضعيفة، فلا مجال لتحقيق أرباح غير عادية، ذلك أن تتبع التطور التاريخي لحركة الأسعار في الماضي من أجل إيجاد اتجاه عام لحركة الأسعار يمكننا من التوقع بقيمة السعر مستقبلاً، لن تكون ذات فائدة، لأن المعلومات الماضية إنعكست فعلاً في سعر السهم، وهو ما يعدّ تأكيداً وتأييداً لفرض الصيغة الضعيفة.

¹ شوقي السيد فودة، " نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية "، أفاق جديدة، العدد: 04، جامعة المنوفية، مصر، 1998، ص: 178.

² منير إبراهيم هنيدي، مرجع سابق، ص: 508.

³ بن لخضر مسعودة، " اختبار بورصة أبو ضبي للأوراق المالية عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المحاسبية المفصّل عنها "، مجلة أفاق علمية، المجلد: 11، العدد: 3، 2019، ص: 753.

⁴ محمد صبح، التحليل المالي والإقتصادي للأوراق المالية، " الطبعة الثانية، جامعة عين شمس، مصر، 1996، ص: 117.

⁵ يهدف التحليل الأساسي إلى دراسة وتفسير كل المتغيرات الاقتصادية التي من الممكن أن تؤثر على أسعار الأسهم بهدف تحديد القيمة الحقيقية للشركات والقيمة العادلة لأسهمها حيث يعتبر أحد طرق تقييم أسهم الشركات، كما أنه يقيس الأداء التاريخي للشركات وتوقعات الأرباح والمبيعات المستقبلية.

المطلب الثالث: أساليب قياس فرضية السوق الكفاء والحركة العشوائية للأسعار

يتم إختبار الكفاءة بمختلف صيغها كآتي:

أولاً: إختبار كفاءة الصيغة الضعيفة

1: ظاهرة الحركة¹ العشوائية للأسعار

يرجع إكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار إلى سنة 1900 إلى باحث فرنسي يدعى " لويس باشيليه "، فلقد أسفرت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع عن أنها تفتقد وجود أي ترابط بينهما، بما يؤكد على عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار، وقد علق على ذلك بقوله بأنّ المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة، حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أي يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره، بل وأضاف أنّ الأسعار الحالية للعقود المستقلة في سوق السلع تعد في حقيقة الأمر تقديراً غير متحيز للسعر الذي سوف يسود في السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد وهذا يعني بمفهوم كفاءة السوق².

ويعتبر Kamdol (1953) أول من إستخدم نموذج السير العشوائي، عندما قام بدراسة أسعار الأسهم العادية في محاولة منه لإيجاد نماذج متكررة لتلك الأسعار في المدد الزمنية المختلفة، وكانت نتائج محاولته تلخصت بأنّ الأسعار تتقلب بشكل عشوائي لا يمكن عن طريقها التنبؤ بسعر سهم معين³.

إنّ الحركة العشوائية لأسعار الأسهم تظهر أن هذه العشوائية السوقية قد تفسر باللاعقلانية، ومن هنا تكون العشوائية واللاعقلانية هما أمران مختلفان، فقد يكون المستثمر عقلانياً ومناقساً، ولكن في الوقت نفسه تكون حزمة الأسعار في السوق عشوائية⁴، وعليه فمصطلح العشوائية لا يعني عدم الرّشاد في عملية إتخاذ قرار البيع أو الشراء، ولكن من هذه العشوائية هو السعر من خلال التذبذبات.

كما تقول النظرية أن أفضل إستراتيجية يمكن أن يتبعها المستثمر في السوق هي إستراتيجية الشراء والإحتفاظ والتي تعارض أي محاولة للتغلب على السوق، ويعدّ نموذج الحركة العشوائية من النماذج الأولى التي إستخدمها الباحثون في تفسير سلوك الورقة المالية⁵.

ولقد قام Kamdol من خلال بحث إحصائي قدّمه Osborne و Roberts إلى جمعية الإحصاء الملكية البريطانية، حينما قام بتحليل السلاسل الزمنية التصادفية لتغيرات أسعار الأسهم على وفق نموذج إحتمالي يكون فيه التوقع صفراً والتباين ثابت:

¹ تسمى أيضا بظاهرة السير العشوائي للأسعار.

² منير إبراهيم هنيدي، مرجع سابق، ص: 515.

³ عبد الحسين جليل الغالبي، حسن شاكر الشمري، " التحليل الإقتصادي لكفاءة الأسواق المالية – دليل تجريبي لبعض الأسواق الغربية "، مجلة العربي للعلوم الإقتصادية والإدارية، السنة الحادية عشر، المجلد: 09، العدد: 32، مجلة آداب البصرة، 2015، ص: 05.

⁴ سرمد كوكب الجميل، " المدخل إلى الأسواق المالية "، دار الأكاديميين للنشر والتوزيع، 2017، ص: 255.

⁵ شذى عبد الحسين الزبيدي، " تحليل سلوك أسعار الأسهم بإستعمال نموذج السير العشوائي – دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية، بغداد، المجلد: 14، العدد: 02، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة القادسية، 2012، ص: 176.

$$a \rightarrow N(OS^2)$$

$$P_t = P_{t+1} + a_t$$

فيكون الفرق بين السعريين $(P_t - P_{t+1})$ مساو لسعر ماض زائد متغير عشوائي.

ومن المهم الإشارة إلى أن النموذج رغم نشوئه من خلال دراسة إحصائية إلا أن تطبيقه يعتمد على الأسلوب الإستنباطي المنطقي والذي يقوم على هدفين:

1. تبيان حركة الأسعار إتجاه المعلومات الجديدة؛

2. تحليل الأدوات المالية وبالتالي توضيح كيفية بناء المحفظة الإستثمارية¹.

ولقد حاول FAMA بناء على نظرية للسوق الكفاء من خلال تطوير نموذج عرفه باللعبة العادلة

أو نموذج العائد المتوقع.

يعتمد هذا النموذج على فرضيات السوق الكفاء، وبالتالي فإن أسعار الأدوات المالية تعكس تماما المعلومات المتوفرة في نقطة زمنية معينة، ومن خلال ربط هذه الأسعار بعلاقة العائد والمخاطر، فقد اقترح الصيغة التالية:

$$P_{t+1}^x = P_{t+1} - E(P_{t-1} P_t^p)$$

P_{t+1}^x : الفرق بين السعر الفعلي في الزمن $(t + 1)$ والسعر المتوقع في نفس الزمن كقيمة سوقي فائضة.

P_t^p : السعر المتوقع للأداء عند توفر كافة المعلومات في الزمن t وأن هذا السعر يساوي السعر الجاري

للأداء في السوق مضروبا في $(+ 1)$ العائد المتوقع للأداء عند المعلومات الكاملة².

ويعتمد سعر الورقة المالية وفقا لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة الزمنية $(+)$ ، ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين $(+)$ ، $(+ + 1)$ ليصل السعر إلى $(P_t + 1)$ والذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة، ويتصف وصول المعلومات بالحركة العشوائي، مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية $(T + 1)$ γ يكون مساويا في بعض الأحيان السعر الذي يتم عنده التداول في الفترة $(T + 1)$ ، ويؤدي ذلك إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في الفترة الزمنية $(T + 1)$ ، والسعر الذي توقعه المستثمر أن يسود في تلك الفترة، كما توضحه المعادلة التالية :

$$\xi_{T+1} = P_{T+1} - E_T(P_{T+1})$$

حيث:

¹ زهير غراية، " إختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية - دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية "، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، العدد: 13، 2015، ص: 39.

² قادم فاطمة، " نموذج إختبار الأنماط الطارئة لدراسة كفاءة وحركة أسعار أسهم البورصات المغاربية من سنة (2008 - 2014) "، الغدير، العدد: 05، جامعة الجزائر، 2017، ص: 97.

ξ_{T+1} : حد الخطأ العشوائي.

$P_T + 1$: سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند لحظة الزمنية $(T + 1)$

$E_T(P_{T+1})$: السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة الزمنية $(T + 1)$ والذي

صاغه المستثمر عند النقطة (T) .¹

ثانياً: إختبارات الشكل الضعيف لكفاءة السوق المالية وفقاً لنماذج الحركة العشوائية

هناك نماذج عديدة لاختيار الصيغة الضعيفة للسوق المالية ومدى عشوائية تقلبات الأسعار فيها، ومن

هذه النماذج، الصيغ الآتية:

1. إختبار جذر الوحدة بالانحراف:²

إن نموذج السير العشوائي الخطأ العشوائي في أية فترة زمنية (t) في المعادلة (E_{it}) مستقلاً وغير مرتبط بالأخطاء العشوائية في الفترات السابقة، وكذلك يفترض أن التغيرات أو التقلبات في الأسعار موزعة بصورة متماثلة، وتتبع التوزيع الطبيعي بموجب العلاقة التالية :

$$P_{it} = a + B_{it}^P - 1 + E_{it}$$

ويعدّ من أهم الإختبارات المستخدمة لقياس إستقرار السلاسل الزمنية، وحسبه فإذا كان لإحدى السلاسل جذر وحدة، فهذا يعني بأنّ السلسلة غير مستقرة، وتبع حركة عشوائية، ويقوم هذا الإختبار على فرضية العدم التي تفيد بأنّ السلسلة غير ساكنة ولها جذر وحدة $H_0 = \sigma = 0$ ، فإذا كانت القيمة المحسوبة لإختبار جذر الوحدة أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية يتم تحديده، عندها ترفض فرضية العدم بوجود جذر وحدة للسلسلة، وتكون السلسلة تتمتع بالسكون.³

2. إختبار الارتباط الذاتي:⁴

معامل الارتباط الذاتي K يقيس درجة الارتباط الموجودة بين عائد الأصل للفترة t وعائده الملاحظ

لفترة سابقة K ، ويقاس بالصيغة الآتية:

$$P_{iK} = \frac{COV(R_{i,t}, R_{i,t-K})}{\sigma(R_{i,t})\sigma(R_{i,t-K})}$$

حيث:

P_{iK} : معامل الارتباط الذاتي؛

¹ بن امر حاسين، لحسن جديدين، محمد بن بوربان، " كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة حالة بورصة السعودية، عُمان، تونس، المغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد: 02، 2019، ص: 251.

² شذى عبد الحسين الزبيدي، مرجع سابق، ص: 177.

³ برامة ريمة، مرجع سابق، ص: 53.

⁴D. Morissette, « Valeurs mobilières et gestion du portefeuille », 3^{ème} édition, Quebec : les éditions SMG, 2002, pp: 480 – 481.

$R_{i,t}$: عائد الأصل i للفترة t ,

$R_{i,t-K}$: عائد الأصل i لفترة سابقة K ويرمز له بالفترة $t - K$.

$COV(R_{i,t}, R_{i,t-K})$: التباين بين عوائد $R_{i,t}$ و $R_{i,t-K}$.

$\sigma(R_{i,t})$: الانحراف المعياري لعوائد الأصل i للفترة t .

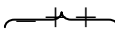
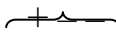
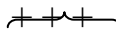
$\sigma(R_{i,t-K})$: الانحراف المعياري لعوائد الأصل i للفترة $t - K$.

إنطلاقاً من هذه العلاقة فإنه إذا كان معامل الارتباط الذاتي لا يختلف عن الصفر دل ذلك على كون الأسعار تتحرك بشكل عشوائي وهو يتماشى مع فرضية الكفاءة في صيغتها الضعيفة، أما إذا كان معامل الارتباط يختلف عن الصفر دل على عدم وجود كفاءة في السوق وأنّ المستثمرين لديهم إمكانية توقع الأسعار المستقبلية انطلاقاً من الأسعار في الماضي.

ومن بين أهم الدراسات التي اعتمدت على الارتباط الذاتي في اختبار الكفاءة في صيغتها الضعيفة، تجد الدراسة التي قام بها Fama سنة 1964 عندما قام بتحليل العوائد اليومية لثلاثين شركة الداخلة في تركيب مؤشر داوجونز، وذلك من خلال الفترة الممتدة بين ديسمبر 1957 وسبتمبر 1962.

3. اختبار المتتاليات والمراجعات¹

بالرغم من كون اختبار الارتباط الذاتي يمكن من تحديد بعض الارتباطات الخطية بين عوائد الأصل المالي، إلا أنه يرى بعض الباحثين أن فيه قصور، لذلك يلجئون لاختبار الكفاءة في صيغتها الضعيفة وفق ما يعرف باختبار المتتاليات بهدف التأكد من الطابع العشوائي لأسعار إغلاق متولية لأصل مالي. فهذه الطريقة تدرس التغيرات المتتالية لأسعار الإغلاق من خلال الإرتفاع والإنخفاض المتوالي حيث توضح إشارة (+) للإرتفاع وإشارة (-) للإنخفاض، فعلى سبيل المثال إذا كانت متولية تغيراً أسعار الإغلاق كالآتي:

متتالية 1	متتالية 2	متتالية 3
		

من هنا يمكن القول هناك ثلاث متواليات باعتبار أنّ دلالة التغير هي ثلاثة، الأولى هي متتالية تتضمن تغيرين موجبين - إرتفاعين في أسعار الإغلاق. الثانية تتضمن ثلاث تغيرات سالبة. ثلاث إنخفاضات في أسعار الإغلاق. والثالثة تتضمن ثلاثة تغيرات موجبة. أربعة إرتفاعات متتالية لأسعار الإغلاق.

فإذا أريد معرفة أنّ هناك إستقلالية في تغير أسعار الإغلاق، فإنه يمكن الإستعانة بصيغة إحصائية التوقع. من خلالها يتم تحديد العدد المتوقع للمتتاليات في العينة السعرية لأصل مالي ومقارنتها مع عدد

¹ حفيظ عبد الحميد، براهمي زرزور، " كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، مجلة ريادة الأعمال الإسلامية، المجلد: 03، العدد: 02، لندن، المملكة المتحدة، 2018، ص: 106 - 107.

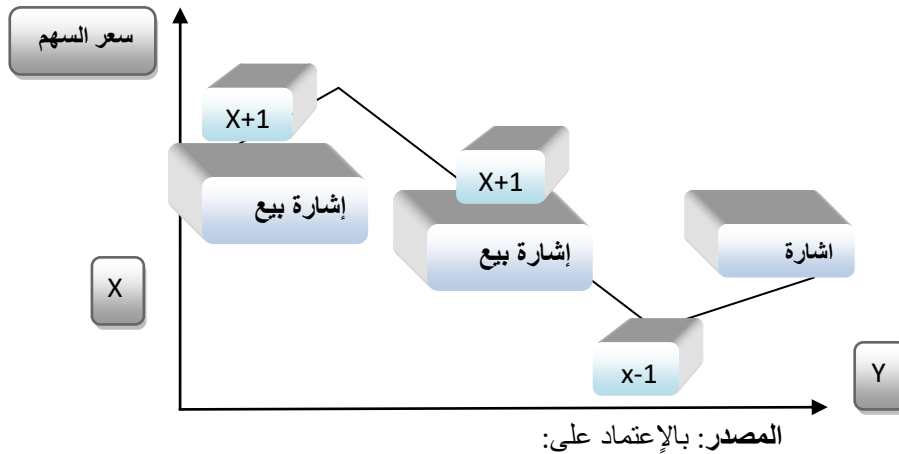
الفصل الأول: الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية

المتتاليات في الواقع لأسعار إغلاق نفصل الأصل، فإذا كان هناك إختلاف دل ذلك على وجود استقلالية في تحرك أسعار الأصل المالي. وهو ما يفنّد فرضية، لكفاءة في صيغتها الضعيفة، ومن أهم مؤيديها Fama سنة 1965، Richard, Hazerman, Wilo, Rouk سنة 1980.

4. تقنية التصفية

تركز تقنية التصفية على إفتراض أنّ سلوك أسعار الأوراق المالية لإتجاه (نمط) تتخلله تقلبات ثانوية صغيرة تستوجب إستبعادها من ذلك الإتجاه حتى تسهل عملية التنبؤ بالتغيرات الجوهرية للأسعار بإستخدام مجموعة من القواعد المرجعية التي تتخذ شكل نسب مئوية (5%، 10%، 15%، 25%...)، وترسل تلك النسب إشارات للشراء أو البيع للورقة المالية، وبشكل أن توصي إحداها بضرورة شراء الأوراق المالية التي إرتفعت أسعارها بنسبة " x % " عن أدنى مستوى سعري سابق، أو بيع تلك الأوراق التي إنخفضت أسعارها بنسبة " y % "، عن أعلى مستوى سعري سابق، مع تجاهل التقلبات التي تقل عن تلك النسبة، ومن الممكن تجريب كل قواعد التصفية لإختبار متانة فرضية الحركة العشوائية، إذ تختار القاعدة التي تدرّ أكبر العوائد بالمقارنة مع العوائد المتولدة عن تطبيق إستراتيجية الشراء والإحتفاظ. وعلى صعيد النتائج، لم يتوصل كل من Alexander و Fama and Blume من دراستها التطبيقية إلى دلائل قوية تؤكد تحقيق المستثمرين لعوائد إضافية تفوق في المتوسط عوائد إستراتيجية الشراء والإحتفاظ بعد خصم تكاليف الصفقات، ويستعاد من ذلك عدم جدوى قواعد التصفية في تحسين العوائد المتوقعة، كما يتبين أيضا أن تلك القواعد قد ساهمت في تحميل المستثمرين لمزيد من التكاليف وعمولات السمسرة لمجاراتها¹. والشكل الموالي يوضح عملية التصفية.

الشكل رقم (08): تمثيل لتقنية التصفية



D.Morissette, « Valeurs mobilières et gestion de portefeuille », 3^{ème} édition, Québec: Les éditions SMG, 2002, p: 483.

¹ رفيق مزاهدية، " الإتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الإستثماري"، أطروحة دكتوراه العلوم في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: إقتصاد دولي، جامعة محمد لخضر، باتنة، 2015، ص: 132.

ثالثاً: إختبار كفاءة التصفية المتوسطة

منذ نهاية الثمانينات من القرن العشرين قام العديد من العلماء بدراسات لإختبار كفاءة السوق في صيغتها النصف قوية، ومن هذه الدراسات نجد:

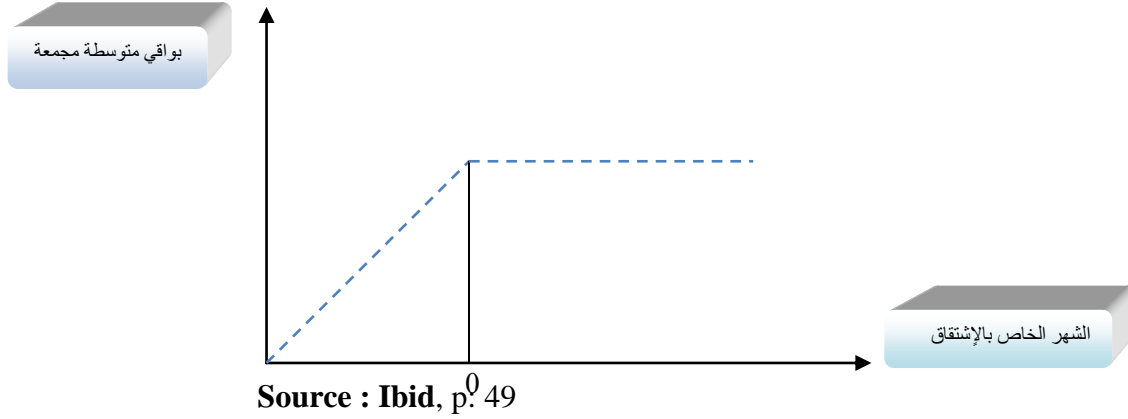
1. إشتقاق أو تجزئة الأسهم

قام الباحثين Fama، Fisher، Jensen، Rohl عام 1969 والذي يرمز لها إختصاراً FFJR، بإختبار كفاءة سوق نيويورك خلال الفترة من جانفي 1927 إلى ديسمبر 1959 بإستخدام تقنية الحدث، وذلك بالتركيز على سلوك الأسهم التي تمّ إشتقاقها، حيث شملت الدراسة 940 سهم مشتق، شهد البعض منها خلال السنة التالية للتجزئة زيادة أو إنخفاض لأرباح، وقد تمّ إستخدام نموذج تسعير الأصول المالية لتقييم العوائد الإضافية للأوراق المالية، وقد لوحظ البواقي المتراكمة للعوائد الإضافية، أي العوائد الغير مفسرة من قبل النموذج، وقد تم التوصل إلى ما يلي:

- متوسط البواقي التراكمي من الأوراق المالية بعد عملية التجزئة مستقر، وهذا ما يتفق مع فرضية تعديل الأسعار بشكل سريع وفوري؛
- نمو الأسعار قبل التجزئة: i إشكالية مسبقة أو بديهية لأن التقسيم هو محايد وبديهي، هذه الحركة الصعودية التي يؤديها FFJR (1969) هي نتيجة لحقيقة أن التجزئة مرتبطة بشكل عام مع ربحية مستقبلية جيدة لحمل الأسهم، وأنّ النمو في الأوراق المالية يكشف عن معلومات يستدل بها من قبل السوق؛
- إرتفاع أسعار الأسهم المشتقة خلال 30 شهر التي سبقت عملية الإشتقاق وثباتها بعد ذلك؛
- أنّ عملية إشتقاق الأسهم تفسر من قبل المستثمرين على أنّها مؤشر تحسن في التدفقات النقدية للمؤسسة المصدرة وإرتفاع في توزيعاتها النقدية؛
- أنّ المعلومات التي يحصل عليها المستثمرين حول عملية الإشتقاق لا يؤدي إستعمالها إلى تحقيق أرباح غير عادية، لأنّها تنعكس في أسعار الأسهم المعلنة¹، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

¹ عائشة نجالد، " إختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف – دراسة حالة مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014"، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: دراسات مالية وإقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص: 26 – 27.

شكل رقم (09): سلوك البواقي المتوسطة المجمع في الأشهر التي تسبق الإشتقاق



2. معكوس الإشتقاق

تتمثل هذه العملية من خلال التسمية عملية عكسية لسابقتها، فعملية الإشتقاق تمثلت في إشتقاق أسهم جديدة من الأسهم الأصلية من خلال تخفيض القيمة الإسمية للسهم الواحد، أما هذه العملية فهي تخفيض عدد الأسهم المكونة لرأس المال المؤسسة من خلال الرفع في القيمة الإسمية للسهم الواحد، تأثير هذه العملية وعلاقتها بسياسة توزيع الأرباح لا يختلف عن الحالة السابقة¹.

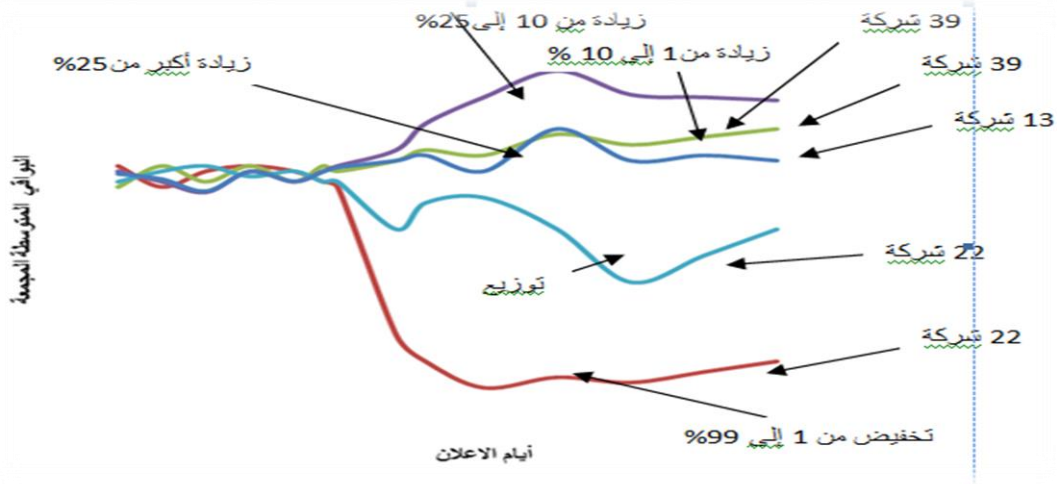
3. الإعلان عن توزيع الأرباح:²

توزيع الأرباح له دلالات على تدفق مالي يصدر من الشركة، لذلك إذا توافرت معلومة حول زيادة توزيع الأرباح لمجموعة أسهم معينة، فإنها تؤدي إلى زيادة الأسعار والعكس في حالة انخفاض معدل التوزيع وهو ما تبناه Petit في دراسة له سنة 1972، عندما قام بحساب العوائد غير العادلة المتوسطة المجمعة لـ 135 شركة قامت بتغيير معدلات توزيع أرباحها على المساهمين، تحصل فيها على النتائج المبينة في الشكل الموالي:

¹ علي بن الضب، " دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006 - 2008"، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات درجة الماجستير: كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، قسم: علم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة قاصدي موباح، ورقلة، 2009، ص: 135.

² حفيظ عبد الحميد، براهيم زرزور، مرجع سابق، ص: 110.

شكل رقم (10): سلوك البواقى المتوسطة المجمععة يوم الإعلان عن إعطاء التوزيعات



المصدر: حفيظ عبد الحميد، براهيمى زرزور، المرجع السابق، ص: 110.

من خلال الشكل السابق، إستخلص Petit النتائج التالية:

- أن ارتفاع معدلات التوزيع يعمل على زيادة أسعار الأسهم، والعكس صحيح؛
- رد فعل السوق بشأن ارتفاع الأسعار وإنخفاضها نتيجة معلومات جديدة بخصوص ارتفاع وإنخفاض معدلات التوزيع، يكون بشكل سريع بما لا يتيح فرصة أمام أي مستثمر أن يحقق عائدا مميّزا على حساب الآخرين، وهو ما يؤيد فرضية كفاءة السوق في صيغتها نصف السوقية.

رابعاً: إختبار كفاءة الصيغة القوية

يتم إختبار فرض السوق القوية من خلال وسيلتين أساسيتين، تعتمد على كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة، وهما:

1. العاملون بالشركة

يمتلك كبار العاملين بالشركات ميزة عن باقي المستثمرين في السوق بقدرتهم على معرفة المعلومات بسرعة، لذلك يمكن إختبار الفرضية القوية للكفاءة انطلاقاً من مدى قدرة هؤلاء العاملين من تحقيق أرباح غير عادية أثناء التعامل في الأوراق المالية للشركة التي يعملون بها¹، وتكاد تجمع الدراسات التي أجريت على هذه الفئة أنهم يحققون بالفعل أرباحاً غير عادية، لذلك كان التوجه إلى سن قوانين تعاقب كبار المتعاملين في الشركات الذين يستغلون المعلومات المتاحة عن الشركة لصالحهم².

ولعلّ الدراسة التي قدمها كل من Arshadi وEysse سنة 1991، أين أكد أنّ القانون الصادر سنة 1984 بالولايات المتحدة الأمريكية والخاص بمعاينة كبار المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة من الاستفادة من معلومات خاصة بالشركة، وإستغلالها لحساباتهم الشخصية قبل نشرها لتحقيق أرباح غير

¹ عاطف وليم أندلوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية "، مؤسسة سيبي الجامعة، مصر، 2005، ص: 63.
² محمد أحمد الجيزاوي، مرجع سابق، ص: 132.

عادية، حيث ألزم هذا القانون هؤلاء بإبلاغ لجنة البورصة عن معاملاتهم المالية، حيث تستطيع هذه اللجنة رفع دعاوى قضائية لاسترجاع الأرباح المحققة من وراء مثل هذه العمليات¹.
وقد لاحظ الباحثون أن سلوك العاملين بالشركة قد يغيّر جذريا بعد صدور هذا القانون، حيث انخفضت مشترياتهم من أسهم الشركة التي يعملون عندها، عندما تتوفر لديهم معلومات عن رغبة طرف معين للسيطرة عليها².

2. المؤسسات المالية المتخصصة في تحليل الأوراق المالية

تمتلك المؤسسة الآلية المتخصصة مثل: صناديق الإستثمار ومؤسسات التحليل المالي، القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة على إستخدام أدوات التحليل المالي، ومن ثمّ فرض الصيغة القوية للكفاءة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الإستثمار ومؤسسات التحليل المالي، ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبلها مع من يحققه المستثمر العادي.
وقد أثبتت الدراسات التي أجريت في هذا المجال، عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي، وهو ما جاء به Shawky سنة 1982، الذي أكد على عدم قدرة هذه المؤسسات حتى على التنبؤ تجاه أسعار الأسهم في المستقبل الأمر الذي يشير إلى عدم توفر ميزة خاصة لهذه المؤسسات التي يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية³.

¹ منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص ص: 512-513.

² حفيظ عبد الحميد، براهيم زرزور، مرجع سابق، ص: 111.

³ عاطف وليم أندلوس، مرجع سابق، ص: 64.

خلاصة الفصل الأول

تلعب الأسواق المالية الإسلامية في الوقت الراهن دورا فعالا في الأنظمة الإقتصادية المعاصرة، فقد باتت الملجأ المرغوب والأكثر أمنا لتطلع كبار المستثمرين المسلمين والأجانب، والمكان الذي تجرى فيه أكبر الصفقات والعقود المالية في العالم، خاصة مع الفائض في السيولة الذي عرفته الدول الإسلامية جراء الطفرة النفطية الأخيرة، وانتشار الوعي الإستثماري وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.

وتخضع سوق الأوراق المالية الإسلامية هي الأخرى إلى الرقابة المحكمة والمتابعة المستمرة، فبالإضافة إلى الضوابط القانونية والتشريعات الدولية، تحتكم السوق إلى مصادر الشريعة الإسلامية في أدق تعاملاتها، التي من شأنها العمل على حفظ المعاملات المالية من الإنحراف، وتصلحها من الخلل الذي قد يلحق بها، وذلك طبعا من خلال هيئات رقابية شرعية على رأسها هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية...

وحتى تحقق سوق الأوراق المالية الإسلامية مهامها على أحسن وجه، لا بد من توافرها على كفاءة عالية ونظام معلومات فعال يحقق لها التوازن والاستقرار الدائم، كما يجب أن تتبع أسعار الأوراق المالية فيها المسار العشوائي الذي يعكس الصورة الحقيقية لسعر الورقة المالية في ظل إنتشار المعلومة في كامل السوق، ليتحقق بذلك مبدأ التخصيص الكفاء للموارد المتاحة.

وسيتيم تخصيص الفصل الثاني من البحث لدراسة الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوضيح الأحكام الفقهية المتعلقة بها من تحريم أو جوب أو تعديل، وذلك طبقا لما تنص عليه أحكام الشريعة الإسلامية في فقه المعاملات المالية.



الفصل الثاني:

أدوات سوق الأوراق المالية

الإسلامية وقياس الأداء

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

تحتل سوق الأوراق المالية اليوم أهمية بالغة تشمل شتى الميادين السياسية منها الإجتماعية على غرار الإقتصادية منها، وحتى العقائدية منها، إلا أنّها قد لا تحقق المقاصد الشرعية التي يتوخاها الشرع منها في كثير من المعاملات المالية الدارة على مستواها، لكن هذا لا يعني بالضرورة التغاضي عنها أو ترك التعامل فيها بالحكم على كل معاملاتها حكما مطلقا بالتحريم.

ونظرا لأهميتها وإزدياد إهتمام شرائح عديدة من المتعاملين بها سعيا منهم للحصول على أرباح نقية وحلال، وبهدف نشر الثقافة الإستثمارية وفق التعاليم الإسلامية الصحيحة، ومعاصرة التطورات المالية التي فرضت نفسها على الساحة الإقتصادية العالمية، كان لا بد من الوقوف على أهم الأدوات المالية المتداولة فيها، ومحاولة إيجاد البدائل الشرعية لكل أداة، حتى تدخل ضمن المعاملات المالية التنقية، والتي ستعمل على تحسين أداء سوق الأوراق المالية وتجنبها للوقوع في الأزمات المالية، باعتبار تضم أدوات مالية تخلو من كل مظاهر الغرر والغش والإحتكار أو تغليب الضرر على متعامل دون الآخر.

وقد تمّ تقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

- الأوراق المالية في الإسلام؛
- الصكوك الإسلامية؛
- قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: الأوراق المالية في الإسلام

تضم سوق الأوراق المالية سوق أولية تطرح فيها الأوراق المالية لأول مرة، وسوقا ثانوية تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها والتي تعتبر - الأوراق المالية - أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، وأصول مالية من جهة المستثمرين فيها والتي تتمثل في الأسهم والسندات وحقوق التأسيس إضافة إلى المشتقات المالية، وفي هذا المبحث سيتم التطرق إلى هاته الأدوات بشقيها الإقتصادي والفقهي، مع محاولة التعرض لأهم البدائل الشرعية لهذه الأدوات في ميزان الفقه الإقتصادي الإسلامي.

وتتنوع أدوات الأوراق المالية الإسلامية لتشمل المطالب:

- الأسهم؛
- السندات؛
- المشتقات المالية في ميزان الشرع-الأدوات المالية الحديثة-.

المطلب الأول: الأسهم

أولاً: مفهوم الأسهم

في اللغة: جمع سهم، هو النصيب المحكم، والسهم: الخط، والجمع سُهمان وسُهمة: والسهم في الأصل أحد السهم التي يضرب بها في الميسر، وهي القداح... ثم كثر حتى سمي كل نصيب سهماً¹.

أما اصطلاحاً: فقد عرّفت الأسهم بعدة تعريفات من بينها:

- هي صكوك تمثل حصصاً في رأس مال الشركة، متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأسمالها².

- وقد عرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي السّهم بأنّه: حصة شائعة في موجودات الشركة³.

مما سبق يمكن إستخلاص خصائص الأسهم في النقاط التالية⁴:

- التساوي في القيمة الإسمية؛
- عدم قابلية الأسهم للتجزئة؛
- قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية؛
- تحديد المسؤولية بقدر الأسهم التي تصدر بقيمة إسمية تختلف عن السوقية والحقيقية والإصدارية. ومنه فإنّ قيمة السهم ترتبط بمجموعة من القيم المختلفة نوجزها فيما يلي:

1. **القيمة الإسمية للسهم:** وهي قيمة السهم عند إصداره أوّل مرّة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظري لتغطية رأس المال والتي يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصّة السّهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرّف أيضاً بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير إقتصادي لأداء الشركة على قيم السّهم، وعلى الرغم من أنّ القيمة الإسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنّه يمكن تخفيضها من خلال ما سمي باشتقاق الأسهم الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السّهم كاملاً وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الإسمية للسّهم⁵؛

2. **القيمة السوقية للسّهم:** تتمثل في القيمة التي يباع بها السّهم في سوق الأوراق المالية، وهذه القيمة قد تكون أكبر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية، فإذا كان أداء الوحدة الإقتصادية جيداً وتحقق

¹ صالح بن محمد بن سلمان السلطان، " الأسهم، حكمها وآثارها "، الطبعة الأولى، دار إين الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006، ص: 10.

² سعد بن تركي الختلان، " الأسهم الجائزة والمحظورة "، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، أفاق وتحديات، الإمارات العربية المتحدة يومي 6 - 8 مارس 2007، ص: 03.

³ محمد جنيد بن محمد نوري الديشوري، " التخارج في الأسهم المختلفة "، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، 21 ماي - 03 جوان 2009، المملكة العربية السعودية، ص: 10.

⁴ عبد الله بن سليمان الجريش، " تداول الأسهم في السوق المالية - دراسة تأصيلية مقارنة "، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والإقتصاد، الرياض، 2018، ص: 49.

⁵ بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تغليبها - أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية "، الجزائر، 2006، ص: 54 - 55.

أرباح فمن المتوقع أنّ السّعر السوقي للسّهم سيكون أعلى من القيمة الإسمية أو الدفترية، وإذا كان أداء الوحدة الإقتصادية ضعيف، فمن المتوقع أن ينخفض سعر سهمها في السوق، وربما يصل إلى أقل من القيمة الدفترية أو القيمة الإسمية¹؛

3. القيمة الحقيقية للسّهم: هي التّصيب الذي يحقّقه السّهم في صافي أموال الشركة، أي رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وما أضيف إليها من أرباح، وهذه القيمة هي القيمة الإسمية عند ابتداء الشركة، ولكنها تختلف بعد ذلك، أو هي نصيب السّهم في ممتلكات الشركة بعد إعادة تقييمها وفقاً للأسعار الجارية وذلك بعد خصم ديونها²؛

4. قيمة الإصدار: هي القيمة التي يصدر بها السّهم عند الاكتتاب، وقد تتساوي قيمة الإصدار مع القيمة الإسمية للسّهم، وقد تختلف خاصة عندما يتم الاكتتاب³، في الأسهم مع مكافأة إصدار⁴، والدعاية حتى ستبقى القيمة الصافية المحصلة مساوية للقيمة الإسمية وفي حال ما إذا رغبت الشركة في إصدار أسهم جديدة، فينبغي عليها الالتزام بمبدأ عدم الإخلال بتجانس القيم الإسمية للأسهم القديمة والجديدة، إذ يشترط لصحة هذه العملية صيانة التماثل، فلا ينبغي أن تقلّ بحال من الأحوال قيمة الإصدار عن القيمة الإسمية، لأنّ في ذلك مضارة للمساهمين الأصليين، ويمكن أن تصدر الأسهم الجديدة بقيمة إصدار أعلى إذا كان أداء الشركة مربحاً، وعندئذ يتعين أن يوجه ما زاد من قيمة الإصدار هذه إلى حساب الاحتياطي الذي يعزز المركز المالي للشركة ككل، ويستفيد منه المساهمون القدامى منهم والجدد على نحو متساوي⁵.

ثانياً: حكم إصدار الأسهم وتداولها

قبل التطرق لحكم إصدار وتداول الأسهم وضوابطها الشرعية، يتم التوقف عند الإطار النظري لشركة المساهمة وموقف الفقه منها.

1. ماهية شركة المساهمة⁶ ومشروعيتها

الشركة المساهمة لم تنشأ إلا في العصر الحديث، ولم تكن معروفة عند الفقهاء المتقدمين، لذا لا تجد لها ذكراً فيما كتبه المتقدمون عن الشركات، وعليه فإنّ المعتمد في تعريفها ما ورد في نظام الشركات السعودي، حيث جاء فيه أنّ الشركات المساهمة هي: " الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية

¹ كرار سليم عبد الزهرة، حسين كاظم عوجة، حسين راغب طلب، " قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية - دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية "، العربي للعلوم الإقتصادية والإدارية، ص: 193 على الموقع الإلكتروني: <https://www.iasj.net/iasj/search?query=au>

² أحمد محمد لطفي، " أعمال السماسرة في بورصة الأوراق المالية - دراسة فقهية مقارنة "، الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصور، 2013، ص: 60.

³ للإكتتاب: هو تصرّف قانوني يعبر فيه المكتتب عن رغبة في الإنضمام للشركة ليكون مساهماً فيها، بتقديم حصته النقدية، من رأس المال المعروف للجمهور ليحصل على ما يقابلها من أسهم، على أن يكون للأشخاص غير محددين سلفاً للإسهام في رأس المال.

⁴ أحمد عرفة أحمد يوسف، " الأحكام الفقهية المتعلقة بالزّهون المستجدة "، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020، ص: 290. على الموقع الإلكتروني: <https://www.neelwafurat.com/itempage.aspx?id>

⁵ عبد الجبار حمد السبهاني، " الأسهم والسّهم، الأهداف والمآلات "، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد: (2 / أ)، 2009، ص: 11.

⁶ حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، " أحكام الإكتتاب في الشركات المساهمة - بحث تكميلي مقدم لنيل درجة الماجستير في الفقه المقارن - "، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006، ص: 23 - 24.

القيمة، وقابلة للتداول، ولا يسأل الشركاء فيها إلا بقدر قيمته أسهمهم، ولا يجوز أن يقل عدد الشركاء فيها عن خمسة".

وقد بدأ ظهور شركات المساهمة أمرًا حيويًا وضروريًا، بإعتبارها النموذج الوحيد لشركات الأموال، فهي شركة لا يعتد فيها شخص الشريك، ولا تنهض على الإعتبارات الشخصية، بل العبرة فيها بما يقدمه كل شريك من حصة مالية، وقد وصفها العميد جورج ريبير بأنها: "الأداء الأفضل للرأسمالية الحديثة"، لأنّ أهم ما تتميز به أنّ نشاطها لم يعد محليًا، بل قد تعتمد خارج حدود الدولة وتتجاوزها لتفتح لنفسها أسواقًا في الخارج¹.

وقد ذهب العلماء المحدثون في شركة المساهمة إلى مذهبين، الإباحة والتحرير.

القول الأول: الإباحة

1. المبيحون ثلاث فرق²

أ. فريق يرى إباحة شركة المساهمة، ويقيد التعامل الربوي فيها بالضرورة، فلها أن تعتمد على المشاركة بالأسهم، فإذا لم تنجح في أعمالها، وكان ذلك متوقعًا على إصدار سندات بفائدة كان لها أن تفعل ذلك وهو من قبيل الضرورات ولا إثم فيه، لكنه يشترط أن يكون تقدير الضرورة لأولي الرأي من المؤمنين والإقتصاديين والشرعيين وهذا هو رأي الشيخ محمد شلتوت³؛

ب. أما الفريق الثاني ويمثله الشيخ الخالصي⁴ الذي يرى إباحة الشركات الحديثة، ومنها شركة المساهمة، ويقيد هذه الإباحة بأن لا يكون فيها ربا - دون تحديد للربا المحرم في نظره، ويبيح جميع ما تشتمل عليه الشركات الحديثة كالأسهم والسندات...

ج. أما الفريق الثالث ويمثله الشيخ علي الخفيق⁵ والدكتور عبد العزيز الخياط⁶، فيرون إباحة جميع الشركات القانونية والتي يمكن إدماجها في الشركات الفقهية وشركة المساهمة في خصائصها وطريقة تأسيسها، وبعض أوراقها المالية، جائزة شرعًا وتنطبق عليها قواعد الشركات في الشريعة الإسلامية.

القول الثاني: التحريم

جاء في قرار مجلس المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي ما يلي:

➤ بما أن الأصل في المعاملات الحل والإباحة، فإن تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة

مباحة أمر جائز شرعًا؛

¹ سامي عبد الباقي أبو صالح، "الشركات التجارية"، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2013، ص: 201.

² صالح بن زايد المرزوقي اليقيني، "شركة المساهمة في النظام السعودي - دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي"، جامعة أم القرى، الكتاب التاسع والثلاثون، 1406 هـ، ص: 307، 310.

³ محمود شلتوت (1893 - 1963)، عالم إسلامي مصري، كان شيخ فتوى في الأزهر سنة 1958 م.

⁴ الشيخ الخالصي (1951 م)، هو مرجع ديني وسياسي عراقي بارز.

⁵ الشيخ علي الخفيق (1891 - 1978 م)، عالم وقاض وباحث لغوي مصري، من كبار المجددين في العصر الحديث، أحد أعضاء المجلس الأعلى للأزهر.

⁶ الدكتور عبد العزيز الخياط (1924)، مفكر إسلامي أردني، تولى منصب وزير الأوقاف والشؤون والمقدسات الإسلامية 05 مرات، عضو مجمع الفقه الإسلامي في جدة، عضو المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية بالقاهرة، عضو المركز الإسلامي للدراسات لمنظمة (اليونسكو).

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

- لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، التعامل بالربا أو تصنيع المحرمات أو المتاجرة فيها؛
 - لا يجوز لمسلم شراء أسهم الشركات والمصارف إذا كان بعض معاملاتها ربا وكان المشتري عالما به؛
 - إذا اشتري شخص - أسهما - وهو لا يعلم أنّ الشركة تتعامل بالربا، ثم علم، فالواجب عليه الخروج منها، والتحرير في ذلك واضح¹.
- وخلاصة الأمر أنّ الشركة المساهمة هي الشركة التي يكون رأس مالها مقسّما إلى أسهم متساوية قابلة للتداول، وأنها وإن لم تكن معروفة لدى فقهاءنا المتقدمين فلا ينبغي ذلك تحريمها، لأن الأصل المقدر عند الفقهاء في باب المعاملات هو الإباحة، ولا يصحّ القول بتحريم معاملة ما إلاّ بدليل صحيح، ولأنه يجوز إستحداث معاملة جديدة وفق القواعد والضوابط الشرعية²، وأنّ الصحيح جواز شركة المساهمة بالضوابط الشرعية المذكورة أعلاه، وأهما أن لا تتعامل الشركة بالربا لا أخذ ولا إعطاء وأن لا تعامل بالمحرمات كالخمر³.

ويختتم الترويج بقرار مجمع الفقه الإسلامي بجدة رقم: 63 (7/1) 1992 والذي جاء فيه، " الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالمحرمات، كالربا ونحوه بالرغم من أنّ أنشطتها الأساسية مشروعة"⁴.

ومن الأدلة على جواز شركات المساهمة ما يلي:

- إستدل من أرباح التعامل مع شركات المساهمة عموما بأدلة مذكورة في القرآن والسنة والتي تحثّ على الوفاء بالعقود والشروط كقوله تعالى: (يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ⁵)، وقوله صلى الله عليه وسلم: (المسلمون على شروطهم إلاّ شرطاً حرّما حلالا، أو أحلّ حراما⁶)؛
- كما ساهم الدكتور صالح المرزوقي قائلا: " إنّ شركة المساهمة الخالية من الربا والشروط المحرمة جائزة شرعا، وينطبق عليها قواعد شركة العنان "، وأضاف قائلا: " وهي إمّا شركة عنان بحتة أو شركة عنان ومضاربة "، وفصل في ذلك بقوله: " إن اشترط في شركة المساهمة أن يساهم أعضاء مجلس الإدارة وعلى أن يأخذ أعضاء المجلس مكافأة في تشكل نسبة في الربح كانت شركة عنان ومضاربة لأنّ مجلس الإدارة سينكفل بالعمل مقابل نصيب من الربح واستدل على ذلك بما جاء في المغني: إن اشتراك مالان وبدن صاحب أحدهما فذلك جائز مع الإشارة أنّه

¹ حسام الدين بن موسى عثمانة، " يسألونك في المعاملات المالية المعاصرة "، الجزء الرابع، القدس، 2015، ص: 99.

² المرجع نفسه.

³ حنان عبد الرحمن أبو مخ، " زكاة الشركات في الفقه الإسلامي "، الطبعة الأولى، دار المأمون للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص: 98.

⁴ صالح بن محمد بن سليمان السلطان، مرجع سابق، ص: 62.

⁵ قط سليم، مرجع سابق، ص: 318، 192.

⁶ صالح بن زاييف المرزوقي البقمي، ص: 310، 318.

ليس كل ما هو في شركة المساهمة جائزاً شرعاً، فمثلاً التعامل بالسندات محرم وغير مقبول مهما كان الحال أو الوضع حسب الدكتور¹؛

• جواز الإستثمار والمتاجرة في الشركات المختلطة بالحلال والحرام بضوابط، ومن ذهب إلى هذا القول: الهيئة الشرعية لشركة الراجحي، والهيئة الشرعية للبنك الإسلامي الأردني، والمستشار الشرعي لدلة البركة، وبذور البركة السادسة، وعدد من العلماء المعاصرين منهم الشيخ عبد الله بن منيع حفظه الله.

وما جاء في قرار الهيئة الشرعية لشركة الراجحي المصرفية رقم: 485 ما يلي:

- أن جواز التعامل بأسهم تلك الشركات مقيد بالحاجة والإكتفاء دونها؛
- أن لا يتجاوز إجمالي المبلغ المفترض بالربا² 25% من إجمالي موجودات الشركة؛
- ألا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج عن عنصر محرم 05% من إجمالي إيراد الشركة؛
- ألا يتجاوز إجمالي حجم العنصر المحرم - إستثماراً كان أو تملكاً لمحرم، نسبة 15% من إجمالي موجودات الشركة.

والهيئة توضح أن ما ورد من تحديد للنسب في هذا القرار مبني على الإجتهد، وهو قابل لإعادة النظر³.

2. حكم إصدار الأسهم

إنّ عملية إصدار وتملك الأسهم لها ضوابط شرعية ينبغي الإلتزام والتقيّد بها، ومن أهمها:⁴

أ. يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي أنشئت من أجله الشركة مباحاً؛ ونشاطها مشروعاً ويحقق مصلحة المجتمع؛

ب. أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة ومعلومة لدى الناس، بحيث تتضح سلامة تعاملها ونزاهته؛

ج. أن لا يترتب على التعامل بالأسهم أي محذور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل؛

د. تعدّ شهادة السهم وثيقة تثبت ملكية المساهم لحصة شائعة في الشركة، يجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم مالكةا أو لأمره، ولا مانع أن تكون لحاملها؛

و. يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إمّا حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإمّا بالقيمة السوقية سواء كان بعلاوة إصدار أم بدونها؛

¹سورة المائدة، الآية رقم: 01.

²سواء أكان قرضاً طويل الأجل أو قصير الأجل.

³مسفر بن علي القحطاني، "حكم العمل في الشركات المباحة ذات النشاط المحرم - مقارنة فقهية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد: 09، العدد: 02، 2012، ص: 196.

⁴شافية كتّاف، مرجع سابق، ص: 170 - 171.

ز. جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي أن: " إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعا ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرا مناسباً"

ح.- يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار¹، إذا كان تعهد الملتزم بالإكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد؛

ط. تجوز تقسيط قيمة السهم للمكتتبين، شرط أن يشمل التقسيط جميع الأسهم؛

ي. ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة تتوافر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، لذلك ينبغي أن يكون مقدار الربح لكل واحد من الشركاء مذكور عند التعاقد من دون جهالة. وعليه فالحكم المطلق بجواز التعامل بالأسهم دون تمييز لم يصادف الصواب، ذلك أنّ منها ما هو صحيح جائز لا شبهة فيه، ومنها ما هو حرام " لا يجوز التعامل به وطالما أنّ الأحكام الشرعية تسقط على ما تمثله الأوراق المالية من حيث الحقوق وليست الأوراق المالية في حد ذاتها، لذا فالأحكام الفقهية الواردة في الأسهم تختلف باختلاف أنواعها"².

3. ضوابط تداول الأسهم

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التداول على أنه: " التصرف في الحق الشائع الذي يمثله الصك بالبيع أو الرهن أو الهبة، أو غير ذلك من التصرفات الشرعية"³. وتختلف طريقة تداول أن نقل ملكية الأسهم باختلاف شكلها، فالأسهم الاسمية يتم نقل ملكيتها بطريقة نقل القيد باسم المتنازل إليه في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الشركة وتؤشر بما يفيد موافقتها على التنازل، أي نقل الملكية في هذا السجل وفي السهم ذاته، أمّا الأسهم لأمر يتم نقل ملكيتها بطريق التطهير⁴، في حين أنّ الأسهم لحاملها يتم نقل ملكيتها عن طريق التسليم المادي، أي المناولة اليدوية، حيث يندمج الحق مع الصك⁵.

والملاحظ في هذا السياق أنّ أغلب إن لم تكن كل القوانين التجارية في العالم مزجت بين الحق الذي يمثله السهم في الشركة والصك، إلا أنه بالنسبة للفقه الإسلامي والذي ينظر للصك على أنه ورقة لا تعبر عن أي ثمن ولا تعد من جنس الائتمان، كالذهب والفضة والنقود الذهبية أو الورقية الصادرة عن الحكومة، ومنه فإن بيع السهم لا ينصب عليه في ذاته كصك، وإنما على ما يمثله في أصول الشركة من

¹ يقصد بضمان الإصدار : الإتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالإكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتتب فيه غيره.

² دلفوف سفيان، " أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية – حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي -"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد: 14، العدد: 19، 2018، ص: 193.

³ باسل يوسف محمد الشاعر، هيام محمد عبد القادر الزيدانين، " الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الأسهم، الصكوك الإستثمارية الإسلامية"، دراسات : علوم الشريعة والقانون، المجلد: 43، ملحق: 03، 2016، ص: 1241.

⁴ يقصد بالتطهير: نقل ملكية الورقة التجارية من المظهر إلى المظهر إليه، أو توكيله بالقبض، وكثيرا ما يتعامل الناس اليوم بالتطهير في الشيكات أو غيرها من الأوراق التجارية، وإن كان التطهير في الشيكات أكثر شيوعا.

⁵ بن بعبيش وداد، " تداول الأسهم والتصرف فيها في شركات الأموال"، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون، جامعة تيزي وزو، 2017، ص: 77.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

عقارات ومنقولات وأموال وحقوق، وهو ما قال به مجمع الفقه الإسلامي العالمي في قراره رقم: (1/65) في دورته السابعة¹.

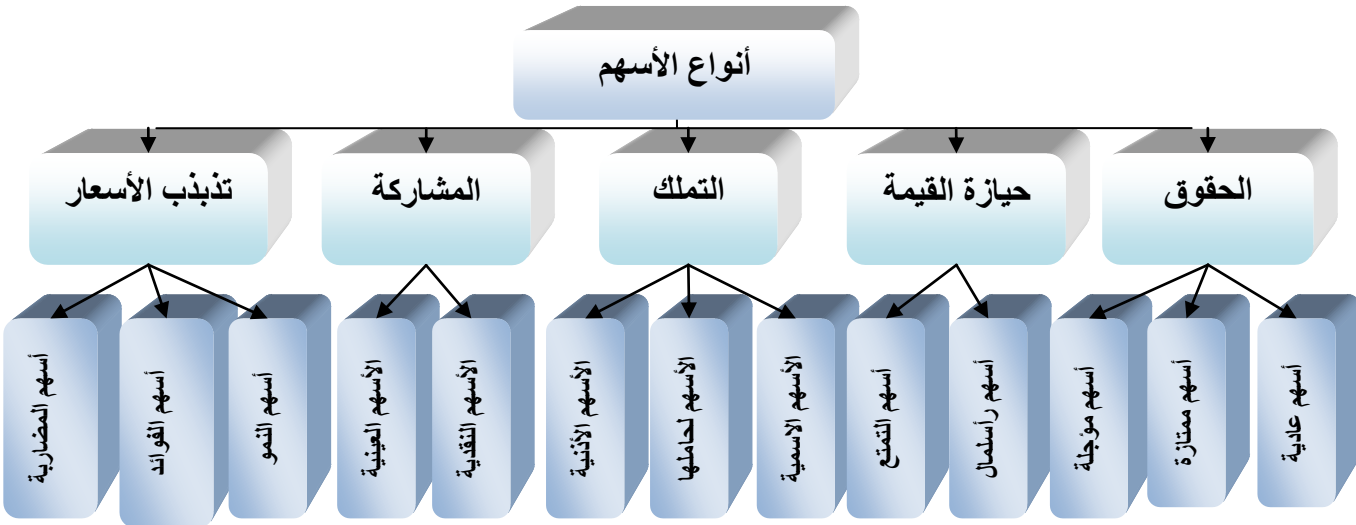
وبعد هذا الطرح يتضح أن تداول الأسهم بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية الإسلامية جائزة شرعا مع مراعاة طرق البيع والشراء والتداول الصحيحة والتي لا تخل بعقد البيع أو الشراء مثل المعاملات الصورية التي تحدث في أسواق الأوراق المالية المعاصرة كعمليات بيع وشراء الخيار، والعقود المستقبلية المتنافية مع أحكام المعاملات والبيوع في الإسلام²، وسوف نوضح ذلك في المبحث الثاني من هذا الفصل.

ثالثا: أنواع الأسهم في ميزان الفقه الإسلامي الإقتصادي

للأسهم أنواع كثيرة وأسماء مختلفة ومتنوعة، لذلك لا يكون الحكم دقيقا حتى يتم الإلمام بكل نوع منها، ثم يبين حكمه، لأن الحكم على الشيء فرع من تصوره.

وهذه الأنواع بإعتبارات مختلفة، قد تتداخل بعضها في بعض، وقد تكون نوع واحد يعتريه عدة أحكام بإعتبار حالاته المختلفة التي تحددها الشركة في نظامها الأساسي، لذلك نحاول أن نذكر كل ذلك بشيء من الإيجاز³، من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (11): أنواع الأسهم



المصدر: بالإعتماد على: ياسر عبد الكريم الحواني، " أدوات الإستثمار المالي حقيقتها وحكمها الشرعي"، دراسات علوم الشريعة القانون، المجلد: 22، العدد: 02، 2015، ص: 608 – 609.

¹ المحل المتعاقد عليه في بيع السهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة.

² قط سليم، مرجع سابق، ص: 199 – 200.

³ علي محي الدين القرة داغي، " أحكام الأسهم وأنواعها على ضوء قواعد الفقه الإسلامي"، الجزء الأول، الطبعة الأولى، ص: 392، على الموقع الإلكتروني: www.quaradaghi.com

وسيتم شرح كل معيار كما سيأتي:

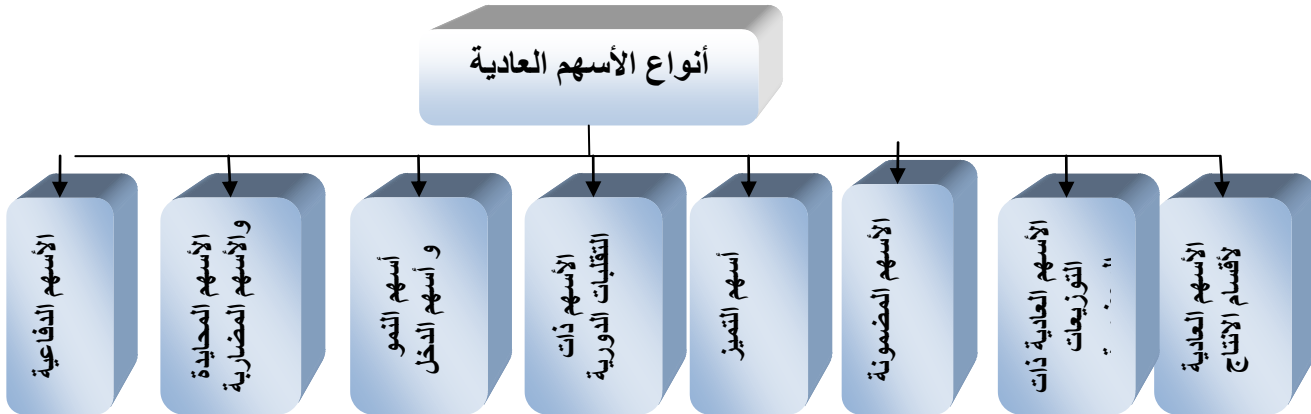
1. معيار الحقوق: تقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة:

أ. الأسهم العادية

عرّفت الأسهم العادية بأنها حصّة في ملكية منشأة تمنح صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، ويحق لحاملها الإشتراك في إدارة المنشأة، وتعرف أيضا: " بأنها الأسهم التي لا تمنح حاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين، سواء في أرباح الشركة خلال مدة، أو في أصولها عند تصفيتها"¹.

ويقول سمير عبد الحميد رضوان في كتابه: " أسواق الأوراق المالية "، وقد وقع إختيارنا على تعريف أكثر شمولاً لأحد المعاجم الأجنبية والتي عرّفها بأنها أكبر أنواع الأسهم شيوعاً، وأنها التي ينعقد لمالكيها الحق في إقتسام الأرباح المحققة بعد دفع التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة وقبل صرف أرباح الأسهم المؤجلة، ويلمس هذا التعريف نقطة هامة من حيث تحمل هذه الأسهم لمعظم المخاطر². ولقد عرّف إصدار الأسهم العادية خلال الثلاثين سنة الأخيرة من القرن العشرين عدة تطورات وتحديات في أنواعها تختلف بحسب الغرض والهدف من إصدارها، ومن هذه الأنواع الحديثة للأسهم العادية ما يلي:³

الشكل رقم (12): الأنواع الحديثة للأسهم العادية



المصدر: بالإعتماد على مراجع وخبرات سابقة.

وتتميز هذه الأسهم بمجموعة من الخصائص أهمها:⁴

¹ إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، " إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية - دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية "، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد: 17، العدد: 02، ص: 16 .

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 270.

³ قط سليم، مرجع سابق، ص: 86، 89.

- انظر: محمد الفاتح محمود، " تمويل ومؤسسات مالية "، دار الجنان للنشر والتوزيع، دون سنة نشر، ص: 67، 70، على الموقع الإلكتروني:

<https://books.google.dz>

⁴ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، " الإدارة المالية المتقدمة "، دار البازوزي للنشر والتوزيع، 2019، ص: 364.

على الموقع الإلكتروني: <https://books.google.dz>

- تعبير عن التمويل المتملك في أصول المنشأة؛
- تشكل الجزء الأساسي من حساب حقوق الملكية في الميزانية العمومية؛
- تعطي الحق في إستلام حامله مقسوم غير ثابت وغير مؤكد في الأرباح؛
- تتيح لحاملها الأسبقية في شراء الإصدارات الجديدة من أسهم الشركة قبل عرضها على الجمهور؛
- تعطي الحق في اختيار أعضاء الفريق الإداري للمنشأة وتغييرهم وإبعادهم؛
- 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 الأخرى¹؛
- حملة الأسهم العادية عند تصفية موجودات الشركة يحصل على ما تبقى من التصفية بعد تسديد كل الالتزامات الخاصة بالدائنين.

ولا شك أن الأسهم العادية إزاء ما تكسبه من حقوق في الأرباح والمشاركة في صناعة القرارات، فإنها تتحمل عامل المخاطرة، وهو ترجمة لقاعدة الغنم والغرم²، وحكم هذا النوع من الأسهم الأصل فيه الجواز، لأنه مبني على العدالة وتساوي الحقوق والواجبات³.

إلا أن هناك شركات (ووفقاً للقوانين الوضعية) تصدر أسهما متفاوتة في الحقوق، كحق التصويت أو توزيع الأرباح، وهناك أسهم عادية ضامنة لها طرف ثالث (الحكومة مثلاً أو شركة أخرى) يضمن لها حد أدنى من الأرباح الموزعة.

والأسهم المتفاوتة في الحقوق لا تجوز شرعاً، وهي محل إتفاق الفقهاء، وذلك لأن الأصل هو عدم التفاوت في الحقوق بين الأسهم إلا بمقدار عددها ما دامت متساوية⁴.

ب. الأسهم الموجلة

وهي التي تعطى للمؤسسين، ولمن يقومون بترويج الأسهم الجديدة للشركة عند إنشائها، وتسمى موجلة لأنها لا تستحق نصيباً من الأرباح الموزعة قبل سداد حاملها بقيمة الأسهم نسبة معينة من رأس المال⁵. هذه الأسهم غير جائزة شرعاً إلا بشروط، شأنها في ذلك شأن أسهم التمتع التي سوف يتم التطرق إليها في معيار حيازة القيمة إلى شروطها.

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، محمد حسين منهل العيساوي، ندى عبد القادر عبد الستار الشريدي، " أبعاد المنطق الإستراتيجي وتأثيرها في قيمة الأسهم في سوق المال – دراسة تحليلية في قطاع التأمين العراقي الخاص"، مجلة العربي للعلوم الإقتصادية والإدارية، السنة الحادية عشر، المجلد الثاني، العدد: 35، 2015، ص: 238 – 245.

² ياسر عبد الكريم الحوراني، مرجع سابق، ص: 608.

³ سعد بن تركي الختلان، " الأسهم الجائزة والمحظورة"، مرجع سابق، ص: 09.

⁴ شعيبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 92.

⁵ المرجع نفسه، ص: 92.

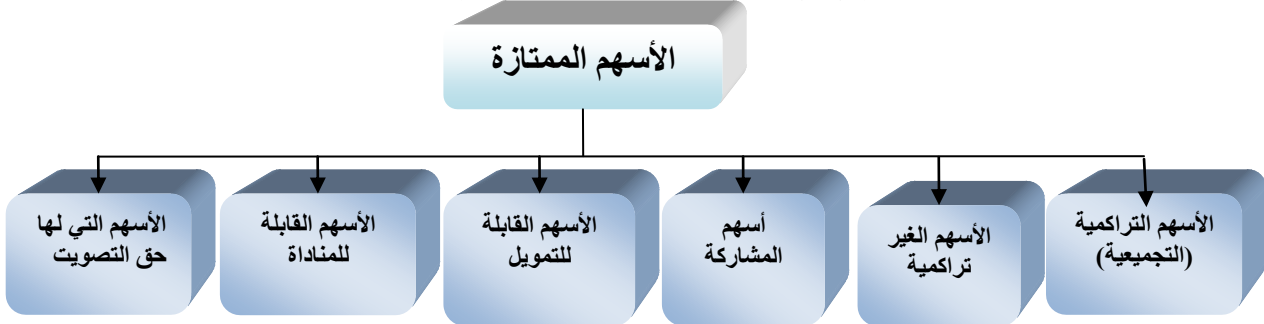
ج. الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة هي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوق أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبقى لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها¹، وللأسهم الممتازة قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة².

ويطلق على السهم الممتاز أيضاً اسم سهم الأولوية والأفضلية، ويتمتع حملته بالحقوق التالية:

- حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها؛
 - حق الأولوية عند التصفية؛
 - يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية، ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة؛
 - حامل السهم لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية إلا في حالات محددة³؛
 - يحق للإدارة أن تقوم بإستدعاء الأسهم الممتازة، بحيث تقوم بشرائها من أصحابها⁴.
- وللأسهم الممتازة هي الأخرى إتجاهات حديثة وأنواع جديدة تختلف في طريقة الدفع والإمتيازات⁵، أهمها:

الشكل رقم (13): الإتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة



المصدر: بالإعتماد على مراجع وخبرات سابقة.

أما حكم الأسهم الممتازة، فيختلف باختلاف نوعية الإمتياز فيها:

¹ مصطفى يوسف كافي، " بورصة الأوراق المالية " الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2009، ص: 156.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 26.

³ يجوز لحملة الأسهم الممتازة التصويت على قرارات الجمعية العامة للمصدر في حالة لم يتم توزيع كامل الأرباح المستحقة للأسهم الممتازة لمدة سنتين متتاليتين للمصدر.

⁴ بن عزوز عبد الرحمن، " دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس "، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، قسنطينة، 2012، ص: 33.

⁵ معراج هواري، حاج سعيد عمر، " التمويل لتأجيرى - المفاهيم والأسس"، الطبعة الأولى، كنوز المعرفة، المملكة الأردنية الهاشمية، 2013، ص: 26 - 27.

النوع الأول: هو المحظور

إعطاء لأسهم الإمتياز حق الحصول على الأرباح وذلك بتعيين نسبة محددة سواء ربحت الشركة أم خسرت، فيكونون قد اشتركوا مع أصحاب الأسهم العادية بالربح، وامتازوا عليهم بريح زائد، مع أنّ السهم الواحد مساو في القيمة، فإنّ هذا النوع لا يجوز البيّته، لأنه يتضمن الربا الحاصل بالضمان بنسبة ثابتة¹. وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح، أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمور الإجرائية أو الإدارية"². وقال الشيخ أبو زهرة³: "أنّ الأسهم في الشركات التي أباحها الإسلام بإسم المضاربة هي التي تتبع الربح والخسارة"⁴.

النوع الثاني: هو المباح⁵

وهو ألا يعود الإمتياز إلى الجوانب المالية، كما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي: بإعطاء الإمتياز في القضايا الإدارية المتحكم فيها، أولهم حق الأولوية في الإكتتاب بأسهم جديدة، بناء على أنّ الشركة إنعقدت إيجابا وقبولا، كما هو مقرر في باب المعاملات بحق الشفعة⁶.

2. معيار المشاركة

تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى أسهم نقدية وأسهم عينية:

أ. الأسهم النقدية

وهي الأسهم التي تعطي للشريك إذا قدم حصة في رأسمال الشركة نقودا، وقد تكون محررة، أي دفعت قيمتها كلها، وقد تكون غير محررة، أي دفعت بعض قيمتها، كالنصف مثلا، حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الإكتتاب، بل يمكن أن يدفع جزء منها، ويكون مطالب بالباقي، بحيث لو صفت الشركة وعليها ديون مثلا، طوب المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم⁷. ويقول ابن رشد: "فأمّا محل الشركة، فمنه ما اتفقوا عليه، ومنه ما اختلفوا فيه، فاتفق المسلمون على أنّ الشركة تجوز في الصنف الواحد من العين، أعني الدنانير والدرهم، وإذا كان الفقهاء قد نصوا على جواز الشركة بالدرهم والدنانير، فإنّها تجوز بالعملة النقدية المتداولة، وإن لم تكن دراهم ودنانير"⁸.

¹ علي سالم أحمد، أياد أحمد هادي، " المصلحة المرسلّة والملغاة في الأسهم والسندات وفق المنظور الإسلامي"، مجلة الجامعة العراقية، المجلد: 02، العدد: 29، دون سنة نشر، ص: 483 - 484.

² مساعد بن عبد الله بن حمد الحقيّل، " ربح ما لم يضمن"، دراسة تأصيلية فقهية، الطبعة الأولى، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، 2011، ص: 382.

³ محمد أحمد مصطفى أحمد (1974 - 1998)، عالم ومفكر وباحث مصري، من كبار علماء الشريعة الإسلامية والقانون في القرن العشرين.

⁴ إسماعيل كعلة عبد اللطيف، " الأوراق المالية في السوق وحكمها في الشريعة الإسلامية"، مجلة ديالى، العدد: 44، 2010، ص: 192.

⁵ علي سالم أحمد، أياد أحمد هادي، مرجع سابق، ص: 484.

⁶ حق الشفعة هو حق تملك جبري يثبت للشريك القديم على الشريك الجديد، فيما إستملك بعوض مالي مسمّى بينهما.

⁷ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 117.

⁸ قط سليم، مرجع سابق، ص: 201

- ولذلك رأى بعض الفقهاء من الحنفية والمالكية والحنابلة جواز الشركة بالفلوس (العملة) الراجعة لأن رواجها يضيف عليها قوة ويجعلها مقبولة بين الناس، ويمكن تداولها كالانتمان للمبيعات.

ب. الأسهم العينية

هي الأسهم التي تمثل الحصص العينية في رأس مال الشركة¹، والمساهمة بهذا النوع من الأسهم يعتبر نوع خاص من المساهمة، يحتاج إلى تولى الشركات والتشريعات أهمية كبيرة بخصوص كيفية تقدير هذه الأسهم إجتنابا للخطأ في تقييم ثمنها الحقيقي وقت الإكتتاب، وهذا هو مصدر الاختلاف بين الفقهاء في جوازها من عدمه، وكانت الآراء مقسمة إلى ثلاث أقوال:²

القول الأول: ذهب الإمام مالك والإمام أحمد بن حنبل إلى جواز الشركة بالأسهم العينية، والأسهم أو الحصص العينية في القانون الوضعي يقابلها أو يعبر عنها في الفقه الإسلامي بالاصطلاح الشركة بالعروض؛

القول الثاني: ذهب الأحناف والحنابلة في ظاهر المذهب إلى القول بعدم صحة الشركة بالعروض مطلقاً؛
القول الثالث: يرى الشافعية ومحمد بن الحسن من الأحناف أنه تصح الشركة في مثليات من العرض والزّاجح من الأقوال هو القول بجواز الاشتراك بالعروض، وبناء عليه يمكن الحكم بصحة إصدار السّهم العيني والتعامل به، تيسير على المسلمين في معاملاتهم، ولا يوجد دليل نقلي على منعها³.
3. **معيّار التملك:** وفيه يتحدد نوع الأسهم حسب الجهة المالكة لها وهي ثلاث أنواع:

أ. الأسهم الإسمية

السّهم الإسمي هو الذي يحمل اسم صاحبه، ويتم تداوله عن طريق القيد في سجلات خاصة يعدها صك لهذا الغرض⁴، ويحسب رأس مال الشركة طبقاً للقيمة الإسمية لمجموع الأسهم⁵، وهي أسهم لا تنقل فيها ملكية السهم إلى آخر إلا بقيد في سجلات الشركة.

وإصدار هذا النوع من الأسهم جائز ويستدل على جواز إصدارها بأن يقال، أنّ الشارع قد رغب في توثيق الحقوق وحفظها بالكتابة وغيرها، لقوله تعالى: (إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا)⁶.

ب. الأسهم لحاملها

وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها، وإنما يذكر فيها كلمة أنّها للحامل، فيكون أي شخص يحمل هذا الصك هو المساهم في الشركة، فتصبح حيازته دليلاً على الملكية، وهذا النوع من الأسهم لا يصح

¹ عبد الكريم قندوز، "الخيارات المستقبلية والمستقلات المالية الأخرى"، الطبعة الأولى، إي - كتب، لندن، 2017، ص: 41.

² شافية كتاف، مرجع سابق، ص: 151.

³ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص: 47.

⁴ على جمعة محمد، "موسوعة الإقتصاد الإسلامي في المصارف والعقود والأسواق المالية"، موسوعة الإقتصادية المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والتجربة، القاهرة، 2009، ص: 235.

⁵ شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق، ص: 100.

⁶ سورة البقرة، الآية رقم: 282.

⁷ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 174، 176.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

إصداره شرعا لجهالة المشترك، ولأن ذلك يفضي إلى النزاع والخصومة، وإضاعة الحقوق¹، وبها قال الخياطي والمرزوقي.

ج. الأسهم الأذينية (لأمر)

وهي الأسهم التي تقيد ابتداءً باسم المكتتب، ويكفي لتداولها مجرد التطهير، أي تأشير التخلي عن ملكيتها بتوقيع المالك دون الحاجة إلى القيد في السجلات².

ومع أنّ هذا النوع نادر الوقوع، فقد ذهب الدكتور الخياط إلى جواز هذه الأسهم لمعرفة السبب الأول والثاني...؛ فالجهالة منتقية، غير أن الأستاذ حسن الأمين أنّها غير جائزة، لأنّها تصدر سائبة لغير مالك معين يتأتى منه تطهيرها³.

4. معيار تذبذب الأسعار: وتنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى ثلاثة أصناف تتمثل في:

أ. أسهم النمو

أسهم النمو نركز من خلالها الشركات على نمو القيمة السوقية التي يغلب عليها الزيادة والتذبذب السريع، ولا تركز على توزيع الأرباح في المدة قصيرة الأجل⁴؛ فمن الملاحظ أن أسهم النمو تركز على ربح محدد متفق عليه، فهي مبنية على التوقعات التي قد تصيب السهم خلال فترات التذبذب السريع (كما أنّها تنمو ضمن شركات)، أنّ هذه الشركات المصدرة للأسهم تنمو في بيئة غير مستقرة تتضارب فيها مصلحة مالكي أسهم النمو والأرباح الأساسية المحققة.

ب. أسهم الفوائد

تشمل أسهم الشركات التي تركز على صرف أرباح بانتظام، أو توزيع أسهم إضافية وهذه الأسهم يقل تذبذب أسعارها⁵.

ج. أسهم المضاربة

وهي أشد أنواع الأسهم تذبذبا، فهي تدخل للسوق دون النظر إلى أداء الشركة⁶.

5. معيار حيازة القيمة

ووفق هذا المعيار تقسم الأسهم إلى:

أ. سهم رأس المال:

الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، وهذا النوع جائز شرعا، فهو الأصل والقاعدة في الشركات⁷.

¹ صالح بن زايد المرزوقي النقيمي، مرجع سابق، ص: 355.

² في حين رأي مجمع الفقه الإسلامي أن شهادة هي وثيقة لإثبات الاستحقاق، ولا مانع إصداره بهذه الطريقة.

³ ياسر عبد الكريم الحوراني، مرجع سابق، ص: 609.

⁴ المرجع نفسه.

⁵ أحمد السعد، " الأسواق المالية المعاصرة "، 2012، ص: 42 على الموقع الإلكتروني: <https://books.google.dz>

⁶ ياسر عبد الكريم الحوراني، مرجع سابق، ص: 609.

⁷ شعبان محمد إسلام البروراني، مرجع سابق، ص: 97.

ب. أسهم التمتع

وهي الأسهم التي يحصل عليها المساهم بعد أن يستهلك¹ أسهمه².

وأما الرأي الشرع في هذه الأسهم، فمنها ما هو جائز، ومنها ما هو غير جائز حسب صور إستهلاكها، فلا يجوز شرعا في صورتين³:

1. إذا استردت القيمة الحقيقية للسهم، سواء كانت أعلى أو أقل من قيمته الإسمية؛

2. إذا استردت القيمة الإسمية للسهم، وكانت أعلى من القيمة الحقيقية للسهم.

وتجوز شرعا الصور الآتية:

1. أن يعطى المساهم قيمة السهم الإسمية أقل من القيمة الحقيقية؛

2. التصفية الجزئية المستمرة بإعطاء كل من المساهمين نسبة معينة من قيمة أسهمهم بالتساوي وحسب عدد الأسهم؛

3. إقتطاع مبلغ معين من أرباح الشركة سنويا وإيداعه بإسم المساهمين إلى أن يبلغ قيمة الأسهم جميعا إلى حين إنتهاء الشركة أو إنتهاء امتيازها فيأخذوه.

فلا يجوز إنشاء أو إصدار أسهم التمتع إلا بالصور الثلاثة الأخيرة، وذلك لأن عقد الشركة في الإقتصاد الإسلامي مبني على المساواة بين جميع الشركاء⁴.

المطلب الثاني: السندات

أولاً: مفهوم السند

السند لغة: يطلق على إنضمام الشيء إلى شيء آخر، وجمعه سندات، ويأتي بمعنى الإعتماد على الشيء، يقال: إستند إلى الشيء، أي إعتد عليه⁵.

أما اصطلاحاً، فيعرّف السند:

➤ السند هو أداة دين يباع من قبل الشركات أو الحكومات بغرض الحصول على الأموال، ويكون مالك

السند (المستثمر) هو الدائن للشركة، وليس مالك في الشركة كما هو الحال في الأسهم⁶؛

➤ ومن أفضل التعريفات للسندات⁷ "هي صكوك متساوية القيمة، تتمثل في ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، تثبت حق حاملها فيما قدموه من مال، على سبيل القرض للشركة وحقهم في الحصول على

¹إستهلاك السهم: هو رد قيمته الإسمية للمساهم أثناء حياة الشركة، ويتم إستهلاكه إما بطريقة القرعة السنوية حتى نهاية مدة الشركة، أو يرد جزء من القيمة الاسمية لجميع الأسهم سنويا، بحيث ينمو الإستهلاك الكلي على المدى الزمني الذي يحدده نظم الشركة، وهو ما يسمى بإطفاء الأسهم.

²سعد بن تركي الخثلان، مرجع سابق، ص: 12.

³شعبان محمد إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 98.

⁴قط سليم، مرجع سابق، ص: 205.

⁵قاسم محمد حزم الحمود، "حكم التعامل بالسندات والبدائل الشرعية لها - دراسة فقهية معاصرة"، مجلة العلوم البحوث الإسلامية، المجلد: 17، العدد: 01، 2016، ص: 03

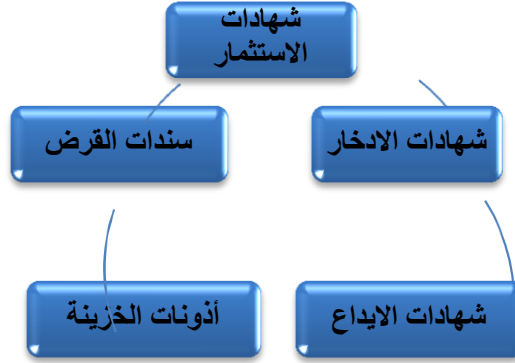
⁶إبراهيم الكراشة، "إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات"، صندوق النقد العربي - معهد السياسات الإقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص: 49.

⁷يونس صوالحي، بن عوالي محمد الشريف، "بيع الدين وأثره في الأسواق المالية"، مجلة الإسلام في آسيا، العدد الخاص: 04، ماليزيا، 2011، ص: 253.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

الفوائد المستحقة دونها ارتباط بنتائج أعمالها ربما كانت ربح أو خسارة وإقتضاء قيمة الدين المثبت على الصكوك في مواعيد إستحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية".
ويطلق على السندات عدة ألقاب، يتم تلخيصها في الشكل الموالي:

شكل رقم (14): الألقاب المشتقة من السندات



المصدر: مساعد بن عبد الله بن حمد الحقييل، مرجع سابق، ص: 375 – 376.

ولبيان الأحكام المترتبة على السندات وعلى التعامل بها، نوجز الخصائص التي تميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية في النقاط التالية:¹

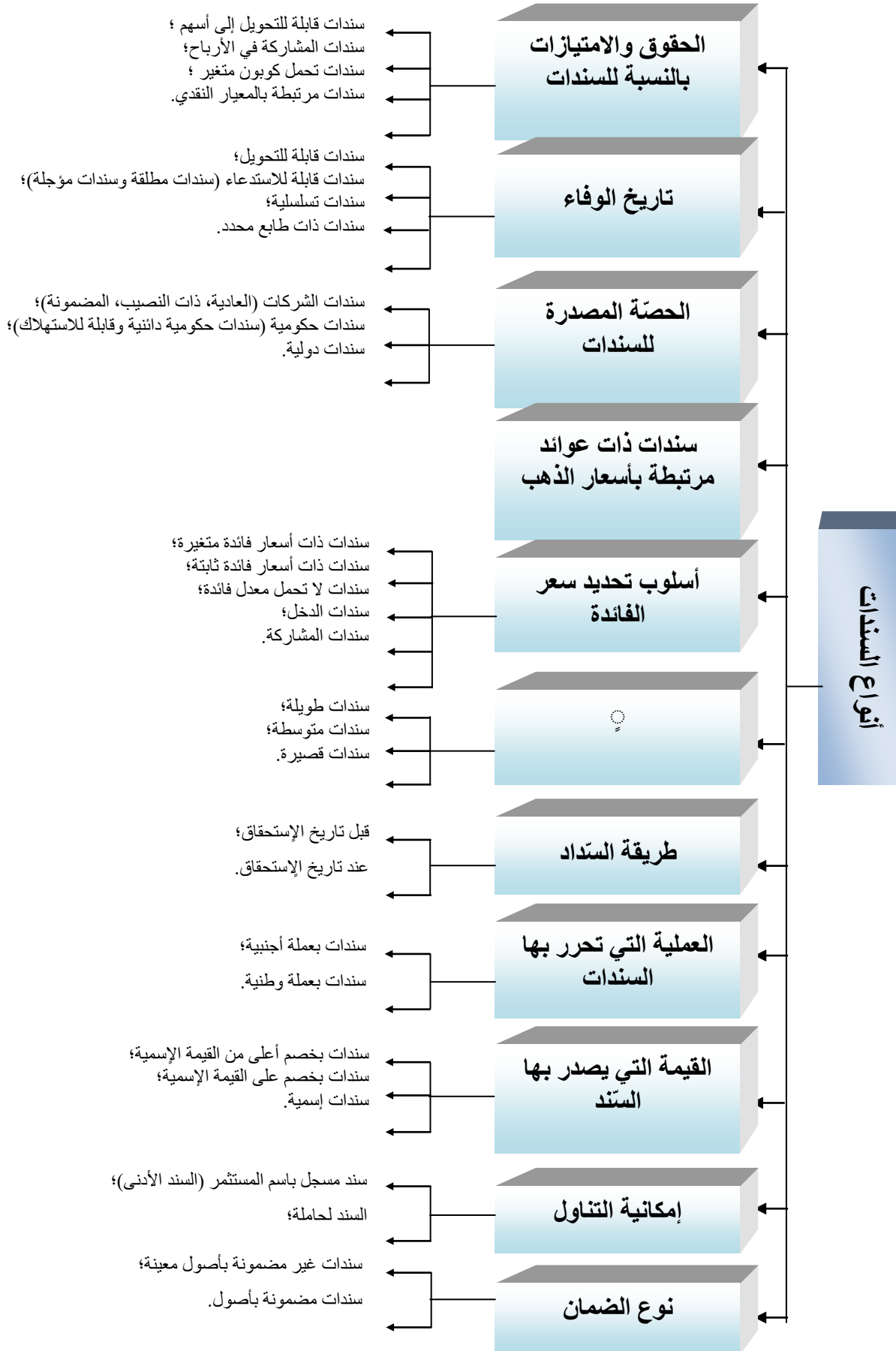
1. حق لصاحب السند في فائدة دورية ثابتة، سواء أربحت الشركة أو خسرت؛
2. ليس لصاحب السند حق التدخل في شؤون المؤسسة ولا التصويت ولا الاشتراك في الإدارة والرقابة؛
3. لصاحب السند ضمان عام على الشركة؛ بحيث يستوفي قيمة سنده قبل أن يستوفي صاحب السهم قيمة سهمه؛
4. يتم إستهلاك السندات نهاية المدة المحددة للقرض؛
5. يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الإسمية²؛
6. السندات قابلة للتداول بطريقة القيد أو السهم وغير قابلة للتجزئة³.

ثانياً: أنواع السندات

تتعدد أنواع السندات، وتتمايز أشكالها، وتختلف تبعاً لذلك الحقوق والامتيازات، ومنه يمكن تمييز الأنواع التالية:

¹ أركان عبد اللطيف، اسمهان عبد الله جاسم، " الأوراق المالية (الأسهم والسندات)", مجلة العلوم الإسلامية، العدد: 22، 1435 هـ، ص: 11.
² تسمى العملية بخضم الإصدار وهو الفرق بين القيمة الإسمية والقيمة الحالية عندما تكون القيمة الإسمية أكبر من القيمة الحالية للسند.
³ قاسم محمد حزم المحمود، مرجع سابق، ص: 04.

شكل رقم (15): أنواع السندات



المصدر: بالإستعانة بأبحاث سابقة.

مما سبق يتبين أنّ السندات تتنوع إلى أصناف كثيرة، لا يمكن حصرها، بل يتم الإكتفاء بذكر أشهرها فيما يلي:

1. تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها

يمكن تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى الأقسام الآتية:

أ. السندات ذات التاريخ المحدد للوفاء

وهي السندات التي ينصّ - عند إصدارها - على لزوم الوفاء بها في تاريخ محدد، بأن يدفع المصدر القيمة الإسمية للسندات جميعها عند تاريخ الإستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق له إلزام حامل السند قبول الوفاء به قبل هذا التاريخ¹؛

ب. السندات التسلسلية

وهي السندات التي يتفق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ إستحقاق متسلسلة حتى تاريخ الإستحقاق النهائي، مثل إصدار سندات بأربعين مليون ريال لمدة عشر سنوات، على أن يتم تسديد أربعة ملايين ريال في نهاية كل سنة²؛

ج. السندات قابلة للإستدعاء

عندما لا يكون للسند مدة محددة، أو تكون مدته طويلة، مع أن المصدر يرغب في أن يعطي نفسه الفرصة لسداد القرض قبل نهاية المدة، فإنّه يشترط القابلية للإستدعاء وهذا السندات تصدر عادة بعلاوة³، إستدعاء لتشجيع المستثمر على شرائها⁴.

وتختلف السندات القابلة للإستدعاء من حيث المهلة المسموح خلالها بالإستدعاء ضمن سندات تكون قابلة للإستدعاء مطلقة في حرية إستدعاء السند في أية لحظة، والسندات ذات الإستدعاء المؤجل، تمنح حاملها مدة حماية ما بين 5 - 10 سنوات من تاريخ إصداره⁵.

وإذا لم يكن السند قابل للإستدعاء، فإنّ الشركة قد تقوم بتسديد السندات عن طريق شرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد، وذلك عندما تكون قيمة الند السوقية أقل من قيمته الإسمية⁶؛

د. السندات القابلة للتحويل

وهو إمتياز يمكن حامل السند من تحويله إلى أسهم عادية أو ممتازة عندما يجد أن الأرباح التي يحققها حملة الأسهم تفوق الفائدة التي يحصل عليها من سندات⁷، وذلك وفقا لقواعد وشروط محدد في العقد⁸.

¹ مبارك بن سلمان آل فواز، " الأسواق المالية في منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، ط1، جامعة الملك عبد العزيز، 2010، ص: 22.

² مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 204.

³ لأن شرط الإستدعاء فيما بعد يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر، فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي.

⁴ علاء إبراهيم عبد المعطي، " أدوات وسندات الخزنة العامة - دراسة مقارنة"، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، 2016، ص: 40.

⁵ شريط صلاح الدين، " أصول صناديق الإستثمار في سوق المالية"، دار حميش للنشر والتوزيع، 2018، ص: 88.

⁶ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 22.

⁷ رامي محمد كمال، " الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلا عن السندات التقليدية"، الطبعة الأولى، دون مكان نشر، 2019، ص: 62.

⁸ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 22.

2. تقسيم السندات من حيث الدخل

أي من حيث نوع العوائد المالية التي يجنبها حملة السندات، ويتم تقسيمها إلى:

أ. السندات ذات معدل الفائدة ثابت

وهي السندات التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من مقدمتها الإسمية، بحيث تدفع هذه الفائدة المحددة بشكل دوري، إلى أن يحل أجل الاستحقاق، ويتم الوفاء بالقيمة الإسمية للسند¹، وتعتبر من أكثر أنواع السندات شيوعاً في بيئة الأعمال.

ب. سندات ذات معدل فائدة عائم

تقوم بعض الشركات بربط معدل الفائدة على سندات بالأرقام القياسية المتعلقة بمعدل الإنتاجية أو متوسط أسعار منتجاتها، وكلما ارتفعت قيمة هذه المقاييس تقوم الشركة برفع معدل الفائدة على السندات²؛

ج. سندات لا تحمل معدل للفائدة (السندات ذات الكوبون الصفري)³

تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، وذلك إذا رغب في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق⁴؛

د. سندات الدخل

وهي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة أرباح في تلك السنة، بحيث لا يحق لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً كافية، إلا أنه قد ينص في عقد الإصدار على دفع فوائد السنوات التي لم تتحقق فيها أرباح من أرباح السنوات اللاحقة⁵، وقد نشأت أو ما نشأت من إجراءات الإفلاس، إذ عن طريقها تتمكن المنشأة أو الجهة المصدرة من تجنب مخاطر الإفلاس حتى تجد دخلاً كافياً لمقابلة التزاماتها⁶؛

هـ. سندات المشاركة

هي تلك السندات التي تخول لحاملها حق الحصول على حصة في الربح والذي حققه المشروع إذا تجاوز الفائض المحقق قدرًا معينًا، فضلاً عن الفائدة التي تقلها هذه السندات⁷.

3. تقييم السندات من حيث الضمان وعدمه

وتقسم إلى قسمين، هما:

¹ مبارك بن سليمان آل محمد بن سليمان، مرجع سابق، ص: 206.

² رامي محمد كمال، مرجع سابق، ص: 67.

يقصد بالمقاييس؛ مؤشر تكاليف المعيشة، وهو المؤشر الذي تصدره سلطة حكومية متخصصة، لمعرفة التغير في القوة الشرائية للنقود، عن طريق قياس الارتفاع ولا تخفض في أسعار سلعة من السلع الأساسية.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 33.

⁴ يمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر.

⁵ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 23.

⁶ محمد الفاتح، محمد بشير المرغربي، " التمويل والإستثمار في الإسلام "، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، مصر، 2018، ص:

262.

⁷ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 05.

أ. السندات المضمونة برهن أصول معينة

وهي عبارة عن سندات عادية تصدر بقيمة إسمية، والتي يدفعها المكاتب عند الإكتتاب، وعلى أساس هذه القيمة تحسب الفوائد، ويتميز هذا النوع من السندات بأن حاملها يطلب من الشركة ضمانا، كرهن مثلا تقرره الشركة على عقاراتها¹؛

وفي حالة التصفية، تكون لحملة السندات المضمونة الأولوية في استيفاء حقوقهم من قيمة هذه الأصول قبل غيرهم من حملة السندات الأخرى، أو غيرهم من الدائنين²؛

ب. السندات غير المضمونة برهن أصول معينة (سندات عادية)

وهي عبارة عن سندات غير مضمونة بأي شكل من أشكال الضمانات والمذكورة سابقا³، والضمانات الفعلية في هذه الحالة هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي، وفي حالة التصفية أو الإفلاس يعامل حملة هذه السندات معاملة غيرهم من دائني الشركة⁴.

4. تقسيم السندات حسب شكلها

وتنقسم إلى ثلاثة أقسام:

أ. السند الإسمي:

وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها، وتنتقل بطريق التسجيل، وقد تكون مسجلة بالكامل " الدين والفائدة "، وقد تكون مسجلة جزئيا-أصل الدين فقط-، أما الفائدة فيحصل عليها بطريق الكوبونات المرفقة بالسند، تنزع منها لتحصيل فائدتها من البنك⁵؛

ب. السند لحامله:

وهو سند يصدر فلا يذكر اسم الدائن، ويعتبر الحائز عليه مالكة⁶، وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء⁷، لها نفس حقوق والتزامات السند الإسمي؛

ج. السند لأمر:

ويسمى أيضا، السند الإذني، وهي ورقة يتعهد محررها بمقتضاها بأن يدفع مبلغ معين من النقود بمجرد الإطلاع أو في تاريخ معين لإذن أو أمر شخص آخر هو المستفيد⁸.

ثالثا: الحكم الشرعي للسندات

إنّ مجمع الفقه الإسلامي المنعقد سنة 1990 في دورة مؤتمره السادس، وبعد الإطلاع على أنّ السند يتضمن فائدة متفق عليه منسوبة إلى القيمة الإسمية له قرر:

¹ قاسم محمد حزم الحمود، مرجع سابق، ص: 05.

² مبارك بن سليمان آل محمد بن سليمان، مرجع سابق، ص: 208 - 209.

³ رامي محمد كمال، مرجع سابق، ص: 64.

⁴ مبارك بن سليمان آل محمد بن سليمان، مرجع سابق، ص: 209.

⁵ قاسم محمد حزم الحمود، مرجع سابق، ص: 05.

⁶ علي سالم أحمد، إيداد أحمد هادي، مرجع سابق، ص: 489.

⁷ رامي محمد كمال، مرجع سابق، ص: 65.

⁸ مفيض الرحمن، " التعامل بالأوراق التجارية في الشريعة الإسلامية "، دراسات الجامعة الإسلامية العالمية شيتاغونغ، المجلد: 03، 2006، ص:

إنّ السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول لأنها قروض ربوية¹، ويقول الدكتور يوسف القرضاوي في هذا الصدد، من الناحية الاقتصادية النظرية يؤكد كثيرون من فلاسفة الاقتصاد والسياسة: أنّ الفوائد الربوية وراء كثير من الأزمات التي يعاني منها العالم، وأنّ الاقتصاد العالمي لن يكون بخير حتى تكون الفائدة - صفرا - أي تلغى نهائيا²، كما وتحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري والسندات ذات الجوائز بإعتبار الأولى قرض يجزّ نفع، والثانية فيها شبهة القمار³.

وأوصى مجمع الفقه الإسلامي الدولي في ذات الدورة على أنّ البدائل للسندات المحرمة، إصدارًا أو شراءً أو تداولًا، هي السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة المشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلا⁴.

وسيتّم إفراد المبحث الثاني من هذا الفصل لدراسة الصكوك الإسلامية بنوع من التفصيل.

المطلب الثالث: المشتقات المالية في ميزان الشرع - الأدوات المالية الحديثة-

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

يطلق على المشتقات المالية أيضا تسمية الأدوات المالية الحديثة وتعرّف كالاتي:

المشتقات لغة: جمع مشتق، والمشتق مصدره من الفعل اشتق، وهو نتاج وتوليد في الأصل، وكلمة مشتقة: أصل صيغتها من كلمة أخرى، قال ابن فارس، " الشين والقاف أصل واحد صحيح يدل على إندفاع في الشيء، ثم يعمل عليه ويشتق منه على معنى الإستعارة، نقول: شفتت الشيء أشقه شقا، إذا صدّعته"⁵.

وتعرّف اصطلاحا بعدة تعريفات، نذكر على رأسها:

➤ عرّفها بنك التسويات التابع لصندوق النقد الدولي على أنّها: " عقود تتوقف قيمتها على أصول الأوراق المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل مالي من هذه الأصول، وتعتد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإنّ أي إنتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"⁶؛

¹ عبد اللطيف عبد الرحيم جتاهي، " الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية "، مجلة الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 19، دولة الإمارات العربية المتحدة، ص: 07.

² محمد سعيد محمد الرملاوي، " الأرباح والفوائد في ميزان الفقه الإسلامي (دراسة تطبيقية معاصرة) "، العدد: 30، الجزء الأول، جامعة القاهرة، الأزهر، ص: 226.

³ عبد اللطيف عبد الرحيم جتاهي، مرجع سابق، ص: 07.

⁴ المرجع نفسه، ص: 08.

⁵ مصطفى عبد الغفار عباس خليفة، " عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية - دراسة فقهية مقارنة "، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات، المجلد: 01، العدد: 35، الإسكندرية، ص: 132.

⁶ نبياس منيرة، " الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية "، عنوان مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول: " الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية "، أيام 20 - 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص: 03.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

- المشتقات المالية ليست أوراق مالية طويلة الأجل، كالأسهم والسندات، أو قصيرة كأذون الخزينة، وإنما هي عبارة عن عقود متعلقة بأوراق مالية طويلة الأجل يتم تنفيذها آجلاً¹؛
- والمشتقات المالية عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية، يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة، ويكون تقلب قيمتها أشدّ من تقلب قيمة الموجود الضمني لها، وهي تتعلق بعمليات والتزامات خارج الميزانية²؛
- وعرفتها الدكتورة إخلاص باقر هاشم النجار بأنّها: " عقود فرعية ثانوية تشتق من عقود أساسية للأدوات الإستثمارية، لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية، تشتق قيمتها من أصل نقدي كأصول الحقيقية (كالأسهم والسندات والعملات والذهب والسلع والمباني...إلخ)، ويتم معرفتها من خلال نوعين من الأسواق المتضمنة وغير المتضمنة"³.

ومن خلال ما سبق يمكن تقديم التعريف التالي:

المشتقات المالية أدوات مالية حديثة طويلة الأجل، تتم اشتقاقها من الأوراق المالية الحقيقية (أصول حقيقية) – الأسهم والسندات، العملات، الذهب – لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة (أصول وهمية).

وللمشتقات المالية مجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي:⁴

- ترتبط عقود المشتقات المالية بسعر فائدة محدد: ورقة مالية، سلعة، سعر صرف أجنبي؛
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد؛
- يتم تسوية المشتقات في تاريخ مستقبلي؛
- لا تتطلب المشتقات عادة إستثمارات مبدئية.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية

تتربع المشتقات المالية على أربعة أنواع أساسية، نوضحها في الشكل الموالي:

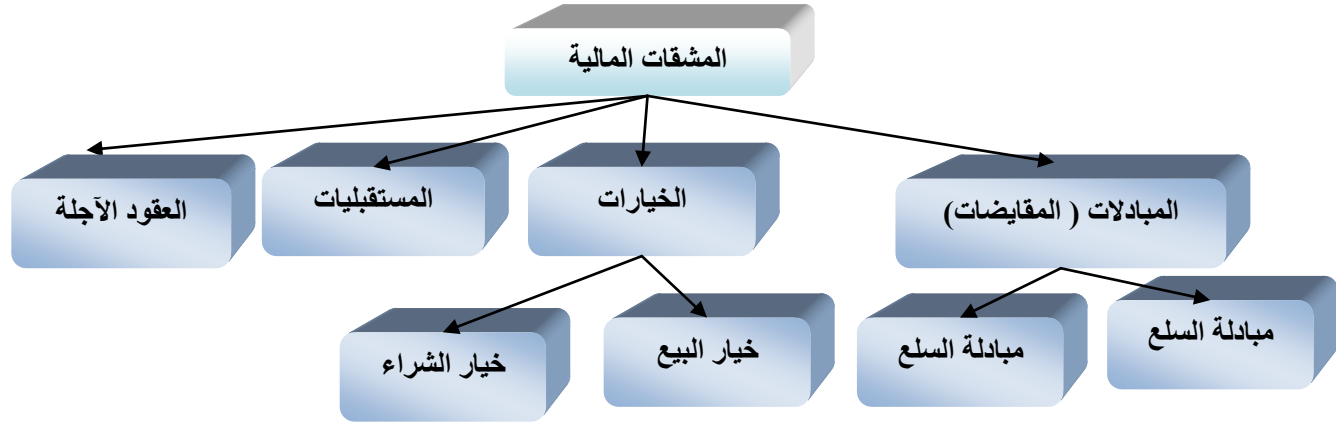
¹ سلطان بن فراج رشيد السبيعي، " تسوية المنازعات في الأسواق المالية – دراسة مقارنة -"، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والإقتصاد، الرياض، 2011، ص: 66.

² مصطفى عبد الغفار خليفة، مرجع سابق، ص: 195.

³ إخلاص باقر هاشم النجار، " الهندسة المالية الإسلامية"، جامعة البصرة، ص: 138.

⁴ نورين بومدين، " منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية"، المجلد: 05، العدد: 10، 2012، ص: 128.

شكل رقم (16): أنواع المشتقات المالية

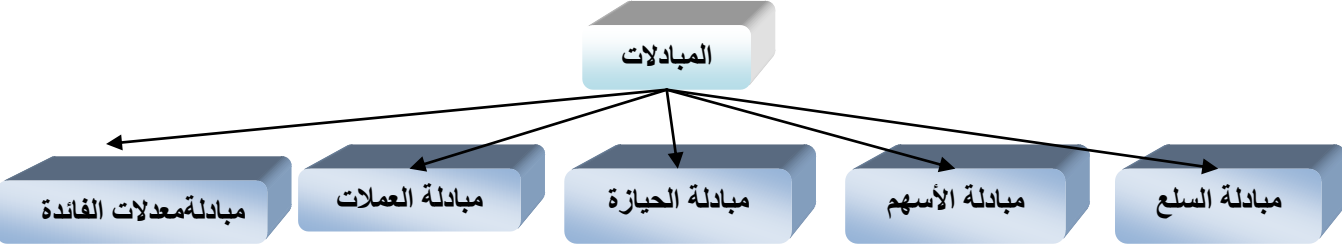


المصدر:

Akhil SEBASTIAN, « A study Financial Devertires First Edition, Isara Solutions, New Delhi, 2016, p: 49.

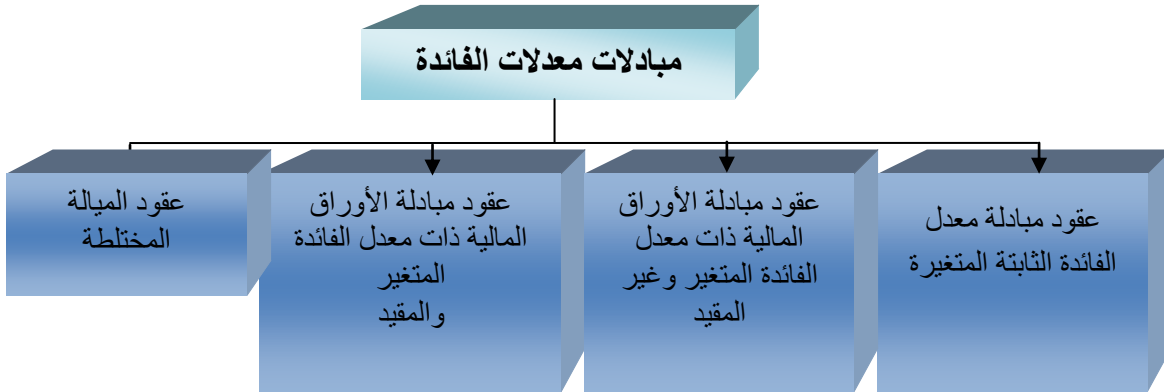
وهناك أنواع شائعة للمبادلات يتم توضيحها في الشكل الموالي:

شكل رقم (1-16): أنواع المبادلات



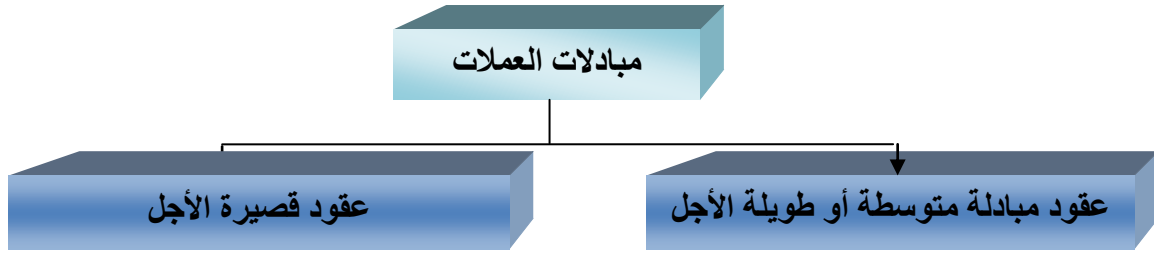
المصدر: عادل رزق: إدارة الأزمات المالية العالمية (منظومة الإصلاح الإداري بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2010، ص: 69.

شكل رقم (2-16): مبادلات معدلات الفائدة



المصدر: حاكم الربيعي، ميثاق القبلاوي، حيدر جوان، علي فارس، " المشتقات المالية (المستقبليات، الخيارات، المبادلات)، الجزء الثالث، دار اليازوري، دون سنة نشر"، ص: 36.

شكل رقم (16-3): مبادلة العملات



المصدر: فاطمة سيد عبد القادر حسنين، "المشتقات والأزمات المالية"، دار حميش للنشر والتوزيع، 2017، ص: 16.

1. العقود الآجلة Forward contracts

تعتبر العقود الآجلة إحدى المشتقات المالية التي تستخدم في إدارة التحوط من المخاطر المالية، وتطراً لما يشوبها من مخالفات شرعية، ولغرض الاستفادة من مزاياها في الأسواق المالية الإسلامية، فإن الأمر يستدعي تعديلها وتنقيحها لتتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية أو البحث عن البدائل الشرعية المناسبة، بحيث تكون لهذه البدائل نفس الوظائف والمزايا التي تتمتع العقود الآجلة التقليدية، ولكن بقالب شرعي بعيد عن كل الشبهات والمخالفات الشرعية¹.

والعقد الآجل هو إتفاق بين طرفين يوافق فيه أحدهما على شراء أو بيع أحد الأصول في المستقبل مقابل سعر معين يوافق عليه اليوم².

وقد عرّفها صندوق النقد الدولي: "بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أو مالياً، بكميات معينة في تاريخ معين وسعر تعقد متفق عليه"، ومع أن العقود الآجلة تستدعي التسليم المادي للأصول المتعاقد عليها، إلا أن الغالبية يتم تسويقها نقداً³.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه العقود لا يتم تداولها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المشتقة كباقي المشتقات، لأنها إتفاق خاص ومغلق بين الطرفين⁴.

2. العقود المستقبلية: Future contracts

تعتبر العقود المستقبلية امتداداً للعقود الآجلة، بل إن تطوّر التعامل بالعقود الآجلة وتوسعها أوجد تقنيات قيام العقود المستقبلية⁵.

وتعرّف العقود المستقبلية حسب R. Amthan على أنها: "إتفاقية بين طرفين لشراء أو بيع أصل – سلع، أوراق مالية، في وقت معين بسعر معين"¹ في أسواق منظمة، تخضع إلى أحكام محددة يضعها

¹ شافية كتاف، ذهبية لطرش، "عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤيا الشرعية"، مجلة آفاق للعلم، العدد السابع، 2017، ص: 385.

² Kenneth H. Karlsen, « Pricing of financial derivatives », in : W. Osreinged) : Transformence, Interdisciplinary communication 2008/2009, cas, Oslo, 2010, p : 5.

³ عبد الكريم قندوز، "التحوط وإدارة الخطر (مدخل مالي)"، دار إي، كتب لندن 2018، ص: 199.

⁴ إخلص باقر هاشم النجار، "الهندسة المالية الإسلامية"، جامعة البصرة، ص: 69.

⁵ شافية كتاف، ذهبية لطرش، مرجع سابق، ص: 386.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

السوق المنظم لها، فضلا عن أنّ أسعار السلع أو الأدوات المتداولة فيها تكون بالسعر الذي يحدده السوق على الأغلب لا مفاوضات المتعاقدين².

وقد أشرنا إلى أن العقود المستقبلية هي إمتداد طبيعي للعقود الآجلة، بل يمكن القول بأنّ العقود الآجلة ما هي إلا عقود مستقبلية تمّ تنميطها من حيث مستوى الجودة، عدد الوحدات داخل العقد وتاريخ التسليم ومع ذلك كله نجد أنّ هناك إختلافات بين العقود الآجلة والمستقبلية³ نوجزها فيما يلي:⁴

1. تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر سيولة أقل وذلك لأنها تتداول في بورصات عقود مستقبلية رئيسية؛
2. تتمتع العقود المستقبلية بشروط وخواص نمطية مثلى والتي تسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية مثلها مثل الأسهم العادية؛
3. تتمتع العقود المستقبلية بمخاطر ائتمان (مخاطر عجز عن الوفاء) أقل⁵.

3. عقود الإختيارات: Options contracts

تعتبر عقود الخيارات المالية أحد الأدوات الإستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، خاصة تلك المتعلقة بتقلبات أسعار الأوراق المالية، وتسمى عقود الخيار بحقوق الخيار، لأنها تعطي مشتري العقد الحق لا الإلزام والالتزام في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه⁶. وعرف عقد الخيار بأنّه: " عقد بين طرفين يعطي لمشتريه الحق لا الإلتزام أن يشتري أو يبيع كمية معينة من الأسهم أو من سلعة معينة بسعر تنفيذ معين، خلال فترة سريان العقد، ويدفع مشتري الخيار لقاء تلقيه هذا الحق مبلغا معيناً يسمى ثمن الخيار، وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو من سعر السلعة"⁷. ويسمى الخيار الذي يتيح لصاحبه أو مشتريه حق شراء أصل مالي معين خيار الشراء Call option، ويسمى الخيار الذي يتيح لصاحبه أو مالكة حق بيع أصل مالي معين، خيار البيع Put option وعلى الرّغم من ممارسته الخيارين عمليا، إلا أنّ خيار الشراء هو الأكثر إستثماراً⁸. ويمكن توضيح ذلك في الأشكال التالية:

¹ R. Amthan, « Financial derivatives », First Edition, Himalaya Publishing House, Navakkarsi, Coimbatore, 2014, p :12.

² عبد العظيم أبو زيد، " التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد: 27، العدد: 03، 2014، ص: 06.
³ أنعام عبد الزهرة دوش، " التحوط باستخدام العقود الآجلة - دراسة تطبيقية في شركات التأمين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، جامعة الكوفة، ص: 675.

⁴ سطم صالح حنين، " معالجة مشاكل المشتقات المالية في ظل معايير المحاسبة الدولية وفقا للشريعة الإسلامية"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد: 05، العدد: 13، 2009، ص: 166.

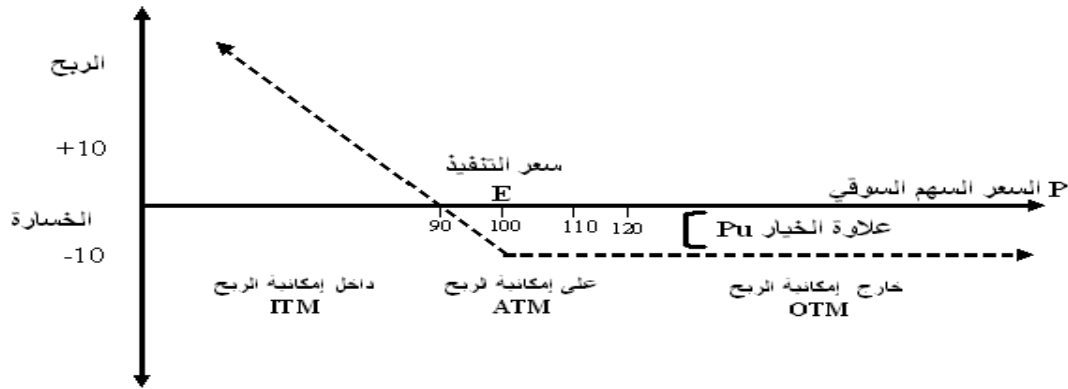
⁵ يرجع ذلك إلى العقود المستقبلية تتطلب من الطرفين إيداع أموال تسمى الهامش المديني، كضمان وإبء لحسن النية وذلك لدى السماسرة والذين يقومون بدورهم في إيداع هامش لدى غرفة المقاصة وتكون متطلبات الهامش المديني ما بين 3%، 6% من قيمة العقد.

⁶ شافية كتاف، ذهبية لطرش، مرجع سابق، ص: 388.

⁷ محمود فهد مهيدي، " المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية - عقود الخيارات"، عنوان مداخلة في المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، يومي: 1-2 ديسمبر 2010، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ص: 02.

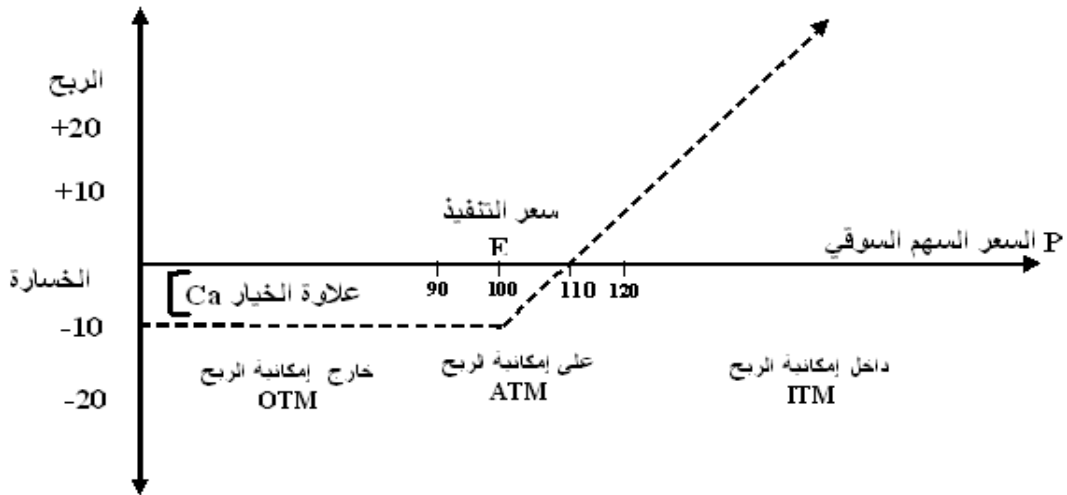
⁸ محمد سعدو الجرف، "عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي"، عنوان مداخلة في الدورة العلمية الثانية حول، " التحوط في المعاملات المالية الإسلامية"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي، يومي: 26 - 27 أفريل 2016، ص: 10.

شكل رقم (17): خيار بيع طويل الأجل



المصدر: Rose, Peter, « Money and Capital Markets- The Financial System in an Increasingly Global Economy », 5th, ed, Irwin, 1994, p : 335.

شكل رقم (18): خيار شراء طويل الأجل



المصدر: Samules, J.M, Wilkes, F.M and Bray Shaw, R.E, « Management Of Company Finance », 6th,ed, International Thomson Business, 1995, p :300.

4. عقود المبادلات: Swaps contracts

هناك عدة تعريفات متباينة لعقود المبادلات، والسبب أن هذه العقود تختلف بشكل نسبي في طبيعتها وأشكالها، وأهم ما عرّفت به:

- " إتفاق تعاقدى بين طرفين أو أكثر، يتم بموجبه تبادل الدفعات، أو المقبوضات المترتبة على كل منها، أو إليه من جرّاء التزامات أو أصول يتم تحديدها لهذه الغية، وبنفس عملة الإلتزام أو الأصل ودون

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

إجراء أي تبادل في طبيعة الإلتزام أو الأصل"، وهذا التعريف قاصر لأنه اقتصر على نوع معين من المبادلات¹.

• عرّفها (Karen and Hercher) بأنها: " إتفاق بين طرفين أو أكثر لتتبارك من التدفقات النقدية، بتتبارك آخر من التدفقات النقدية بمبلغ معين خلال مدة محدّدة"²، وهذا التعرف أيضا قاصر، لأنّه إقتصر هو الآخر على نوع معين من المبادلات (النقدية).

• يمكن أن تعرف عقود المبادلات على أنها إتفاق يتم مستقبلا لسلعة أو أصل معين أو تدفق مالي يملكه أحد الطرفين في مقابل سلعة أو أصل آخر أو تدفق مالي وفقا لصيغة عقد تم ترتيبها مسبقا، فمثلا في عقود مبادلة أسعار الفائدة، يتم الإتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة مقابل معدلات فائدة ثابتة على مبلغ معين بنفس العملة³.

غير أنّه يمكن لمستخدمي السوق تبديل التدفقات النقدية من الأسهم والسّلع وكذلك إدارة أسعار الفائدة والعملات، وقد تمّ إدخال ميزات إضافية غير قياسية لتلبية الظروف الخاصة، مثل: المقايضات التي تحتوي على عناصر خيار قابلة للإستدعاء أو قابلة للوضع⁴، ومبادلة السندات وعوائدها والديون التي نشأت عنها⁵.

وبما أنّ عقود المبادلات من العقود المستقبلية، فقد يقع بيع السّلع بالأجل إلى من إشتريت منه أو لغيره، دون أن تتضمن العملية تبادلا فعليا للسّلع وقد يكون فيها حق اختيار بمقابل، يعطي صاحبه الحق في التنفيذ من عدمه⁶.

ثالثا: عقود المشتقات المالية من منظور الشريعة الإسلامية

تعد المشتقات المالية من أهم الأدوات التي تستخدمها المؤسسات المالية في إدارة مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وغيرها⁷، إلا أنها بشكلها الحالي محرمة شرعا وتشوبها الكثير من المخالفات الشرعية، ويتضح ذلك كما يلي⁸:

1. العقود الآجلة في ميزان الفقه الإسلامي

قسّم الفقه الإسلامي العقود الآجلة على نوعين؛ العقود الآجلة الباتّة والعقود الآجلة بشرط التعويض (الشرطية البسيطة والمركبة)، وفق ما يلي:

1 هشام السّعدني خليفة بدوي، " عقود المشتقات المالية – دراسة فقهية إقتصادية مقارنة "، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص ص: 367 – 368.

2 أحمد نعمة عبد النافعي، المحاسبة عن المشتقات المالية – الإستثمار في شركات التأمين"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020، ص: 49.

3 بوشلاغم نور الدين، " الهندسة المالية الإسلامية كاليه لتطوير صناعة المنتجات المالية – دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة وهران 2، 2019، ص: 33.

4 Peter Moles, « Derivatives », Edinburgh Business School, United Kingdom, 2004, p : 21.

5 هشام السّعدني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص: 370.

6 رفّع عبد الرحمان النجدي، " المعيار الشرعي رقم (20)- بيوع السلع في الأسواق المنظمة"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 287.

7 هشام طلعت عبد لحكيم، " مخاطر عقود المشتقات المالية وانعكاساتها على الأزمة المالية العالمية "، دراسة تحليلية في مصرف (Toronto Domonion)، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، العدد: 103، المجلد: 24، 2018، ص: 153.

8 شافية كتّاف، لطرش ذهبية، مرجع سابق، ص: 389.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

1. العقود الآجلة تنطوي على مجموعة من التعاملات غير الجائزة شرعاً، وذلك للأسباب التالية:
2. عدم جواز تأجيل البدلين معاً؛ وهذا من قبيل بيع الكالِيء بالكالِيء؛
3. العقود الآجلة تجري على المكشوف؛ أي دون تملك حقيقي لتلك الأوراق المالية¹، بحيث لا يترتب عليها لا تملك ولا تسليم ولا تسلم، بل يتم تأجيلها ليوم التصفية؛
4. يقوم المضارب عادة بتأجيل مركزه إلى تاريخ لاحق إذا توقع تعرضه لخسارة في تاريخ التصفية، وهذا يعد من ربا النسبئة والمجمع على تحريمه؛
5. غالباً ما تنتهي هذه المعاملات بالتسوية النقدية بين المتعاقدين والمحاسبة على فروق الأسعار دون تسليم أو تسلّم الأصل؛ وهذا من باب الرّهان والقمار²؛
6. حيث جاء في قرار المجمع الفقهي التابع لرابطة العالم الإسلامي سنة 1404هـ بما يلي:
" إنّ مجلس المجمع الفقهي الإسلامي بعد اطلاعه على حقيقة سوق الأوراق المالية والبضائع وما يجري فيها من عقود عاجلة على الأسهم وسندات القروض غير جائزة شرعاً"³.

2. العقود المستقبلية في ميزان الفقه الإسلامي

- العقود المستقبلية هي عقود غير ملزمة، نمطية تنوع على عدة أشكال، سواءً بالنسبة للسلع، أو الأوراق المالية أو العملات والمؤشرات، وهي غير جائزة شرعاً، شأنها شأن العقود الآجلة على اعتبار أنها صورة حديثة منها، وذلك للأدلة التالية:
1. هذه العقود ببوع لا يملكها الإنسان، ورسول الله ﷺ نهى عن بيع ما لا يملكه الإنسان، والعلة في ذلك هي الغرر في تسليم المبيع وقت العقد؛
 2. بيع الدين بالدين، ورسول الله ﷺ نهى عن بيع الكالِيء بالكالِيء؛
 3. يوجد غرر آخر في احتمالية تقلب الأسعار أثناء مدة هذه العقود، تنتقى من خلاله إمكانية الجزم بالربح أو الخسارة لكلا المتعاملين⁴.
 4. يتم في العقود المستقبلية على الأسهم بتأجيل تسليمها، وهذا لا يجوز شرعاً، فهو من قبيل بيع المعين، والمعين لا يجوز تأجيله بإجماع أهل العلم؛
 5. تتم العقود المستقبلية على المؤشرات على ما ليس بمال ولا يؤول إلى مال، وهو غير جائز؛
 6. كما تمّ غي العقود الآجلة، يتم في العقود المستقبلية، حيث تنتهي معظم هذه العقود بالتسوية النقدية بين المتعاقدين، والمحاسبة على فروق الأسعار، وهذا قمار صريح محرّم شرعاً¹؛

¹ نبيل محمد كريم المغايرة، محمد محمود طوالبية، " التكيف الفقهي للعقود العاجلة والآجلة في سوق الأوراق المالية (البورصة) والبدائل الشرعية لها "، مجلة الصراط، السنة الخامسة عشر، العدد: 27، 2013، ص: 250.

² شافية كتّاف، لطرش ذهبية، مرجع سابق، ص: 390..

³ سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 558.

⁴ محمد أسد، " الغرر في الفقه الإسلامي وتطبيقاته في المعاملات المالية المعاصرة "، الجامعة الإسلامية العالمية، إسلام آباد، باكستان، 2018، ص: 124، 125.

3. عقود الإختيارات في ميزان الفقه الإسلامي

يرى معظم العلماء المعاصرون تحريم عقود الخيارات المالية، فقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: (7/6/65)، المنعقد في جدة، في دورته السابعة لسنة 1992، ورد ما يلي: " إنَّ المقصود بعقد الخيارات بيع شيء محدّد موصوف أو شرائه بسعر محدّد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إمّا مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين وحكمه الشرعي أنّ عقود الخيارات – كما جرى اليوم في الأسواق المالية – هي عقود مستحدثة لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الإستعاض عنه، فإنّه غير جائز شرعا وبما أنّ هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها² لأسباب عديدة منها"³.

1. ينطوي على عقود الإختيارات وجود غرر وجهالة؛

2. التعامل في عقود الإختيارات يعطي فرصة لأحد المتعاقدين أكثر من الآخر، بسبب قدرته على تحصل معلومات حول أسعار السوق، ومدى وجود عوامل مؤثرة في الأسعار السائدة تكون قادرة على تحريك مستوى الأسعار نحو الهبوط أو الصعود وهذا من شأنه التأثير على الطلب أو العرض المتعلق بحجم الأسهم المتداولة؛

3. تتضمن شروط فاسدة⁴، مخالفة لمقتضى العقد، والتي تقوم في جملتها على إنشاء عقد جديد يتضمن زيادة في المقدار على البيع الأصلي، ويدخل هذا في باب بيعين في بيعة، وهو محرّم شرعا؛

4. تعتبر عقود صورية من باب بيع ملا يملك، ولا يراد منها البيع على الحقيقة، ولا يجري فيها أي نوع من الحيابة أو التملك؛

5. تسهم في عدم إستقرار السوق؛

6. تميل إلى كونها حالة شبيهة بالقمار المحرم كما في حالة البيع على المكشوف، كما تعكس في جوهرها طبيعة المراهنات عن طريق المضاربات الفورية على الأسعار.

وهذا ما ذهب إليه عدد كبير من العلماء منهم: محمد المختار الإسلامي، ومحمد القرني ابن عيد، علي محي الدين القرّة داغي، ووهبة الزحيلي، والصديق الضيرير، وعبد الستار أو غدة، عبد الوهاب أبو سليمان، محمّد تقي العثماني⁵.

¹ أحمد شوقي سليمان، " مخاطر المشتقات المالية Future contracts وموقف الإسلام منها (الجزء الثالث) "، المصرفية الإسلامية – دراسات في المحاسبة والإدارة، 2016.

² عبد الكريم قندوز، " الخيارات، المستقبلات، المشتقات المالية الأخرى "، مرجع سابق، ص: 411.

³ ياسر عبد الكريم الحوراني، " الإستثمار في عقود المشتقات المالية من منظور إسلامي "، مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد: 30، العدد: 04، 2015، ص: 119، 121.

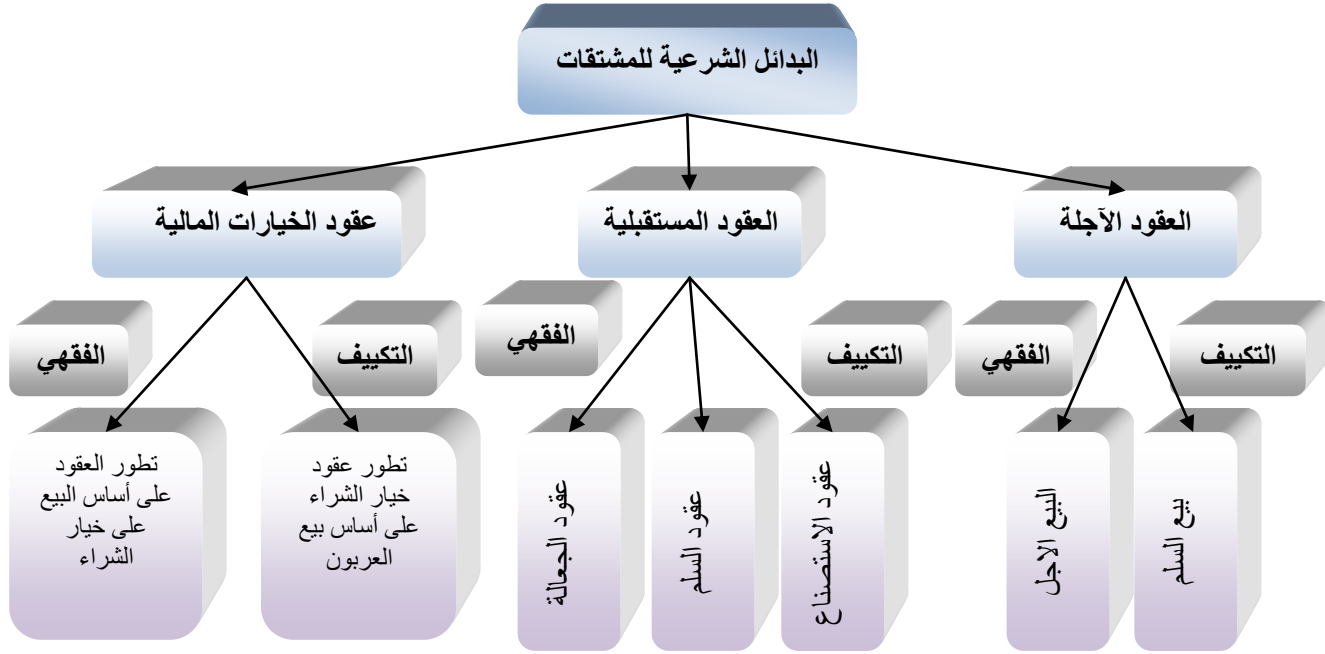
⁴ كما أنّ الشرط الفاسد يتضمّن وجود مكافأة (علاوة) تزيد عن العوض الحقيقي، وهذه المكافأة تكون مقابل حق الإختيار، وهي أشبه بالرّبا المحرم، لأنها زيادة بغير حق.

⁵ عبد المجيد دية، " بدائل شرعية لعقود الإختيارات "، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد: 09، العدد: (1/1)، 2013، ص: 55.

رابعاً: البدائل الشرعية لعقود المشتقات المالية

لغرض الاستفادة من مزايا عقود المشتقات المالية التقليدية ونظراً لما يشوبها من مخالفات كثيرة، فإنّ الأمر يستدعي تعديلها وتنقيحها لتتوافق وأحكام الشرعية الإسلامية أو البحث عن البدائل الشرعية المناسبة، شريطة أن تؤدي نفس الوظائف التي تقوم بها عقود المشتقات المالية التقليدية¹. ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

شكل رقم (19): البدائل الشرعية للمشتقات المالية(*)



المصدر: بالإعتماد على:

- ² انظر شافية كتّاف، لطرش ذهبية، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الإقتصادية والرؤيا الشرعية، مجلة آفاق للعلوم، العدد: 07، 2017، ص ص: 392 – 398.
- ³ عبد المجيد دية، " بدائل شرعية لعقود الاختيارات "، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد: 09، العدد: 1، 2013، ص ص: 58 – 59.
- ⁴ محمد عثمان بشير، " المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي "، الطبعة السادسة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- ⁵ سعد بن تركي الختلان، " فقه المعاملات المالية المعاصرة "، الطبعة الأولى، دار الصمود للنشر والتوزيع، 2012، ص ص: 134 – 139.
- ⁶ علي أحمد السالوس، " الإقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة "، الجزء الأول، مؤسسة الريان للنشر والتوزيع، الدوحة، 1996، ص ص: 939 – 1003.

¹ شافية كتّاف، لطرش ذهبية، مرجع سابق، ص: 392.

² انظر شافية كتّاف، لطرش ذهبية، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الإقتصادية والرؤيا الشرعية، مجلة آفاق للعلوم، العدد: 07، 2017، ص ص: 392 – 398.

³ عبد المجيد دية، " بدائل شرعية لعقود الاختيارات "، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد: 09، العدد: (1/1)، 2013، ص ص: 58 – 59.

⁴ محمد عثمان بشير، " المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي "، الطبعة السادسة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

⁵ سعد بن تركي الختلان، " فقه المعاملات المالية المعاصرة "، الطبعة الأولى، دار الصمود للنشر والتوزيع، 2012، ص ص: 134 – 139.

⁶ علي أحمد السالوس، " الإقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة "، الجزء الأول، مؤسسة الريان للنشر والتوزيع، الدوحة، 1996، ص ص: 939 – 1003.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية

على الرغم من أن الصكوك معروفة منذ القدم، إلا أنها مع ذلك تعتبر من المواضيع المستجدة على الساحة الاقتصادية، خاصة الأسواق المالية منها، نظراً للأهمية البالغة التي توفرها كأداة استثمار تمويلية تعمل على تنمية المال بأفضل وأكفاً الأدوات المالية المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية، والتي كانت دائماً سبابة لوضع وإيجاد حلول لمختلف المشاكل الاقتصادية في أي عصر كان.

يقول الله تعالى: (وَلَوْ أَنَّ أَهْلَ الْقُرَىٰ آمَنُوا وَاتَّقَوْا لَفَتَحْنَا عَلَيْهِم بَرَكَاتٍ مِّنَ السَّمَاءِ وَالْأَرْضِ وَلَكِن كَذَّبُوا فَأَخَذْنَاهُم بِمَا كَانُوا يَكْسِبُونَ)¹.

ولمزيد من التفصيل تم تقسيم المبحث إلى:

- ماهية الصكوك المالية الإسلامية؛
- أنواع الصكوك المالية الإسلامية؛
- حكم إصدار الصكوك.

¹ سورة الأعراف، الآية رقم: 96.

المطلب الأول: ماهية الصكوك

كانت ولا زالت الصكوك طلب اهتمام وسعي صغار وكبار المستثمرين والمضاربيين في العالم لما تحمل من ميزات وخصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى؛

أولاً: نشأة الصكوك

ظهر إهتمام الباحثين بالصكوك على مراحل، يتم إيجازها في النقاط التالية:

1. المرحلة الأولى في ماليزيا: وتعود هذه المرحلة إلى عام 1983، وذلك بعد بدأ عمليات أول بنك إسلامي في ماليزيا - بنك إسلام ماليزيا - حيث إتضح لمسؤولي البنك المركزي الماليزي عزوف بنك إسلام ماليزيا عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزينة كونها غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي لإصدار شهادات إستثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا¹.

2. المرحلة الثانية: فكرة سامي حمود²

جاء طرح مشروع سندات المقارضة من قبل الدكتور سامي حمود كبديل إسلامي عن سندات القرض المحرفة، وهي سندات تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تمثل حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من إيجاب وقبول ومعلومية رأس المال ونسبة الربح، ولا ضمان لرأس المال من قبل العامل، بل يضمنه طرف ثالث مثل الدولة، بحيث لا يتعرض للخسارة.

3. المرحلة الثالثة: قرار مجمع الفقه الإسلامي

تمّ عرض الفكرة على مجمع الفقه الإسلامي في دورته المنعقدة بجدة سنة 1988، إذ عمل المجمع على إخراج صورة الصكوك الإسلامية بضوابط متكاملة من حيث الضوابط الشرعية، وأصدر بخصوص ذلك قرار رقم: 30 (4/5) المتعلق بسندات المقارضة، وسندات الإستثمار (صكوك)، مما فتح الباب أمام الشركات والمؤسسات المالية لإصدار صكوك تبنى على أساس ما جاء في هذا القرار³، ففتح الباب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الناشئة، فبدأت التجربة الخليجية بالإنطلاق، ففي سنة 2001، أصدرت مؤسسة نقد البحرين - لأول مرة - سندات حكومية إعتبرتها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث بلغت قيمة هذه السندات 25 مليون دولار أمريكي، كما إعتمدت المؤسسة على صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات⁴.

¹ على محمد موسى، مادوغي سيل، "الصكوك الإستثمارية، مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها"، مجلة جامعة الشارقة، المجلد: 13، العدد: 02، 2016، ص: 74.

² الصوفي ولد الشيباني، "التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية"، مجلة الفقه القانوني، العدد: 44، 2015، ص: 08.

³ جاسم علي الشامي، مرجع سابق، ص: 759.

= انظر: مجمع الفقه الإسلامي الدولي، "قرار بشأن سندات المقارضة وسندات الإستثمار"، قرار رقم: 30 (3/4)، الخميس 11 فبراير 1988، على الموقع الإلكتروني: (الدورة التاسعة عشرة)، <https://www.iifa-aifi.org/ar>، 4 علي محمد موسى، مادورغي سيل، مرجع سابق، ص: 75.

4. المرحلة الرابعة: معايير هيئة المحاسبة¹

في عام 2003 قامت هيئة المحاسبة والمراوحة للمؤسسات المالية الإسلامية، بإصدار معيار شعري لصكوك الإستثمار، حيث حددت فيه المبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك التي تمّ إبتكارها، حتى تاريخ إصدار المعيار، على أن يسري تطبيقه على المؤسسات المختصة إعتباراً من 1 جانفي 2004، وبذلك إستطاعت المؤسسات المالية الإسلامية التغلب على معضلة إعطاء عائد ثابت متفق عليه مسبقاً².

وقام أيضاً في هذا السياق مجلس الخدمات المالية الإسلامية بإصدار معيار متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك³.

ثانياً: مفهوم الصكوك

الصكوك لغة: جمع صك وهي المكتوب الذي يتضمن حقا أو مالا ونحوه⁴.

أما اصطلاحاً: فتعرف الصكوك حسب كل هيئة تشريعية كما يلي:

➤ عرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي في القرار رقم: 178 (4/19)، الصكوك على أنّها: " إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من المنافع والأعيان والنقود والديون قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي و تأخذ أحكامه"⁵.

➤ تعرّف هيئة الأوراق المالية الماليزية الصكوك الإسلامية على أنّها: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله"⁶.

➤ يعرف مجلس الخدمات المالية الصكوك على أنّها: " الصكوك جمع صك ويشار لها بسندات إسلامية⁷، وهي شهادات، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط إستثماري معيّن وفقاً لأحكام الشريعة"⁸؛

1 هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، كانت تسمى سابقاً هيئة المحاسبة المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، تأسست بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ: 26 فيفري 1990 في الجزائر، وقد تمّ تسجيل الهيئة بتاريخ 27 مارس 1991 في مملكة البحرين، بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة غير هادفة للربح.

2 الصوفي ولد الشيباني، مرجع سابق، ص: 08 - 09.

3 محمد عزال، مرجع سابق، ص: 78.

4 أحمد عبد العليم عبد اللطيف، " تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية"، مجلة الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة العشر، ص: 04.

5 مجمع الفقه الإسلامي الدولي، " قرار رقم 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بتاريخ: 30 أبريل 2009"، على الموقع الإلكتروني: <https://www.iifa-aifi.org/ar>.

6 رشيد علاب، الطاهر جليط، حمزة طيبي، " دور الصكوك الإسلامية الخضراء في تمويل مشاريع مستدامة"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد: 1، 2018، ص: 52.

7 تختلف الصكوك (السندات الإسلامية) عن نظيرتها التقليدية، وسيتم توضيح ذلك في نهاية المطالب.

8 مجلس الخدمات المالية الإسلامية، " متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والإستثمارات العقارية"، 2009، ص: 03.

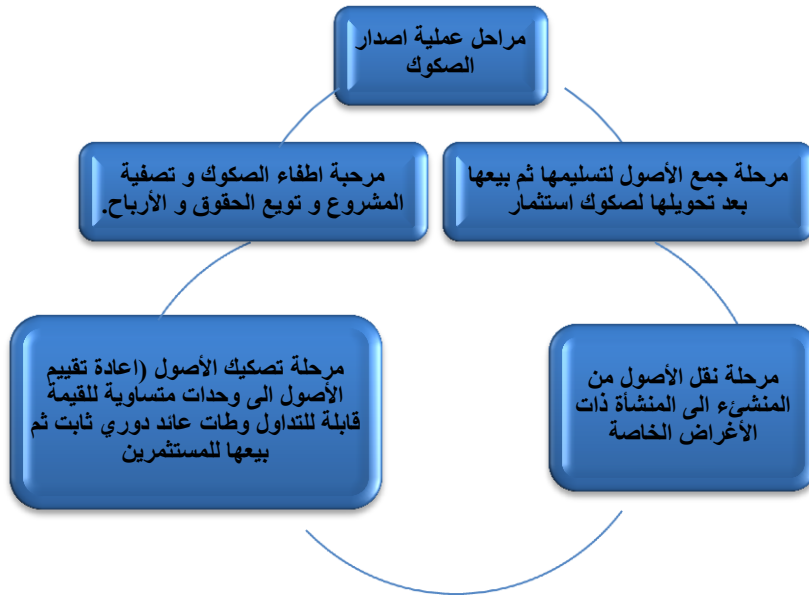
الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

➤ وقد عرّفها محمد الزرقا على أنّها: " وثيقة مكتوبة بشكل رسمي أو عرفي تتضمن حقا ماليا لشخص عام آخر، فهي كلمة تشمل بإطلاقها الأوراق المالية كألسهم والأوراق التجارية كالشيكات، والعقدية كسندات النقل، وغيرها من كل ما يثبت حقا ماليا، ويكون قابلا للتداول والتحويل للغير، والإضافة هي التي تحدد المواد"¹.

مما سبق يمكن تقديم التعريف البسيط التالي للصكوك:

"الصكوك هي وثائق مكتوبة متساوية القيمة، تمثل حق ملكية مالي لنسبة مئوية متفق عليها، يشمل كل الأنشطة الإقتصادية منها والتجارية والخدمية إصدارًا وتداولًا، ويختلف عن باقي الأوراق المالية (السهم والسندات...)، باعتبارها تخضع لمبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها"، وتمرّ عملية إصدار الصكوك بالمراحل التالية:

شكل رقم (20): مراحل عملية إصدار الصكوك



المصدر: محمد أكرم جلال الدين، فارس جعفري، " التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية "، مجلة إسراء الدولية المالية الإسلامية، المجلد: 10، العدد: 01، 2019، ص ص: 86، 97.

ثالثًا: خصائص الصكوك

تتفرد الصكوك بمجموعة من الخصائص، تميزها عن غيرها من باقي الأوراق المالية التي تتقارب في الوظيفة معها، وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

- الصكوك الإسلامية ورقة مالية مبنية على أسس وضوابط شرعية؛
- تصدر الصكوك وفق صيغة تمويل سريعة؛
- الصكوك الإسلامية قائمة على مبدأ إستحقاق الربح وتحمل الخسارة؛

¹ نجلاء بنت محمد النقيمي، مرجع سابق، ص: 17.



- الصكوك الإسلامية أداة استثمارية ذات كفاءة؛
- تصدر الصكوك بأجال مختلفة؛
- الصكوك الإسلامية تمثل ملكية شائعة في الموجودات دون ملكية التصرف، فإرباح المترتب عن الصكوك الإسلامية يكتسب شرعية من ملك حملة الصكوك لهذه الورقة المالية – والملك بسبب شرعي لإستحقاق الربح – وهذه الملكية لا تقتصر فقط على إستحقاق جزء من الأرباح، لأن هذه الحالة غير شرعية، فهي تتضمن عدم تحمل الصك التابعة الهلاك، وإنما يقصد بالملكية، ملكية جزء مشاع من موجودات ذات عائدات، والتي تكون عبارة عن أعيان ومنافع أو خدمات¹، وتتحمل خسارة في حدود ما يمثله الصك من مساهمة في المشروع²؛
- تصدر الصكوك بناء على عقود الإستثمار الإسلامية مثل عقود المشاركة والمضاربة والسلم والإستصناع والإجارة وغيرها من صيغ التمويل الإسلامية، وتختلف أحكام الصك تبعاً لاختلاف العقد الذي صدر على أساسه، في تناسب مختلف المستثمرين؛
- يكون للشركة أو المؤسسة التي تصدر الصكوك الشخصية المعنوية والمستقلة عن الأشخاص أصحاب الصكوك، وتتولى إدارتها مقابل نسبة شائعة من العائد أو تحصل على أجر مقابل إدارة الصكوك بناء على عقد وكالة بأجر بالإئفاق مع أصحابها؛
- الأنشطة والإستثمارات التي تمولها الصكوك الإسلامية تتفق مع أحكام الشرع³.

رابعاً: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية

تلعب الصكوك الإسلامية دوراً بالغ الأهمية؛ بإعتبارها أداة تمويلية تحتكم لمبادئ الشريعة الإسلامية، ولها أدوات عديدة تنعكس على الأفراد والإقتصاد، وكذا سوق الأوراق المالية بإعتبارها المحرك الأساسي للإقتصاد ككل.

1. بالنسبة للأفراد⁴

نميز بين نوعين من المتعاملين بالصكوك الإسلامية، سواءً منهم مدخراً ومستثمراً:

- وجود الصكوك يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثلها لأسباب إقتصادية معلقة؛
- تساعد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتنميتها؛
- تقدم قناة جيدة للمستثمرين الذين يرغبون في إستثمار فوائض أموالهم، وفي الوقت نفسه يتم إستردادها بسهولة وقت الحاجة من خلال السوق الثانوية؛

1 العيفة عبد الحق، " طبيعة الملكية في هيكل الصكوك الإسلامية "، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، 2018، العدد: 13، ص: 124.

2 وذلك وفق القاعدة: الغنم بالغرم.

3 جهاد مصطفى عزب، " التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الإقتصادية والإجتماعية – دراسة في القانون الكويتي والمصري "، مجلة كلية القانون العالمية، ملحق خاص، العدد: 04، الجزء الأول، 2019، ص: 245.

4 شافية كئاف، مرجع سابق، ص: 220 – 221.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

- تعتبر أداة استثمارية شرعية ذات مخاطر منخفضة عادة قابلة للتداول والتسييل؛
- تعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة.

2. بالنسبة للمصارف الإسلامية

- تساعد على الموازنة بين مصادر الأموال وإستخدامها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد وإستخدامها؛
- تعمل على تعبئة موارد المصرف، على إعتبار تنوع أدواتها الإستثمارية، وبالتالي تحقيق مفهوم الشمول¹ المالي للزبون؛
- تعتبر ميزة سرعة وسهولة تسييل الصكوك الإسلامية، فرصة مهمة يلجأ إليها المصرف عند الفائض، على يقين من إسترجاعها عند الطلب من خلال السوق الثانوية؛
- تعمل على توطيد الثقة بين البنك والعملاء.

وهكذا إستمر تزايد الاهتمام بهذه الأداة التمويلية الجديدة، سواء على مستوى البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية أو على مستوى الدول، بل وحتى على مستوى الأفراد، وبذلك نما حجم التعامل بها بسرعة كبيرة نسبياً وإتسعت مجالات وصيغ إستخدامها حتى إستوعبت تقريباً كل صيغ التمويل الإسلامية والمعروفة

والمعمول بها من طرف البنوك الإسلامية²، والشكل الموالي يوضح الجدلية التنظيمية لمنتج الصكوك.

شكل رقم (21): دور الجدلية التنظيمية لمنتج الصكوك



المصدر : عبد الكريم أحمد قندوز، " الإبتكار في الصناعة المالية الإسلامية "، صندوق النقد العربي، 2019، ص: 112.

1 الشمول المالي أو الإستثمار المالي، مصطلح أطلق عليه العديد من التعريفات أهمها: إدخال أو دمج الفئات التي يطلق عليها مهمشة مالياً أو من ذوي الدخل المنخفض الذي يسمح لهم بالانخراط في عمليات النظام المصرفي، سواء لإرتفاع التكاليف أو حواجز بنكية، بحيث يعمل الشمول المالي على تسهيل الوصول والإستفادة من العمليات البنكية بطريقة إلكترونية تكفل تقديم الخدمة السهلة والبسيطة وبأقل تكاليف، أما مصطلح الشمول المالي في الإقتصاد الإسلامي، يقصد به محاولة إدماج الفئة التي ترفض التعامل بالربا مع المصارف، والتي قد تكون ذات مداخل ضخمة، يعمل الشمول المالي على تلبية حاجاتهم بعيداً عن كل مظاهر الربا.

2 الصوفي ولد الشيباني، مرجع السابق، ص: 09.

3. بالنسبة لسوق الأوراق المالية

تؤدي الصكوك الإسلامية دورًا كبيرًا في تدعيم وتطوير السوق المالي بشكل عام، وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص، وذلك من خلال إسهامها في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات الإسلامية من جهة، وإجتذاب المزيد من المتعاملين ورؤوس الأموال إلى تلك السوق وذلك لما يتوفر في هذه الصكوك من ميزات أعطتها هذه الأهمية الكبيرة، فقد أسهمت – الصكوك الإسلامية – في حل بعض المشاكل التي كانت تعترض نمو وتطور أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية، ومنها مشكلة وجود الفرص الإستثمارية الجاهزة.

وتتضح أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية عن طريق:

- إضافة كمية ونوعية جيدة من الأوراق المالية؛
- زيادة رأس مال سوق الأوراق المالية وعدد المتعاملين فيها؛
- انفتاح سوق الأوراق المالية عالمياً؛
- إضافة مؤسسات مالية جديدة؛
- تقليص دور الوساطة التقليدية في مجال التمويل لحساب التمويل دون وساطة؛
- أداة لرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية¹.

4. بالنسبة للإقتصاد ككل²

- تساعد عمليات التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي، دون الحاجة إلى إستثمارات إضافية؛
- لا تتعامل بالدين، وإنما تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الإستثمارية ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات الذي يعمل على ربط الإقتصاد الحقيقي بالإقتصاد المالي؛
- الحد من التضخم، عن طريق مساهمتها في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لإيجاد فرص إستثمارية جديدة؛
- إتاحة فرص هائلة لسد العجز في موازنة الدولة؛ من خلال تمويل المشروعات بصورة غير مكلفة؛
- تساعد في القضاء على مشكلة البطالة وزيادة مستوى التشغيل؛
- تساهم في تمويل مشاريع البنية التحتية.

¹ علي السيد إسماعيل، " مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية "، دار التعلّم الجامعي، الإسكندرية، 2020، ص: 86.

² هناء محمد هلال الحنبلي، " دور الصكوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية – دراسة حالة – "، دراسات العلوم الإدارية، المجلد: 22، العدد: 02، 2015، ص: 595 – 560.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

خامساً: الفروق الجوهرية بين الصكوك والأوراق المالية الأخرى (الأسهم والسندات) الصكوك أداة استثمارية تختلف كما تتشابه مع الأوراق المالية المتداولة الأخرى من خلال النقاط التالية:

1. أوجه التشابه بين الصكوك والأوراق المالية

يمكن ذكر أهم أوجه التشابه في الجدول الموالي:

جدول رقم (1): التشابه بين الصكوك والأسهم والسندات

الصكوك الإسلامية والسندات	الصكوك الإسلامية والأسهم
<ul style="list-style-type: none"> • غرضها الأساسي عملية التمويل؛ • يستخدمان في تحقيق كثير من الأغراض المتشابهة، مثل التحكم في السيولة النقدية. 	<ul style="list-style-type: none"> • لهما قيمة اسمية متساوية مع قابليتها للتداول؛ • يشارك صاحب الصكوك والأسهم في الربح والخسارة؛ • كلاهما وثائق تثبت حق صاحبهما في ملكية أصول تدرّ عائداً أو المشاركة في رأسمال مشروع معين يحقق ربحاً.

المصدر: جهاد مصطفى عزب، " التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية - دراسة في القانون الكويتي والمصري "، مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ملحق خاص، العدد: 04، الجزء: 01، 2019، ص ص: 342 - 343.

2. أوجه الاختلاف بين الصكوك وأوراق المالية

هناك عدة فروقات بين الصكوك وأوراق المالية (الأسهم والسندات) على رأسها:

جدول رقم (2): أوجه الاختلاف بين الصكوك والأسهم والسندات.

الصكوك الإسلامية والأسهم	الصكوك الإسلامية والسندات
<ul style="list-style-type: none"> • الصكوك أقل مخاطرة من الأسهم؛ • صاحب الصك ممول للشركة، بينما صاحب السهم، شريك ومالك لحصة مشاعة. • الصكوك لها تاريخ استحقاق " إطفاء " في حين الأسهم ورقة مالية غير محددة بتاريخ معين؛ • يتدخل مالك السهم في إدارة الشركة بطريقة مباشرة من خلال مجلس الإدارة، أما صاحب الصك، فيتدخل بطريقة غير مباشرة من خلال وكيل مضاربة. 	<ul style="list-style-type: none"> • حامل السند يحصل على فائدة ربوية ثابتة أو متغيرة، أما ما يحصل عليه حامل الصك فهو ناتج عن ملكية مشاعة في الموجودات؛ • السندات يمثل دينا في ذمة المدين، أما صاحب السند والمصدر هي علاقة المشاركة؛ • عند التصفية، تكون للسند الأولوية في الحصول على قيمته، بينما حامل الصك تصرف له حصة (نسبة) مما تبقى من الموجودات بعد سداد الديون.

سادساً: مخاطر الصكوك وآلية إدارتها

إنّ الاستثمار في الصكوك المالية الإسلامية، محاط بكثير من أسباب المخاطر التي يجب على كل مُصدر ومستثمر أخذها بعين الاعتبار، والنظر إليها بجديّة كاملة، لتمييزها كباقي الأوراق المالية بسرعة

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

التقلب في أسعارها، والغموض، فهذه العوامل تجعل من الصعوبة بمكان تحديد مصادر مخاطر الصكوك المالية الإسلامية¹.

1. مخاطر الصكوك المالية الإسلامية

يعرّف الخطر من المنظور المالي على أنه: " عملية التعرض لمجموعة من الاقتراحات والبدائل، واحد منها غير مؤكد"².

كما عرّفه رئيس مكتب إدارة المخاطر في بنك إسلام ماليزيا بأنه: " أحداث مستقبلية غير مؤكدة يمكن أن توفر على أهداف المنشأة أو إستراتيجيتها المالية والتشغيلية"³.

وقد تكون الصكوك أقل خطورة من نظيرتها التقليدية، إلا أنها معرضة لأبعاد عديدة من المخاطر والتي لا تنشأ السندات التقليدية، فبحسب هيئة المحاسبة والمراجعة لعام 2006 للمؤسسات المالية الإسلامية، في المعيار (17)، هناك 14 نوع من الصكوك الإسلامية⁴، وهي معرضة للمخاطر التالية:

¹ بريري محمد أمين، موزارين عبد المجيد، كريفار مراد، " مخاطر الإعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد رقم: 02، عدد خاص: 2018، ص: 36.

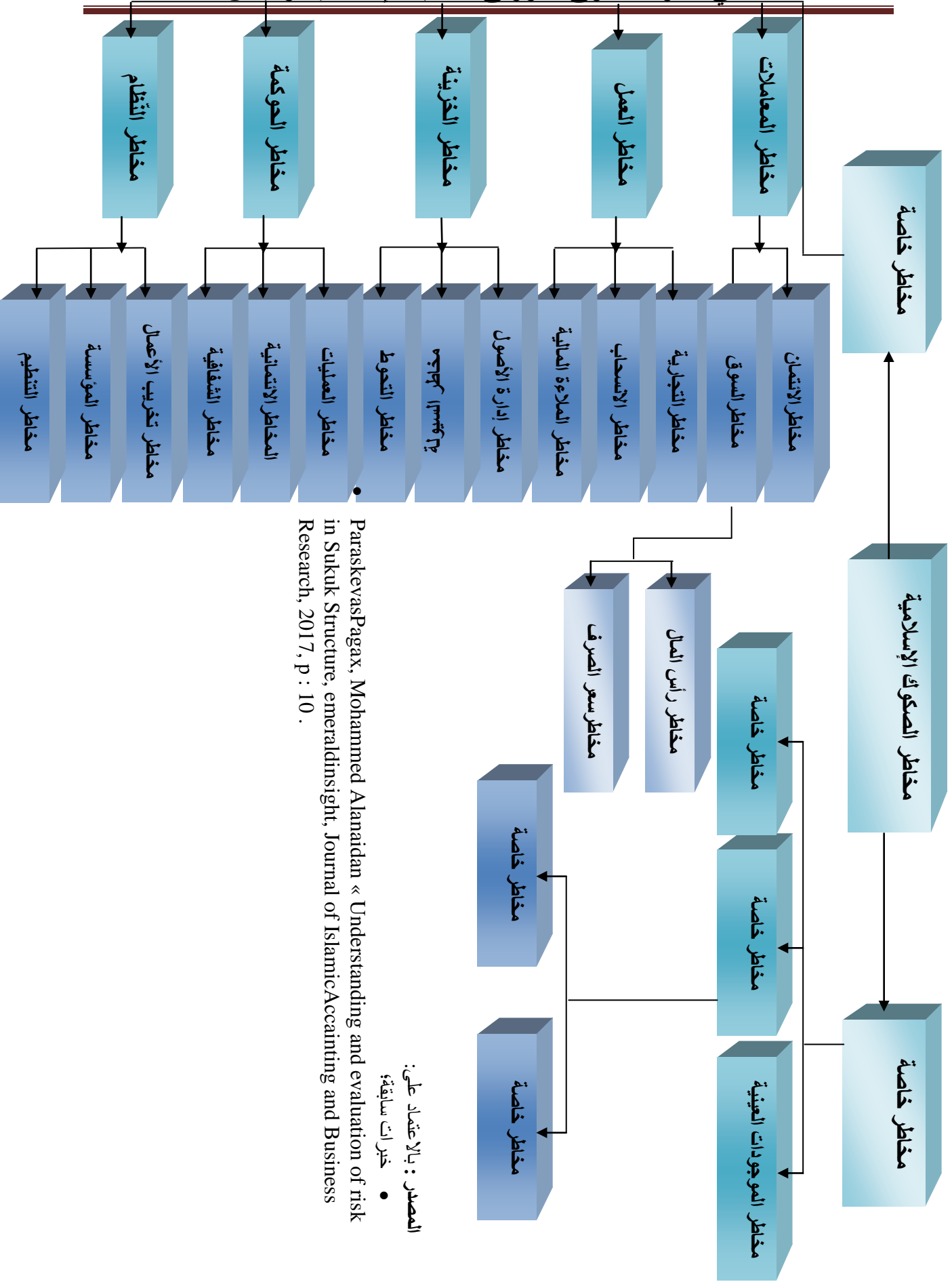
² Glyn A. Helton, « Defining Risk », Financial Analysts Journal, Volume : 60, Number : 06, 2004, p: 22.

³ غويني سمير، زريق كمال، " مخاطر الصكوك الإسلامية وسبل إدارتها"، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، المجلد: 08، العدد: 01، دون سنة نشر، ص: 65.

⁴ Mohammed waleed Aslwaian, « An investigation of sukuk structure risk », The thesis issubmitted in partial fulfilment of the requirements for thaaward of the degree of doctor in Economics and finace of philosophie of the University of Portsmouth, 2017, p: 105.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

شكل رقم (22): أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية



المصدر: بالاعتماد على:
خبرات سابقة؛

ParaskevasPagax, Mohammed Alanaidan « Understanding and evaluation of risk in Sukuk Structure, emeraldinsight, Journal of IslamicAccounting and Business Research, 2017, p : 10 .

2. إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

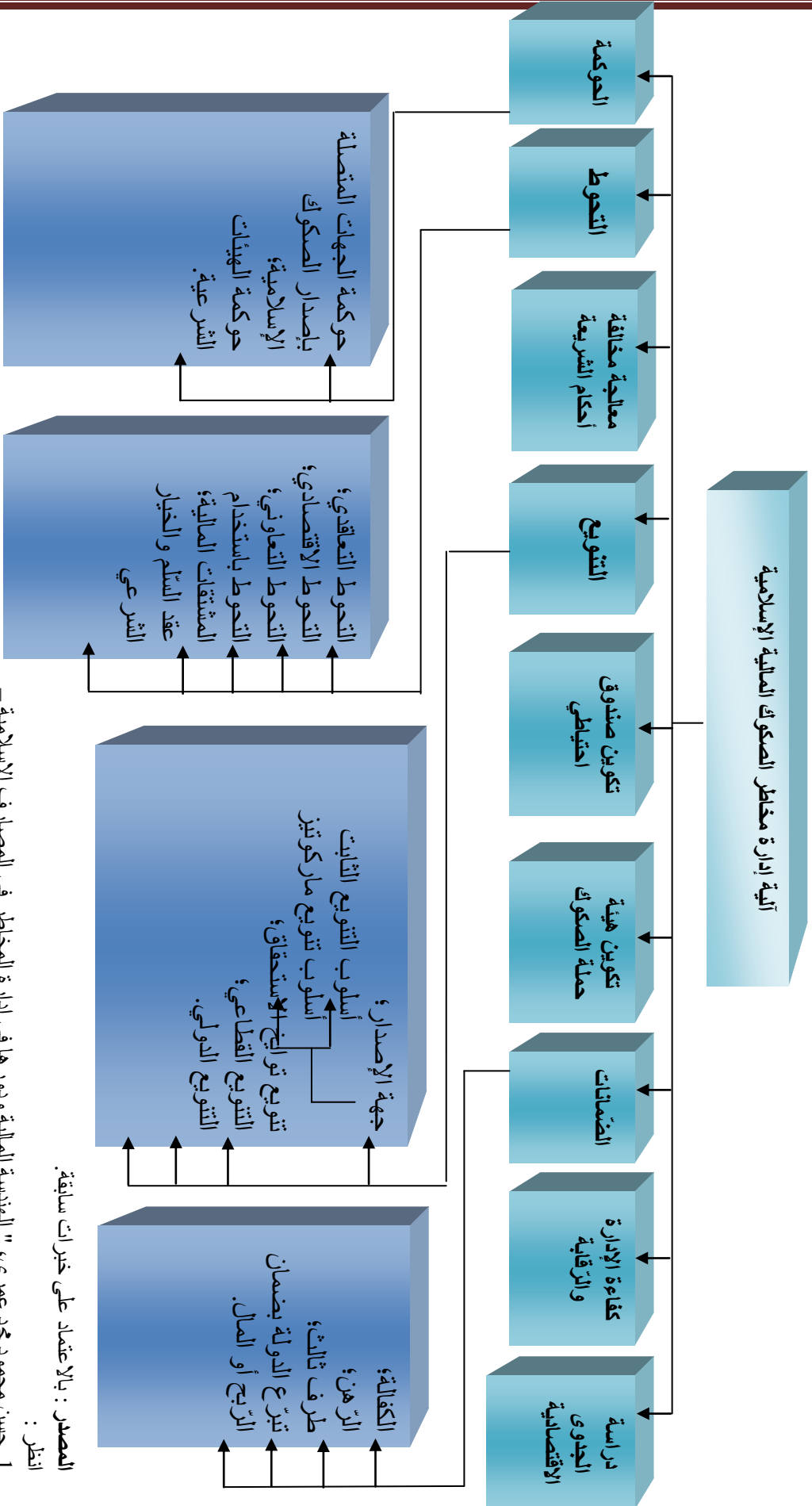
وتعرّف إدارة المخاطر على أنها: " إطار واسع وشامل لمعالجة الأخطار التي من الممكن أن تتعرض لها المنشأة بهدف تقليل أثر تلك الأخطار والسعي لتحقيق الاستفادة القصوى والمستدامة مما هو متاح أمام المنشأة¹."

وبالنسبة للإستراتيجيات المستخدمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، توجد طرق وآليات تقليدية متوافقة مع الشريعة الإسلامية للتعامل مع المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية². إن الإسلام لا يمانع من اتخاذ تدابير وقائية أو إستخدام وسائل مشروعة للتخفيف من آثار المخاطر وتوزيعها بعدالة بين أطراف العقد، وفي هذا الإطار يمكن ذكر بعض الطرق الشرعية التي يمكن أن تقلل أو تحفف من مخاطر الصكوك المالية الإسلامية في الشكل الموالي:

¹ غسان محمد خليل التّجار: " أثر إدارة المخاطر لدى أصحاب المشاريع الريادية في تحقيق الميزة التنافسية لمشاريعهم – دراسة خاصة للأعمال والتكنولوجيا في الجامعة الإسلامية"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال، غزّة، 2017، ص: 18.

² العجيلي ساسي زميم، " إستراتيجية الهندسة المالية الإسلامية في التحوط الإدارة – مخاطر الصكوك الإسلامية – دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية"، مجلة دراسات الإقتصاد والأعمال، المجلد: 04، العدد: 01، 2016، ص: 112.

شكل رقم (23): آلية إدارة مخاطر الصكوك المالية الإسلامية



المصدر : بالاعتماد على خبرات سابقة.
انظر :

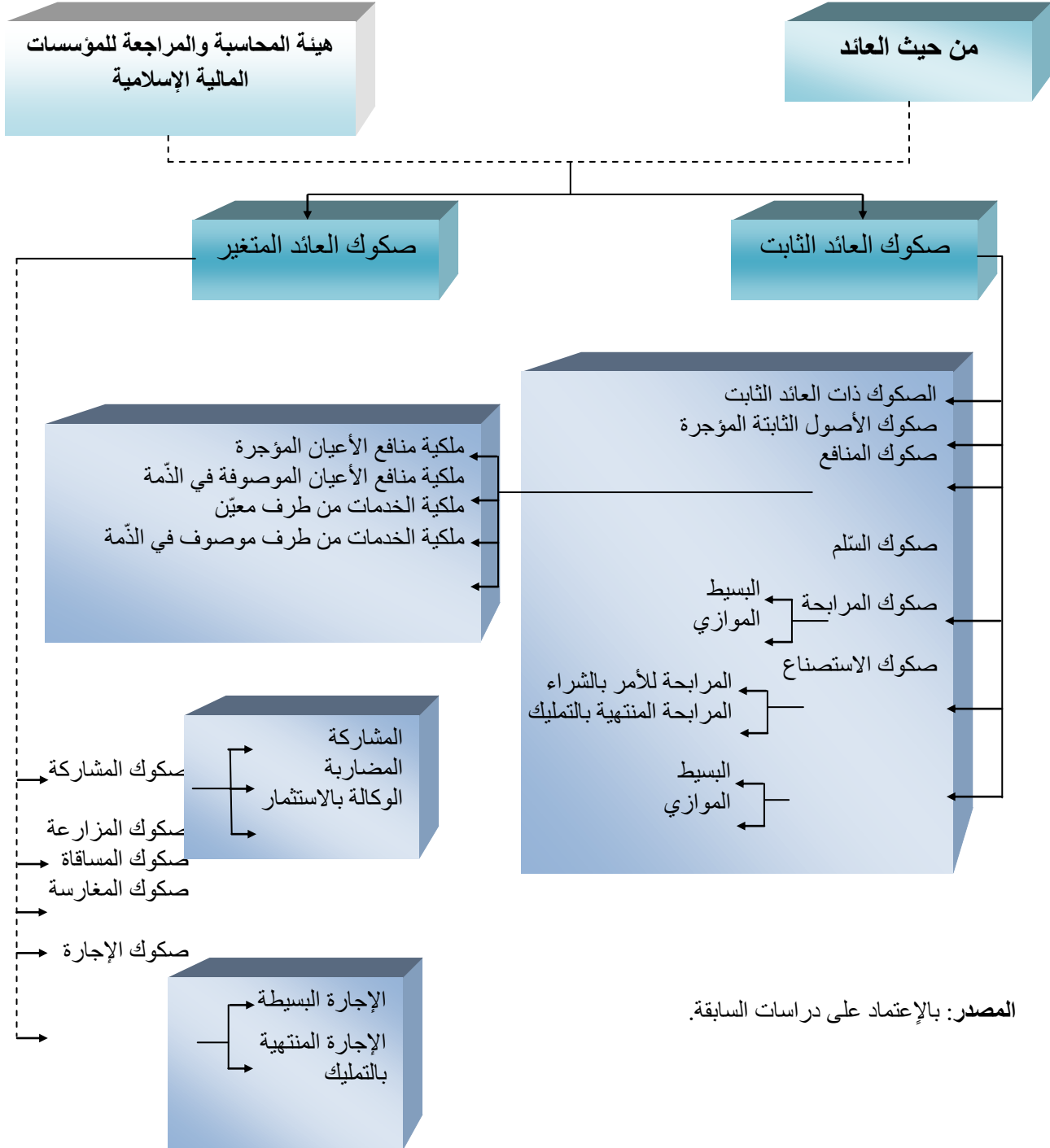
1. حسن محمود محمد عمري، "الهندسة المالية ودورها في إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية - مع إشارة خاصة للمصارف الإسلامية في الأردن"، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد: 35، 1426 هـ.
2. العجالي، سامي زهير، "استراتيجية الهندسة المالية الإسلامية في التحوط وإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مجلة الدراسات الاقتصادية والأعمال، المجلد: 04، العدد: 01، 2016 م.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

المطلب الثاني: أنواع الصكوك المالية الإسلامية

يمكن تصنيف الصكوك أو السندات الإسلامية حسب عدة معايير، وفي هذه الدراسة سيتم الدمج بين نوعين من التقسيمات، معيار العائد وفق المعيار رقم: (17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية المالية.

شكل رقم (24): أنواع الصكوك المالية الإسلامية



أولاً: صكوك العائد الثابت

ويضمّ هذا المعيار خمسة أنواع من الصكوك، كما يلي:

1. صكوك الأصول الثابتة المؤجرة

هي صكوك تمثل أصولاً ثابتة مرتبطة بعقد إجارة، ذي أجره دورية ثابتة، ويمكن أن تمثل هذه الأصول عقارات موجودة تباع لحملة الصكوك، ثم تستأجر منهم بأجره ثابتة، وهي مرتبطة بتوفير المنفعة من خلال مبدأ التمكن¹، فإذا لم تتوفر المنفعة، فإنه لا تستحق الأجرة عن الفترة التي لا توجد فيها منفعة، الأمر الذي يربط عائد هذه الصكوك، بمخاطر يتحملها المستثمر، وهي مخاطر ترتبط بالملك²، فهي ما يفترق فيها التمويل الإسلامي عن التمويل القائم على الربا وسندياته، وهذا النوع المن الخطر يمكن التأمين عليه في العادة لدى شركات التكافل أو التأمين الإسلامي³.

2. صكوك المنافع

تمثل هذه الصكوك وحدات متماثلة من منافع ثابتة محددة موصوفة في ذمة الجهة المصدرة، يتم استيفائها خلال مدة زمنية لاحقة، وتستعمل حصيلة هذه الصكوك عادة في بناء الأصل الثابت نفسه الذي ينتج هذه المنافع⁴، وهي أنواع⁵:

1. صكوك ملكية الأعيان الموجودة؛

2. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة؛

3. صكوك ملكية الخدمات من طرف معيّن؛

4. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة.

3. صكوك السلم

عرّف الفقهاء السلم بتعريفات متعددة تدور في مجملها حول مفهوم واحد، مفاده، " أن بيع أجل بعاجل، فهو يوجب الملك للبائع في الثمن عاجلاً، وللمشتري في الثمن أجلاً"⁶.
وتعرّف صكوك السلم على أنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحويل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لجملة لحمة الصكوك، ويكون بتقديم كامل السلعة المتفق عليها حال استلامها مستقبلاً، وفقاً لوقت ومواصفات متفق عليها"¹.

¹ يقصد به القيام بالإصلاحات الضرورية لتمكين المستأجر من الانتفاع به.

² انظر:

عبد الرزاق مالك كايا، " دراسة قضية ملكية الصكوك من جهة نظر بعض المؤسسات المالية الإسلامية"، المجلة الدولية للتراث في الثروة والتمويل الإسلامي، المجلد: 01، العدد: 01، 2020.

³ منذر قحف، " أساسيات التمويل الإسلامي"، 2013، <https://books.google.dz>

⁴ محمد بلال حسين، محمد مصطفى حسين، " تداول الصكوك الإسلامية وأحكامها الشرعية"، بتاريخ 24 أكتوبر 2019، على الموقع الإلكتروني

<http://www.researchgate.net>

⁵ عبد الرحمان الجندي، " صكوك الإستثمار"، المعيار الشرعي رقم: (17)، " هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص ص: 238 – 239.

⁶ هالة طالب أبو عامر، " عقد السلم الموازي ودوره في تحقيق الأمن الإقتصادي"، المجلة العربية للدراسات الأمنية والتدريب، المجلد: 31، العدد: 63، الرياض، 2015، ص: 47.

4. صكوك المراجعة

عرّف الفقهاء المراجعة بتعريفات كثيرة، وهي وإن كانت تختلف في اللفظ إلا أنها تتفق في المعنى، وتعرف على أنّها: " البيع بالزيادة على الثمن الأول "، وقد صنّفها الفقهاء ضمن بيوع الأمانة، لأنّ البائع مؤتمن على الاختيار بالثمن الذي اشترى به المبيع².

وتعرّف صكوك المراجعة على أنّها: " وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك"³.

5. صكوك الإستصناع

الإستصناع عقد موصوف في الذمة وصورته أن يقول الطرف الأول (المستصنع) للطرف الثاني (الصانع) أعمل لي خفا أو خاتما أو درعا من عندك بثمن كذا، ويبين نوع ما يعمل وقدره وصفته فيوافق الصانع على ذلك، فهو عقد من عقود البيع التي في الذمة، ويشترط فيه العمل، على أن تكون العين غير جاهزة وقت التعاقد.

وعرّفه المجمع الفقهي الإسلامي الدولي بأنّه، " عقد على مبيع في الذمة شرط فيه العمل على وجه الخصوص بثمن معلوم "⁴، وصكوك الإستصناع هي وثائق متساوية القيمة تصدر لإستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تضييع سلعة، ويصبح الموضوع مملوكا لحامل الصكوك⁵.

ثانيا: صكوك العائد المتغير

وتقسّم الصكوك حسب هذا المعيار إلى ستة أنواع:

1. صكوك المشاركة

يقصد بها شركة الأموال، وهي عقد ينشأ بين شخصين أو أكثر في رأسمال أو الجهد الإداري بغرض ممارسة أعمال تجارية تدرّ الربح⁶، وتعدّ من أهم صيغ توظيف الأموال وإستثمارها في الفقه الإسلامي، وثبت أنّها تحقق كفاءة في تخصص الموارد الإقتصادية، ولكنّها مع ذلك لا تشكّل سوى نسبة ضئيلة من إستثمارات المصارف الإسلامية مقارنة بإستثماراتها في عقود المراجعة⁷، وتعتبر صكوك المشاركة عن صكوك استثمارية تمثل رأسمال الشركة، فهي لا تختلف عن صكوك المضاربة إلاّ في تنظيم العلاقة بين

¹ حفوظة الأمير عبد القادر، زبيدي البشير، " إستفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الإقتصادية (تجربتي السودان وماليزيا نموذجا)"، مجلة البحث في العلوم المالية المحاسبية، العدد: 04، 2017، ص: 68.

² محمد عثمان بشير، " المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي "، دار النفائس، الطبعة السادسة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص: 208 - 209.

³ سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية - دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية "، دراسات إقتصادية إسلامية، المجلد: 20، العدد: 01، دون سنة نشر، ص: 05.

⁴ عبد الله عناد نجم عبد الله، " آلية التطبيق المحاسبي لعقد الإستصناع والإستصناع الموازي في المصارف العراقية على ضوء معيار المحاسبة المالية الإسلامية رقم (10)"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد: 01، العدد: 11، الجزء: 02، 2018، ص: 413.

⁵ عبد الحق بوقفة، دلال العابدي، " الضوابط الرقابية وإرتباطها بالممارسات السليمة للصكوك الإسلامية من منظور شرعي وإقتصادي "، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، العدد: 01، دون سنة نشر، ص: 04.

⁶ سيف هشام صباح الفخري، " صيغ التمويل الإسلامي "، 2009، سوريا، ص: 07.

⁷ فاطمة محمد راشد علي، " السياسة المالية ودورها في تحقيق تخصيص الموارد الإقتصادية بين الاقتصاد الوضعي والإسلامي "، الإسكندرية، 2020، ص: 228.

الجهة المصدرة الرّغبة للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المكلة بالتسيير لجنة للمشاركين يرجع إليهم لإتخاذ قرار الإستثمار¹.

2. صكوك المضاربة

المضاربة عقد على الشركة بين اثنين أو أكثر يقمّ أحدهما مالا والآخر عملا ويكون الرّبح بينهما حسب الاتفاق والشرط²، وصكوك المضاربة تمثل حصصا شائعة في رأسمال المضاربة - المملوك لرب المال، المقدم لصاحب المشروع - باعتباره مضاربا لإستغلاله وتحقيق ربح منه، فهذه الصكوك متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها، كما أنّها تتوفر على شروط عقد المضاربة من إيجاب وقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الرّبح³.

3. صكوك المزارعة

عرّفها الفقهاء على أنّها: " عقد على الزرع ببعض الخارج "، أي عقد بين طرفين، أحدهما مالك للأرض، والآخر عمال يعمل عليها، ويكون للعامل بعض ما يخرج منها مقابل عمله، حسب اتفاقهما⁴. وصكوك المزارعة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصّة من الثمّرة وفق ما حدّده العقد⁵.

4. صكوك المساقاة

هي عقد بين مالك شجر مثمر وبين السّاقى، أي البستاني، على أن يدفع مالك الشجر شجرة إلى السّاقى ليقوم على رعايته وسقيه وتهذيبه وتسميده، ومعالجة الآفات التي قد تظهر به، مما يلزم للثمر حتى يبدو صلاحه، وذلك على نفقة السّاقى في مقابل اقتسام محصول الشّجر من الثّمّار حسب الاتفاق⁶. وصكوك المساقاة هي وثائق متساوية القيمة تصدر لإستخدام الإكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصّة في الأرض والغرس⁷.

5. صكوك المغارسة

المغارسة هي تقديم الأرض المحددة لمالك معين إلى طرف ثان ليقوم بغرسها بأشجار معينة حسب الإتفاق المبرم بينهما، ويكون الشّجر والإنتاج بينهما⁸.

¹ عبد الكريم قندوز، " الهندسة المالية الإسلامية بين النّظرية والتطبيق "، لبنان، 2008، ص: 180.

² زيد بن محمّد الرماني، " عقد المضاربة في الفقه الإسلامي وأثره على المصارف وبيوت التمويل الإسلامي "، دار الصمعي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، 2000، ص: 14.

³ عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص: 180.

⁴ عطية عدلان، " المزارعة، حكمها والضوابط المنظمة لها وأثارها الاقتصادية "، مجلّة جامعة بيروت لكلية اللاهوت، 2018، ص: 197.

⁵ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 239.

⁶ حسام الدين بن موسى عثمانة، " يسألونك "، الجزء الحادي والعشرون، الأردن، 2016، ص: 213.

⁷ محمّد عبد الله شاهين محمّد، " دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية "، 2017، ص: 165.

على الموقع الإلكتروني books.google.dz.

⁸ محمّد رافع يونس، " المغارسة في أرض الوقف - دراسة مقارنة في الفقه الإسلامي "، مجلة الزايد للحقوق، المجلد: 15، العدد: 52، السنة: 17، 2011، ص: 84.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

عقد المغارسة هو عقد يسلم بمقتضاه صاحب الأرض أرضه لمن يغرستها بأشجار معلومة ثابتة الأصل مثمرة، والعناية بالغرس لمدة معينة على أن تكون الأرض والأشجار أو الأشجار وحدها بينهما بنسبة معينة بعد انتهاء العقد¹.

وصكوك المغارسة هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصّة من الأرض والغرس².

وقد أصدرت مجموعة البنك الدولي سنة 2008 نوعاً جديداً من السندات تركّز على الإعتبارات البيئية، يطلق عليها اسم: سندات البنك الدولي الخضراء.

6. الصكوك الإسلامية الخضراء

تعرف الصكوك الإسلامية الخضراء بأنها: " سند يأخذ في الاعتبار المعايير البيئية ويخضع لأحكام الشريعة الإسلامية"، وقد نجحت ماليزيا في إصدار أول صك أخضر بمساعدة البنك الدولي في ماي 2008 في خطوة جديدة نحو الاتجاه للتمويل الأخضر.

فهي ببساطة سندات عادية، إلا أنّ تصنيفها " أخضر" يميزها على السندات العادية، فهي سندات تلتزم بالمشاريع البيئية³ فهي أدوات ذات دخل ثابت.

تستخدم عائداتها حصرياً لتمويل أو إعادة التمويل جزئياً أو كلياً للمشاريع الخضراء الجديدة والمستمرة⁴، مثل الطاقات المتجددة ومشاريع كفاءة الطاقة⁵، ولقد جاء في الفتوى رقم: 2002/32 الصادرة عن مجلس الشريعة الوطني أنّ: " الصكوك الخضراء تعرف على أنّها صكوك أمن طويل الأجل تعتمد على مبادئ الشريعة الإسلامية مع الأخذ في الاعتبار المعايير البيئية"⁶، وقد تمّ إصدار أول صكوك خضراء في ماليزيا في جويلية 2017 من طرف تاداوانرجي لتمويل مشروع للطاقة الشمسية في البلاد⁷.

¹ أبي نصر احمد بن محمد السمرقندي، " كتاب الشروط وعلوم الصكوك"، - دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة وتحقيق: أحمد جابر بدران، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2017، ص: 42.
² رشيد علّاب، الطاهر جليط، حمزة طيبي، مرجع سابق، ص: 56.

³ Pradina Anugrahoeni, « Analysis of Indonesia Sovereign Green Bond and Green Sukuk initiatives – Analysis Insiatif Sovereign Green Bond and Green Sukuk Indonesia », Kiajion Eknami and Kevangan, Vol : 01, N° : 01, 2017, p: 04

⁴ Pauline Deschryer, Frederic de Marig, « What future for the Green Bond Market ? How can policy markets, companies and investors unlock the potential of the green bond market ? », MDPI, Journal of Risk and Financial management, 2020, 13, 61, p: 02, 18.

⁵ Iman Arifiadi Ramadhan, Wirdyanigshi, « Green Sukuk issuance as an investment instrument for sustainable development », Atlantis press, Advances in social science, Education and Humanities Research, volume : 413, 2020, p: 96.

⁶ Imam Arifiadi Ramadhan, Wirdyanigsih, « Green Sukuk Issuance As An Investment Instrument For Sustainable Development », Atlantis Press, Advance in Social Science, Education and Humanist Research, Vol : 413, 2020, p: 96.

⁷ Credit FAQ : « What are the prospects for green sukuk issuance ? », SP Global, September 16, 2018, p: 01(Timucin Engin, Mohamed Demek).

المطلب الثالث: حكم إصدار وتداول الصكوك

في هذا المطلب سيتم التطرق لأهم الشروط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك.

أولاً: شروط إصدار الصكوك

- إهتم قانون رأس المال بوضع شروط لتوافق إصدارات الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية ويطلق عليها " متوافقة مع الشريعة الإسلامية " أو " إسلامية " أو " شرعية "، وفق الشروط:
1. أن تشكل لجنة رقابية شرعية للإصدار وفقاً للضوابط التي يصدر بها قرار من مجلس إدارة الهيئة بشأن متطلبات تشكيل اللجان الرقابية الشرعية واشتراطات شغل عضويتها؛
 2. أن يكون المشروع محل التصكيك مجاز من لجنة الرقابة الشرعية؛
 3. أن يكون طلب قيد وتداول وإصدار الصكوك بإحدى البورصات مجازاً من اللجنة وقد أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية القرار رقم: 22 لسنة 2019 بضوابط تشكيل وإشترطات عضوية لجان الرقابة الشرعية لإصدارات الصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية¹.

ثانياً: أحكام تداول الصكوك

إنّ الصكوك الإسلامية تمثل ملكية لحصة شائعة في المشروع الذي الصكوك لتمويله وأنّ هذه الملكية تستمر طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرّفات المقررة شرعاً للمالك من بيع أو هبة، أو رهن، أو إرث... إلخ. ويقصد بتداول² هذا، البيع والشراء، إذ هو الذي تقوم به سوق الأوراق المالي، وعليه فإنّ الترخيص الشرعي لعملية التداول هو: بيع حصّة شائعة من موجودات رأس مال الصكوك الإسلامية، وهذا من التصرفات الجائزة شرعاً³.

ويمكن تبيان أهم الأحكام الجزائية⁴، لإصدار وتداول الصكوك في الجدول التالي:

¹ الهيئة العامة للرقابة المالية، " دليل إصدار الصكوك "، جويلية، 2019، ص: 06.
² ويعني تداول الصكوك الإسلامية أيضاً توفر خاصية القابلية للسيولة أي تحويلها إلى نقد.
³ إبراهيم محمد عبد السميع محمد، " الصكوك الإسلامية كمنتج شرعي بديل عن الأدوات الربوية ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية، دراسة فقهية "، مجلة كلية أصول الدين والدعوة، العدد: 35، الجزء الأول، 2017، ص: 944 - 945.
⁴ لمزيد من التفصيل لكل نوع من الصكوك، أحكام ومشروعية:
= انظر: خالد بن سعود الشود، " العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية "، سابقاً لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013.
- محمد علي القرني بن عبيد، " الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها "، الدورة التاسعة عشر، مجمع الفقه الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة.

جدول رقم (03): أحكام تداول الصكوك

موضوع التداول	حكم تداول الصكوك
1. حكم تداول الصكوك حال كون موجوداتها نقوداً محضّة	- نصّ مجمع الفقه الإسلامي على: " إذا كان مال القراض المجمع بعد الاكتتاب وقيل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً، فإنّ تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقداً بنقد، وتطبّق عليه أحكام الصّف " . ونصّ المعيار (17) الشرعي للأوراق المالية الصادر عن AAOIFI.
2. حكم تداول الصكوك حال كون موجوداتها من الأعيان والمنافع أو الخدمات.	- نصّ قرار مجمع الفقه الإسلامي والمعيار الشرعي لصكوك الإستثمار على: " يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثّل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص بدء النّشاط " . - وهذا ما نصّت عليه هيئة AAOIFI.
3. حكم تداول الصكوك حال كون موجوداتها أعياناً موصوفة في الدّمة.	لا يجوز تداولها في هذه الصكوك في هذه الحالة، وذلك لاشتمال عملية التداول على بيع مال يقبض وهو لا يجوز.
4. حكم تداول الصكوك حال كون موجوداتها ديوناً محض.	- نصّ عليه قرار مجمع الفقه الإسلامي: " إذا أصبح مال القرض يدوناً، تطبّق عليه تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالدين، لأنه لا يجوز بيع الدين بالنقد عند الفقهاء لاشتماله على الرّبا بنوعيه الفضل والنسيئة " . - وبه نصّ المعيار الشرعي للأوراق المالية والمعيار الشرعي لصكوك الإستثمار.

المصدر: بالإعتماد على:

1. عبد الرحمان الجندي، " صكوك الإستثمار"، المعيار الشرعي رقم: (17)، " هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية " .
2. محمد بلال حسين، محمد مصطفى حسين، " تداول الصكوك الإسلامية وأحكامها الشرعية"، بتاريخ: 24 أكتوبر 2019، على الموقع الإلكتروني: www.researchgate.net .

المبحث الثالث: قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية

إنّ قياس كلا من نتائج وأداء الأدوات المالية يعدّ أمراً ضرورياً للمستثمر ليتمكنه الاختيار بين مختلف الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية وطبقاً لأهدافها من الإستثمار، كما أنّ هذا القياس يسمح بالمنافسة الإيجابية بينها لتحسين الأداء وتقديم المزيد من الخدمات للمستثمرين، وتجدر الإشارة إلى أنّ مفهوم قياس الأداء مرتبط بنظرية إدارة محافظ الأوراق المالية التي يعود الفضل إليها في أخذها في الاعتبار تفضيلات المستثمرين التي يعبر عنها بعامل الخطر والعائد¹.

ولقد تمّ التطرق إلى مفهوم قياس الأداء في سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال المطالب التالية:

- الأداء المالي؛
- قياس الأداء وتقييمه؛
- نموذج تقييم أداء الأوراق المالية؛
- مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية.

¹ محمد فتحي البديوي، "أسواق رأس المال - بورصات الأوراق المالية وصناديق الإستثمار - دراسة تحليلية"، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2007، ص: 152.

المطلب الأول: الأداء المالي

أولاً: تعريف الأداء المالي

يعدّ الأداء المالي مؤشراً هاماً تبنى عليه العديد من القرارات الهامة، فهو يحدد اتجاهات سير نشاط المنظمة وإيجابا، ويحدد مدى الإقتراب أو الإبتعاد عن تحقيق الأهداف وتنفيذ الخطة الموضوعية، وبذلك يعكس مدى نجاح المنظمة أو إخفاقها¹.

ولقد عرّفه J. Pierre على أنه: " مدى قدرة المسيرين على تحقيق أهدافهم وذلك من خلال نمو المعدل السنوي للمبيعات وتحقيقهم لسنة مالية معينة"².

وينظر إلى الأداء الحقيقي الفعال على أنه نتاج عدد من العوامل المترابطة التي يجب التركيز عليها وليس التركيز عليها ثم تجاهلها بالكامل، أي أنه ليس غاية في حدّ ذاته، ولكنه وسيلة لتحقيق غاية³. أي أن الأداء المالي هو: " عبارة عن حالة من النشاط الطبيعي الذي يجب أن تتسم به الورقة المالية، من خلال الرفع من كفاءتها وخلق فجوة زمنية ضيقة من المنافسة، لتحقيق عوائد مالية متفاوتة، فالأداء المالي هو ذلك المحرك الثالث بين المستثمر والورقة المالية في ظل سوق أوراق مالية يتميز بالكفاءة لتحصيل عوائد متساوية أو سوق فعّال لتحصيل عوائد مالية متفاوتة".

وعلى الرغم من كثرة البحوث والدراسات التي تناولت الأداء وتقسيمه، إلا أنه لم يتم التوصل إلى إجماع حول مفهوم محدّد للأداء، فلا يزال الباحثون مشغولين بمناقشة الأداء كمصطلح فني، وبمناقشة المستويات التي يحال عندها والقواعد الأساسية لقياسه، وذلك الإختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين وتنوّع أهدافهم واتجاهاتهم⁴.

ثانياً: أهمية الأداء المالي⁵

يحتل الأداء المالي أهمية كبيرة في تحقيق أهداف المؤسسة المالية، تتمثل في:

- تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات، ممن لهم مصالح مالية في الشركة لتحديد جوانب القوة والضعف في الشركة، والإستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي قرارات مالية للمستخدمين؛
- وتتبع أهمية الأداء المالي أيضاً، وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها، وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها، وتوجيه الأداء نحو الإتجاه الصحيح والمطلوب

¹ العايب عبد الرحمن، " التحكم في الأداء الشامل، المؤسسة الإقتصادية في الجزائر في ظل تحديات التنمية المستدامة"، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، سطيف، 2011، ص: 142.

² شينين عبد النور، زرقون محمد، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على نقد الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة - دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000 - 2013)؛ مجلة الدراسات الإقتصادية الكمية، 2015، العدد: 01، ص: 242.

³ Mazen J. Al Shobaki, Samy S. Abu Naser, Ashraf A. M. Salama, Abed Alfetah, M. Alferjany, Youssef M. Abu Amuna, « The robe of measuring and evaluating performance in acheving control objectives – Case study » Islamic University, International Journal of Engineering and Information System (I.J.E.D.I.S), vol, 02, Issue : 01, 2018, 111.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، " التحليل المالي لتقييم الأداء والتنبؤ بالفشل"، مؤسسة الوراق، عمان، 2000، ص: 81.

⁵ محمد محمود الخطيب، " الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة"، الطبعة الأولى، الحامد، دون بلد نشر، 2010، ص: 46 - 47.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

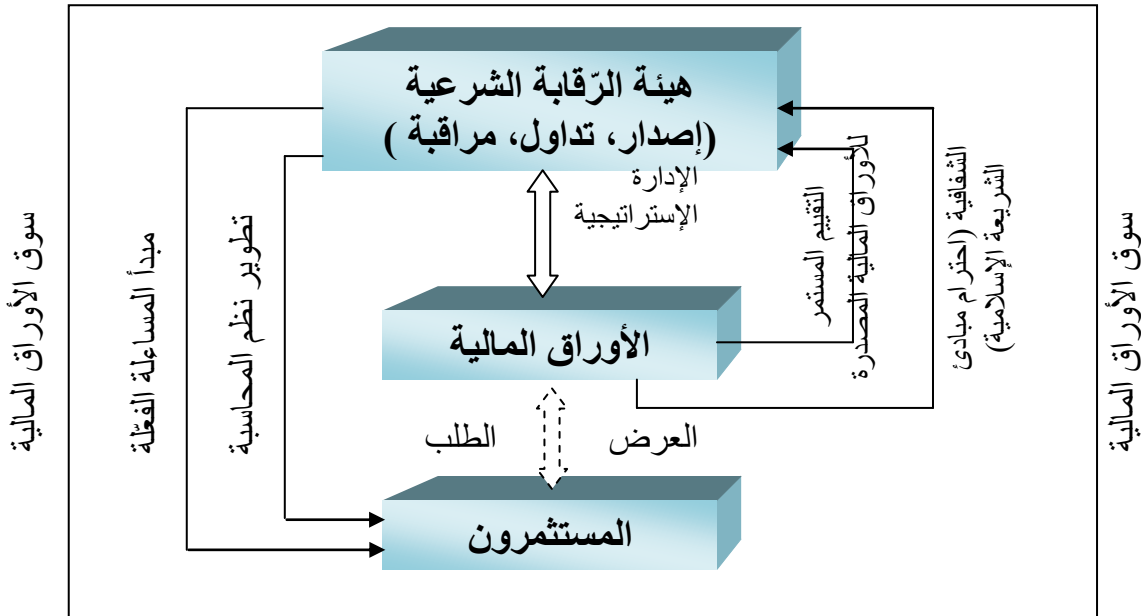
من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها، وإقتراح إجراءاتها الصحيحة وترشيد الإستخدامات العامة للشركات وإستثماراتها وفقاً للأهداف العامة للشركات والمساهمة في إتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الإستمرارية والبقاء والمنافسة.

ثالثاً: مقومات الأداء الجيد في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بمقومات الأداء الجيد، جملة من المتطلبات والخصائص التي بتوفرها يمكن الحكم على سرعة كفاءة وإستجابة وفعالية ومدى جودة أسواق الأوراق المالية من جهة، وأداء الأوراق المالية المتداولة فيها من جهة أخرى، ويمكن حصر هذه المقومات في الشكل الموالي:

شكل رقم (25): مقومات الأداء المالي الجيد

سوق الأوراق المالية



سوق الأوراق المالية

المصدر: بالإعتماد على خبرات سابقة.

المطلب الثاني: قياس الأداء وتقييمه

أولاً: تعريف قياس الأداء

1. تعرّف عملية قياس الأداء بأبسط التعابير على أنّها: "تقدير نتائج الأعمال من أجل:

- تحديد مقدار فعالية إستراتيجية الشركة، وكفاية عملياتها؛
- إجراء التغييرات ومعالجة النواقص وغير ذلك من المشكلات"¹.

¹ الحارث النبهان، "قياس الأداء، حلول من الخبراء لتحديات يومية"، مترجم، الطبعة الأولى، العديكان للنشر، المملكة العربية السعودية، 2015، ص: 17.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

2. قياس الأداء هو عملية توليد المعلومات التي يمكن للمنظمات غير الربحية استخدامها لتحسين برنامجها، ومتابعتها أثناء وبعد البرنامج المسطر¹.

3. قياس الأداء الفعال هو المفتاح لضمان أن يتم تنفيذ إستراتيجية المنظمة بنجاح من خلال المراقبة الفعالة " باستخدام تقنية بطاقة الأداء المتوازن"².

ومنه يمكن إقتراح التعريف التالي لعملية قياس الأداء كما يلي:

قياس الأداء هي عملية إستراتيجية إدارية مالية تهدف إلى متابعة نشاط المؤسسة – سوق الأوراق المالية – قبل وأثناء وعند تحقق الهدف المسطر من خلال المراقبة الفعالة لتحديد مقدار الفعالية ومعالجة النواقص وتدارك الفجوات باستخدام تقنيات حديثة على رأسها بطاقة الأداء المتوازن الحديثة، وهذا طبعا تحت أساليب مبنية على أسس شرعية.

ثانيا: عملية تقييم الأداء المالي

1. إن تقييم الأداء المالي هو تلك العملية التي تعنى بقياس كفاءة العاملين وصلاحياتهم وإنجازاتهم وسلوكهم في عملهم الحالي للتعرف على مدى مقدرتهم على تحمل المسؤوليات الحالية وإستعدادهم لتقلد مناصب أعلى مستقبلا⁴.

2. عملية تقييم الأداء المالي ما هي إلا: " قياس للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة مسبقا وتقديم حكم على إدارة الموارد الطبيعية والمالية المتاحة للمؤسسة وهذا لخدمة أطراف مختلفة لها علاقة بالمؤسسة، ويمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي في الخطوات التالية:

- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية وقائمة الدخل؛
- إحتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء؛
- دراسة وتقييم النسب؛
- وضع توصيات الملائمة"⁵.

3. وتعتبر عملية تقييم الأداء من الأساليب الرقابية التي تؤدي إلى تحسين أداء محفظة الأوراق المالية، وتتم هذه العملية عن طريق تقييم المحفظة ككل وعناصرها على حدى، وذلك بهدف المحافظة دوما على حالة الإستقرار المستهدفة مع زيادة معدلات العائد إن أمكن، ويعتبر ذلك عن متابعة مستمرة لاتخاذ

¹ Peter A. Taction, « Performance measurement to evaluation », URBAN Institut, World Bank Group Community Cretreach Program, 2016, p: 02.

² Jasmin Harvey, Technical information service, « performance measurement », The Chartered Institut of Management Accountants, London, 2008, p: 04.

³ بطاقة الأداء المتوازن هي أحد الأساليب والتقنيات الإدارية الحديثة التي ساهمت في ضبط الأداء.
⁴ زغبة طلال، عريوة محمد، " أهمية بطاقة الأداء المتوازن في قياس وتقييم أداء شركات التأمين – دراسة حالة شركة (TRUST) للتأمينات بالجزائر، 2014-2016"، مجلة البشائر الإقتصادية، المجلد: 04، العدد: 03، 2019، ص: 509.
⁵ عائدة عثمان عبد الله، " دور المحاسبة البيئية في تقييم الأداء في الشركات المساهمة – دراسة تحليلية من وجهة نظر موظفي شركة سابك السعودية"، مجلة الطريق للتربية والعلوم الإجتماعية 396، المجلد: 06، العدد: 04، 2019، ص: 405، 407.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

القرارات الملائمة خاصة في حالة عدم إستقرار السوق والتي تعبر عن الدور الديناميكي للإدارة بهدف التأكد من تحقيق الأهداف.

وفي تقييم أداء محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة المبادئ التالية:

- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الإستثمارات وفق آلية السوق المالية بعد أخذ حساسية مكونات المحفظة ممثلة بعامل بيتا للمحفظة المالية بعين الاعتبار؛
- يجب أن يكون العائد على الإستثمارات المعتمد أساسا لتقييم أداء المحفظة وهو عائدها الإجمالي والذي يتكون من:¹

العائد الإجمالي = دخل أو إيراد الإستثمارات التي تشتملها المحفظة ± المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المختلفة

- يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار عنصري العائد والمخاطرة معا؛
- كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية، لكن كونها أطول من اللازم يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والرقابة.

المطلب الثالث: نماذج تقييم أداء الأوراق المالية

يوجد العديد من النماذج المستخدمة في تقييم أداء الورقة المالية، وسوف نتعرض في هذا المطلب إلى أربعة نماذج أساسية الأكثر استخداما في عملية التقييم.

أولا: النموذج البسيط

تنشر شركات الإستثمار يوميا قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذا الأرباح الرأسمالية الموزعة، وذلك لكل محفظة أوراق مالية على حدى، وتعدّ هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط، هو معدّل العائد على الأموال المستثمرة في الأوراق المالية²، فمن السهل تقييم أداء المحفظة في حالة كون الإستثمار لفترة واحدة، وذلك على أساس المعادلة التالية³:

$$R_t = \frac{D_t + b_t (V_{t_1} - V_{t-1})}{V_{t-1}}$$

حيث:

R_t : تمثّل العائد على الإستثمار في المحفظة للفترة الواحدة؛

¹ نعمان محصول، نور الدين محرز، "تقييم الإستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات، العدد الإقتصادي، المجلد: 15، العدد: 02، 2018، ص: 6.

- يشار إلى محفظة الأوراق المالية على أنّها تشكيلة من الأوراق المالية: أسهم، سندات، أوراق تتضمن ميزات الأسهم والسندات، منتجات مالية أخرى... إلخ، يمكسها المستثمر لتخفيض المخاطرة وتعظيم الأرباح، أي اختيار المحفظة المالية "المثلى".
انظر طارق عبد العال حماد، " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002".

² هشام طلعت عبد الحكيم، دلال قاسم عبد الحسين، " تحليل وتقييم أداء صناديق الإستثمار - دراسة تحليلية في سوق الأوراق المالية السعودية"، مجلة الإدارة والإقتصاد، السنة: 69، العدد: 106، 2016، ص: 140.

³ نعمان محصول، نور الدين محرز، مرجع سابق، ص: 69.

D_t : التوزيعات النقدية الجارية؛

b_t : الأرباح الرأسمالية المحققة خلال الفترة الواحدة؛

V_{t-1} : القيمة السوقية للمحفظة بداية الفترة؛

V_{t1} : القيمة السوقية للمحفظة في نهاية الفترة.

هذا ومن الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة معدل العائد على الإستثمار في محفظته مع معدل العائد على الإستثمار في محافظ مستثمرين آخرين.

ويعاب على النموذج البسيط في تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، تركيزه على العائد دون أخذ المخاطر في الحسبان، فقد تحقق محفظة ما عائداً أكبر من العائد الذي تحققه محفظة أخرى، غير أنّ الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الإستثمار منها، ولتجنب ذلك العيب فقد إقترحت بدائل لقياس مستوى أداء المحفظة تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر، يطلق عليها الأساليب المزدوجة¹.

ثانياً: نماذج الأساليب المزدوجة في التقييم

هذا الأسلوب يجمع بين العائد والمخاطر كمدخل لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية، وبالرغم من تعدد المقاييس المقترحة للتقييم إلا أن أبرزها يتمثل في:

1. مقياس شارب

اقترح شارب سنة 1966 أنّ الأداء التاريخي للمحفظة يمكن حسابه على أنّه زيادة العائد المكتسب لتحمل المخاطر لكل وحدة من إجمالي المخاطر، وفق المعادلة التالية:

$$S_P = \frac{\overline{R_P} - \overline{R_f}}{\sigma_P}$$

S_P : تمثّل قيمة مؤشر المكافأة إلى سنة التقلب في العائد؛

R_P : متوسط عائد المحفظة؛

R_f : معدّل العائد على الإستثمار الخالي من الخطر؛

P : مخاطر المحفظة مقاسة من خلال الانحراف المعياري للمحفظة²؛

المقدار $(R_P - R_f)$ يمثّل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يطلق عليه سبيل الخطر³.

وبالنسبة لمعدل العائد على الإستثمار الخالي من الخطر R_f ، فيقصد به العائد الذي تحققه ورقة مالية تصدرها الحكومة ولا يتجاوز تاريخ إستحقاقها تاريخ سنة واحدة، وعادة ما ينطبق ذلك التوصيف على

¹ المرجع نفسه، ص: 69.

² Dan U. A. Galagedera, « A Survey on investment Performance Appraisal with Special Reference to Data Envelopment Analysis », Research Gate, Australia, 2014, p :02,at : <http://www.researchgate.net>.

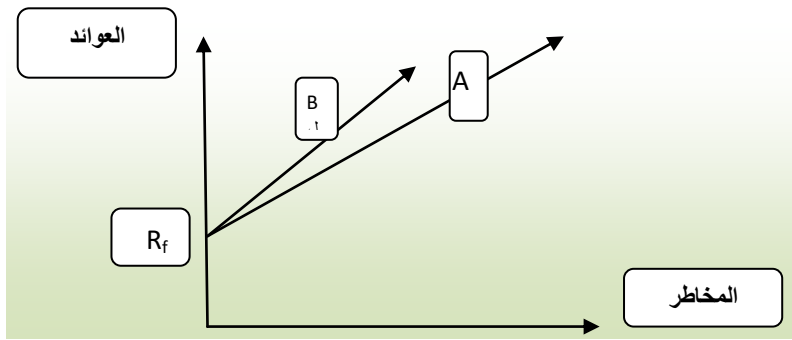
³ نور الدين إبراهيم القاضي، " أثر كفاءة إدارة المحفظة الإستثمارية على ربحية البنوك التجارية -دراسة إختيارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة من 2012-2014"، قُتّمت هذه الدراسة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2016، ص: 25.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

معدل العائد على أدونات الخزينة، فمعدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر يمثل في حقيقة الأمر العائد في مقابل مخاطر التضخم¹.

يتضح من خلال الصيغة السابقة أنّ نسبة شارب تقيس مستوى كفاءة أداء المحفظة لمدى قدرتها في تحقيق عائد إضافي عن معدل العائد الخالي من المخاطر، والذي عادة ما يعرف بسعر الفائدة على حوالات الخزينة كما سبق ذكره، أو سعر الفائدة على ودائع التوفير، فضلا عن ذلك فإنّ وجود الانحراف المعياري في مقام النسبة يشير إلى أخذ المخاطر الكلية للمحفظة بنظر الإعتبار، وكلما كانت نتيجة النسبة عالية، فإنّ ذلك يعني أنّ أداء المحفظة جيد، ويمكن وصف هذه النسبة بأنّها عائد لكل وحدة مخاطر فضلا عن ذلك فإنّ العوائد السلبية سوف تولّد نسبة شارب سلبية، وعادة ما يصعب تفسير نسبة شارب إذا كانت سلبية²، والشكل الموالي يوضح متغيرات نسبة شارب:

شكل رقم (26): نسبة شارب



المصدر: بالإعتماد على:

Carl Bacon, John Wiley and Sons « Practical portfolio performance measurement and attribution », second edition, , England, 2008, p: 6.

وقد أضاف نموذج شارب فرضيتان لنموذج ماركوتيز:

الفرضية الأولى: كفاءة السوق المالية وتمائل المعلومات بالنسبة لجميع المستثمرين؛

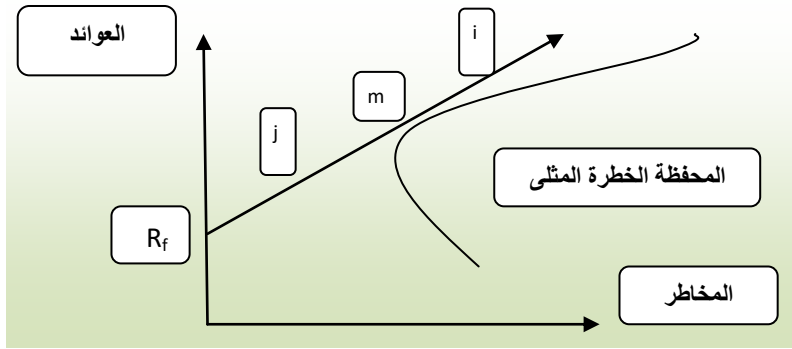
الفرضية الثانية: الإقتراض بمعدل فائدة خالي من المخاطر، وهو متمائل بالنسبة لكل المستثمرين.

فبإضافة الإقتراض الثاني إلى المنطقة المثلى لنموذج ماركوتيز يصبح لدينا الشكل الموالي:

¹ نعمان محصول، نور الدين محرز، مرجع سابق، ص: 90.

² إلياس خضر الحمودي، " تقييم أداء المحافظ الإستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي "، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد: 04، العدد: 07، 2011، ص: 319.

شكل رقم (27): المنطقة المثلى لمجموعة الفرص الإستثمارية (الأصول الخطرة، الأصل عديم المخاطرة) ومحفظه السوق



المصدر: John Hull, Gestion des risque et institutions financières 3^{ème} edition, Pearson, France, 2013, p :10.

يلاحظ من الشكل أن المنطقة المثلى أصبحت عبارة عن خط مستقيم يمرّ من النقطة R_f باتجاه الحدود الكفوءة لمنحنى سوق رأس المال، والنقطة M تمثل محفظة السوق للأسهم المعروضة للمخاطر وهي أعلى نقطة للظل بين R_f والحدود الكفوءة، كما يطلق عليها أيضا إسم المحفظة الخطرة المثلى والتي تشمل على كافة الأسهم الخطرة المتداولة في سوق رأس المال¹.

ورغم شيوع تطبيق هذا النموذج إلا أنه يتضمن بعض العيوب أهمها:²

1. إنّ أسلوب نموذج شارب لا يمكن إستخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط، أو من سندات فقط.
2. إنّ مقياس شارب يعتمد على الإنحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة الكلية، وحيث أنّ المحفظة أساسا تقوم على فكرة التنويع، وإذا ما توفر التنويع الجيد داخل المحفظة، فإنّ ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة، وبقي فقط المخاطر المنتظمة التي تقاس من خلال معامل بيت وليس من خلال الإنحراف المعياري.

2. نموذج ترينور

نسبة ترينور مماثلة لنسبة شارب، فالبسط أو المحور الرأسي يمثل معدل العائد والمحور الأفقي يمثل المخاطر النظامية وفقا لحسابات بيتا³، ولكنه يختلف عنه في أنه يعتمد على معامل β للمحفظة كمقياس المخاطر، وليس على الإنحراف المعياري، وبالتالي فإنّه يفحص الأداء في المحفظة من حيث مدى قدرة

¹بوديار أمينة، " دراسة تحليلية وقياسية لنماذج أمثال المحفظة المالية في بورصة المغرب للفترة (2015 - 2018) "، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية JBAES، المجلد رقم: 05، العدد، 01، ص: 102 – 103.

² فؤاد عبد الحميد النواجحة، " قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين – دراسة تحليلية "، قدمت هذه الدراسة إستكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014، ص: 35.

³ Carl Bacon, « Practicalport-folio performance measurement and attribution », second edition, John Wileyand Sons, England, 2008, p: 75.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

وكفاءة الإدارة على تنويع الإستثمارات بشكل يمكن من خلاله التخلص من المخاطر غير المنتظمة بدرجة كبير ويقوم بقسمة العوائد الإضافية للمحفظة (معدل عائد المحفظة معدل العائد الخالي من المخاطر) على β . وعبر عنه بالمعادلة التالية:¹

$$T_n = \frac{r_n - r_f}{\beta_n}$$

حيث:

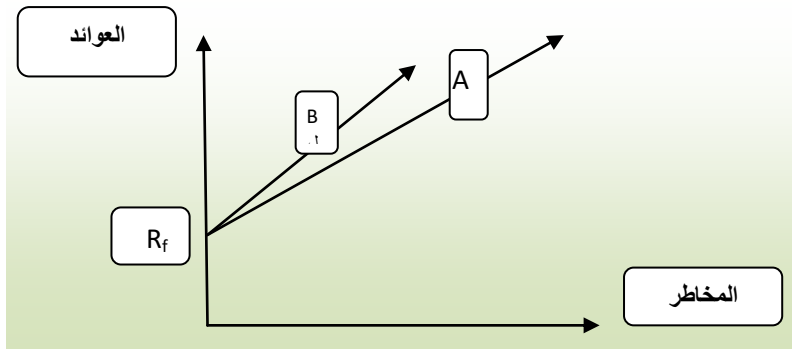
T_n : مقياس ترينور لأداء المحفظة؛

r_n : معدل عائد المحفظة؛

r_f : العائد الخالي من المخاطر؛

β_n : معامل بيتا (مخاطر المحفظة).

شكل رقم (28): نسبة تايلور



Carl Bacon, p 76 .

المصدر:

ويوضّح الشكل السابق أنّ المحور الأفقي أو مقام النسبة تمثل المخاطر النظامية وتتجاهل المخاطر غير النظامية الخاصة بالشركة، وكلّما كانت نسبة ترينور كبيرة، كلّما دلّ ذلك على ارتفاع عائد المحفظة بالعلاقة إلى مخاطرها النظامية، وبالتالي فإنّ ذلك يعني الأداء الجيد للمحفظة.²

ويعاب على هذا النموذج أنّ دقّة الترتيب والتصنيف للمحافظ تعتمد على فرية تقييم الإستثمارات من خلال طريقة التنويع المثالي للمحافظ، والتي يمكن من خلالها القضاء على المخاطر غير المنتظمة والمعلقة بالشركة نفسها، وهذا غير دقيق من الناحية العملية.³

3. نموذج جنسن

قدّم " جنسن " سنة 1968، نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل " ألفا "، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، فالمقدار الأوّل يعبر عن " مقدار العائد الإضافي"،

1 توفيق عوض بشير، " بناء محافظ إستثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم - دراسات تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين "، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015، ص: 58.

2 إلياس خضير الحمدوني، مرجع سابق، ص: 321.

3 توفيق عوض بشير، مرجع سابق، ص: 59.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

أما المقدار الثاني، يعبر عن " علاوة خطر السوق"¹، ويعتمد هذا المقياس على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، ويحسب هذا النموذج للمحفظة وفقاً للصيغة الآتية:²

$$\overline{R_P} = R_f + \beta_P (R_m - R_f)$$

ولو كانت العوائد الفعلية للمحفظة أعلى أو أقل من العائد المتوقع حسب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، عندها يمكن القول بأنّ هذا الانحراف يعود إلى الأداء الجيد أو السيئ للمحفظة³.

ويحسب مقياس جونسون وفق الصيغة التالية:⁴

$$\alpha = (R_P + R_f) - \beta_P (R_m - R_f)$$

حيث:

α : معامل ألفا؛

R_P : عائد المحفظة الإستثمارية؛

R_f : العائد الخالي من المخاطرة؛

R_m : عائد محفظة السوق (مؤشر السوق)؛

β : بيتا المحفظة الإستثمارية.

وهنا يمكن أن نلاحظ

التشابه بين الصيغة السابقة وصيغة العائد التفاضلي الآتية⁵.

$$D_R = R_P + R_f \left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \right) \sigma_P$$

حيث:

D_R : العائد التفضيلي

وفقاً لذلك فإنّ الإسم البديل لنسبة " جنس " هي العائد التفاضلي لجنس، وكلّما كانت قيمة ألفا أكبر، كلّما دلّ ذلك على الأداء الجيد للمحفظة.

وفقاً لمعامل α فإن:⁶

- إذا كانت قيمة $\alpha < 0$ يعني أنّ علاوة المخاطرة هي أكبر مما تستحق، أن أداء المحفظة يسبق السوق؛
- إذا كانت قيمة $\alpha > 0$ يعني أنّ المحفظة قيد الدراسة أداءها أقل من المستوى المطلوب؛
- إذا كانت $\alpha = 0$ يعني أنّ عائد المحفظة يساوي عائد السوق.

¹ ريجي عبد القادر الجديلي، " إدارة محافظ الإستثمار "، الجامعة الإسلامية، 2004، ص: 24.

² إلياس خضير الحمدوني، مرجع سابق، ص: 322.

³ المرجع نفسه، ص: 322.

⁴ توفيق عوض بشير، مرجع سابق، ص: 61.

⁵ إلياس خضير الحمدوني، مرجع سابق، ص: 322.

⁶ بوبكر شماخي، عبد الغني دادان، " تقييم أداء محافظ القيمة في ظل كفاءة الأسواق المالية - دراسة إختبارية في سوق سنغافورة المالي خلال الفترة (2003 - 2016) "، مجلة الدراسات الإقتصادية الكمية، العدد: 03، 2017، ص: 54.

المطلب الرابع: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريف مؤشر السوق

ظهرت المؤشرات وتكورت عبر الزمن ابتداءً من القرن 19 م مثل: مؤشر داو جونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه سوق الأوراق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترات الثمانينات للقرن الـ 20 م، إذا إنتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية كتداول الأوراق المالية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990¹. ويمكن تعريف مؤشر السوق على أنه:

"مؤشر السوق لا يخرج عن كونه مؤشر أسعار، يحسب من واقع القيمة السوقية لأسهم محفظة أوراق مالية مستقرة عبر فترات زمنية مختلفة هي محفظة السوق وبما يعكس الحالة الفعلية التي يوجد عليها السوق، وبمعنى آخر يعد المؤشر بمثابة ترمومتر السوق، والذي يساعد في قياس مستوى التطور في أداء سوق الأوراق المالية، واتجاه حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق، سواءً بالارتفاع أو الانخفاض والتنبؤ بما يمكن أن يكون عليه الوضع في المستقبل"².

ثانياً: أهداف مؤشر سوق الأوراق المالية³

مؤشرات أسواق أوراق المالية أصبحت جزء من الحياة اليومية، فهي تؤدي وظائف هامة تبدأ من استخدامها في تقييم أداء المديرين المحترفين، لمحافظ الأوراق المالية إلى متابعة الأداء اليومي للسوق، ويمكن أن نميز بين أربعة أهداف رئيسية تسعى إلى تحقيقها مؤشرات البورصة:

- قياس التطور الحادث في بورصة الأوراق المالية (بارومتر البورصات) للتعبير الفوري لحال البورصة السعودي والهبطي؛
- قاعدة أساسية في قياس أداء البورصات ومقارنته بأداء مديرية محافظ الأوراق المالية، ومديري صناديق الإستثمار لقياس كفاءتهم؛
- أداء للمتاجرة في الأسواق المشتقة من خلال عقود المستقبلات والخيارات والتي تهدف إلى تحقيق العديد من الأغراض للمستثمرين أهمها تغطية مخاطر محافظ أوراقهم المالية؛
- مؤشر إقتصادي، حيث تساعد في عمليات التقييم الإقتصادي للأصول والثروات القومية على مستوى الإقتصاد الكلي، وبرز مثال على ذلك استخدام جداول العمليات المالية في المحاسبة القومية لتلك المؤشرات في تقييم أصول الشركات غير المقيدة بقوائم أسعار البورصات.

¹ يوسف حسن يوسف، " الأوراق المالية وسوق المال العالمي"، مركز الكتاب الأكاديمي، 2017، ص: 132.

² على الموقع الإلكتروني: books.google.dz. علاء الدين محمود زهران، خالد عبد العزيز عطية، " مؤشرات سوق رأس المال ودورها في إتخاذ القرارات الإستثمارية وتقييم مدى إتساقها مع مؤشرات الأداء في الإقتصاد القومي"، معهد التخطيط القومي، مصر، 2002، ص: 05.

³ سلوى العنزي، " القطاع المالي وتمويل التنمية في مصر، التطور والإستشراف حتى عام 2020"، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص: 281.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

وفي نفس النسق أكد " Hoeing " بأنّ يمكن أن يعطي تقييماً مسبقاً بحدوث إنتعاش أو انكماش إقتصادي. وقد أشار كل من هندي و Reil إضافة إلى ما سبق، بأنّ للمؤشّر إستخدامات أخرى منها¹:

- قياس المخاطر النظامية لمحفظّة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدّل العائد للموجودات ذات المخاطر ومعدّل العائد لمحفظّة السّوق المكوّنة من الموجودات الخطرة؛
- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظّة، إذ أنّ القاعدة العامة أنّ حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السّوق تسير في الإتجاه نفسه، وهذا يعني بالتبعيّة وجود علاقة طردية بين التغيّر في سعر السهم لشركة ما، والتغيّر الذي يطرأ على مؤشّرات الأسهم.

وقد أشار هندي²، إلى أنّه من الممكن للمحلّلين الوقوف على طبيعّة العلاقة بين بعض المتغيّرات الإقتصاديّة والمتغيّرات التي تطرأ على المؤشّرات، وهو ما يشار إليه بالتّحليل الأساسي، فإنّه قد يمكنهم التنبؤ مسبقاً بما تكون عليه حالة السّوق في المستقبل، وهذا أمر من شأنه أن يؤدي إلى إتخاذ القرار السليم في التوقيت السليم، كما يطبّق أنصار التّحليل الفني بأنّ إجراء تحليل تاريخي للمؤشّرات التي تقيس حالة السّوق يكشف عن وجود نمط للتغيّرات التي تطرأ عليها.

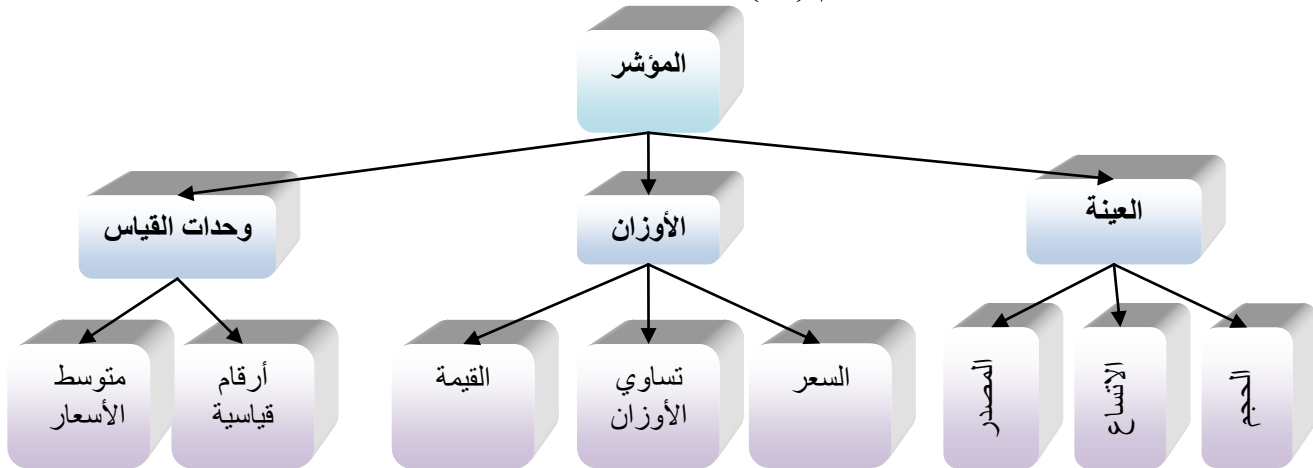
ثالثاً: المؤشّر وطرق حسابه

1. بناء المؤشّر

يجب أن يحقق تكوين المؤشّر الأهداف التالية: أن يكون للمؤشّر مغزى إقتصادي، أن يراعي القواعد الإحصائية، أن يكون قابلاً للتسعير³.

ويمكن إستخدام المؤشّر على أسس معيّنة، كما موضح في الشّكل الآتي:

شكل رقم (29): أسس بناء المؤشّر



المصدر: بشار ذنون، محمد الشركجي، ميلاد صلاح الدين تاج الدين، " علاقة مؤشّر الأسهم في السوق المالية بالحالة الإقتصاديّة - دراسة تحليلية لسوق الرّياض للأوراق المالية "، تنمية الرّفدين، المجلّد: 89، العدد: 30، 2008، ص: 78.

¹ بشار ذنون محمد الشركجي، ميلاد صلاح الدين تاج الدين، " علاقة مؤشّر الأسهم في السوق المالية بالحالة الإقتصاديّة-دراسة تحليلية لسوق الرّياض للأوراق المالية"، تنمية الرافدين، المجلّد: 89، العدد: 30، 2008، ص: 89.

² هندي منير إبراهيم، مرجع سابق، مرجع سابق، ص: 247 - 249.

³ حياة زيد، مرجع سابق، ص: 25.

وعلى الرغم من التفاوت بين المؤشرات من حيث كيفية بنائها، فإنها جميعا تقوم على أربعة أسس هي بصفة عامة ما تم ذكره في الشكل رقم: (29)، أعلاه.

1.1. ملائمة العينة

يقصد بالعينة في هذا الصدد مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي: الحجم والإتساع والمصدر¹، فالقاعدة تقول: كلما كان عدد الأوراق المالية التي يضمها المؤشر أكبر كلما كان أكثر تمثيلا لواقع السوق، والاتساع تعني تغطية جميع القطاعات في السوق، أما مصدر الحصول، فيجب أن يكون من السوق الأساسي².

ومع ذلك فإن المؤشرات المحسوبة على عينة صغيرة لا تقل كفاءة عن بقية المؤشرات Dow-Jones Average، وكذلك مؤشر Standard and Poors 500 اللذان أثبتا قدرتهما على الحكم على حالة السوق، ويعود ذلك إلى سببين:

- أول: أن القيمة السوقية للأسهم التي تتضمنها مثل تلك العينات الصغيرة تمثل نسبة عالية من القيمة السوقية للأسهم التي يمثلها المجتمع الذي سحبت منه العينة، وتكمن المشكلة الحقيقية إذا كانت النسبة الكبيرة من القيمة السوقية تنحصر في عدد محدود من الشركات المتمثلة بالمؤشر، وبذلك فإن المؤشر قد لا يمثل تلك الشركات تمثالا حقيقيا.
- الثاني: أن أسعار الأسهم عادة ما تسير في الإتجاه نفسه صعودا أو هبوطا على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، وهذا يعني أن العينة الصغيرة يمكن أن تعكس حالة السوق بصفة عامة³.

2.1. الأوزان النسبية

تمثل الأوزان النسبية القيمة النسبية للسهم والواحد داخل العينة المكونة للمؤشر وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي:

- الوزن على أساس السعر، أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى؛
- مدخل الأوزان المتساوية وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم؛
- داخل المؤشر؛
- مدخل القيمة أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر⁴.

¹ عمرو حامد، "إدارة الأعمال الدولية"، المكتبة الأكاديمية، دون بلد نشر، 1999، ص: 162.
² دريد كامل آل شيت، "الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2019، ص: 80، تاريخ الإطلاع: 2020/03/22 على الساعة: 15.27، على الموقع الإلكتروني: <https://books.google.dz>.
³ بشر دنون، محمد شركجي، ميلاد صلاح الدين تاج، مرجع سابق، ص: 79.
⁴ حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد: 27، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، 2004، ص: 08.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

وبصرف النظر عن الانتقادات التي توجه للمدخل المختلفة، فإنّ المستثمر أو المهتم بمؤشر الأسواق المالية يمكن أن يستنتج أنّ لكل مؤشر يعطي نتائج مختلفة عن أقرانه، والمعادلة الآتية توضح طريقة احتساب المؤشر وفقا للقيمة:

$$index_t = \left(\frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \right)$$

حيث:

Index_t : قيمة المؤشر في الفترة t؛

P_t: إقبال أسعار الأسهم في الفترة t؛

Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t؛

P_b : إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس؛

Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

3.1. وحدات القياس

إنّ قيمة المؤشر المحتسب يجب أن تتم بوحدة قياس سهلة الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق، إذ أنّ هناك مجموعة من المؤشرات تحسب فيها على أساس الأرقام القياسية ومجموعة أخرى تحسب على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس المتوسط الهندسي¹.

2. مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

لقياس أداء سوق الأوراق المالية، يوجد العديد من المؤشرات التي تعكس درجة تطوّر السوق وتقدمه، ومن أهمها:

1.2. حجم السوق

ويُقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

- **مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق):** والتي تعبر عن مجموع أسعار الإغلاق لأسهم الشركات في نهاية اليوم الأخير من السنة²، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المسجلة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي. ويذهب فريق من المحللين الإقتصاديين إلى أنّ رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا بالقدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنوّع المخاطر، ويعدّ مؤشر رسملة السوق مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، إذ كلّما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دلّ ذلك على ارتفاع حجم السوق³.

¹ حسّان خضر، مرجع سابق، ص: 80.

² مجيد محسن محمد الغالي، " أثر القوى الخمسة ومؤشرات السوق المالية في القيمة السوقية للسهم – دراسة تطبيقية "، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد: 13، العدد: 51، 2017، ص: 312.

³ حيدر يونس كاظم، " الفكر الحديث في السياسات الاقتصادية "، الجزء السادس، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية: ص: 195، 197، تاريخ الاطلاع: 2029/06/28، 4:46 من الموقع الإلكتروني: <https://almerja.com/reading.php?idm>

• مؤشر عمق السوق

يمثل هذا المؤشر الأهمية النسبية للسوق المالية في الاقتصاد القومي، ويعكس إرتفاعه نمو أعلى مستقبلاً، ويقاس بالمعادلة التالية:¹

$$\text{درجة عمق السوق} = \frac{\text{إجمالي الناتج المحلي لنفس الفترة}}{\text{إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة}} \times 100$$

• مؤشر عدد الشركات

يشير هذا المؤشر إلى عدد الشركات المدرجة فعلياً في سوق الأوراق المالية، فكلما كان عدد الشركات كبيراً، دلّ ذلك على تطور وتنوع الأوراق المالية المتداولة في السوق، بدلالات إيجابية، والعكس فيما لو كانت عدد الشركات المتدرجة صغيراً.

2.2. سيولة السوق

تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني إمكانية تحويل أي شكل من الموجودات إلى شكل آخر في فترة زمنية قصيرة، وبدون خسارة في قيمتها، وبمعنى آخر دون تغيير في السعر.²

ويمكن قياس درجة سيولة السوق بالإعتماد على مؤشرين أساسيين هما:³

• مؤشر حجم التداول

ويعتبر من أهم المؤشرات تعبيراً عن سيولة السوق، حيث يعبر عن حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق، حيث كلما تحسّن هذا المؤشر، كلما كان ذلك دليلاً واضحاً على سهولة عملية تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً مما يحسّن من كفاءة السوق.

• مؤشر معدل الدوران

يعتبر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، ويشير إلى سيولة السوق المالي، وكذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة (أحجام التداول) مقسومة على القيمة السوقية (رأس المال السوقي)، فإذا إرتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من إرتفاع القيمة السوقية تعاضمت قيمة هذا المؤشر ليشير بدوره إلى إرتفاع درجة سيولة السوق المالي مما يحسن من درجة الكفاءة.

¹ مجيد محسن الغالبي، مرجع سابق، ص: 312-313.

² إيمان عبد المطلب حسن المولي، " مؤشرات قياس سيولة أسواق الأوراق المالية وأثرها في النمو الإقتصادي "، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد: 7، العدد: 23، 2011، ص: 119.

³ عادل بوظللة، أحمد بوراس، " دور كفاءة سوق رأس المال في توصية وتخصيص الإستثمارات - دراسة حالة: السوق المالي السعودي خلال الفترة: 2008 - 2014 "، مجلة العلوم الإنسانية، العدد: 06، 2016، ص: 367.

رابعاً: أنواع المؤشرات

توجد العديد من المؤشرات الدولية أهمها:

1. مؤشر داو جونز الصناعي في الولايات المتحدة الأمريكية

يعدّ مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً في بourse نيويورك، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ليرتفع حجم العينة سنة 1928 ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة. للتغلب على الخلل الناتج من انخفاض وزن السهم داخل المجموعة - الناتج عن الانشقاق - إقترح حساب قيمة المؤشر.

مؤشر DJIA: القيمة الكلية للأسهم رقم Divisor

بحيث يكون الناتج مساوي تماماً للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل الإشتقاق وهو ما يعكس حالة السوق على ما كانت عليه، وتحدد قيمة المقسوم عليه Divisor التي تحقق هذا الشرط بالمعادلة التالية:

القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون المؤشر منها قبل الإشتقاق / قيمة المقسوم عليه قبل الإشتقاق = القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون المؤشر منها بعد الإشتقاق / قيمة المقسوم عليه بعد الإشتقاق.

ويقدّم French معادلة بديلة لإيجاد قيمة المقسوم عليه في حالة الإشتقاق هي:

قيمة المقسوم عليه = قيمة تعادل مجموع أسعار الأسهم التي لم يحدث لها الإشتقاق، وذلك قبل حدوث الإشتقاق + سعر السهم الذي إشتق وذلك قبل حدوث الإشتقاق (1 + معدل الإشتقاق أي عدد الأسهم الذي حصل عليها المستثمر في مقابل كل سهم) / قيمة مؤشر دو جونز قبل الإشتقاق¹.

ومن أهم الإنتقادات التي وجهت لطريقة ترجيح أسهم دو جونز²:

يتمّ ترجيح أسهم مؤشر داو جونز على أساس السعر السوقي للسهم، وهذا يعني أنّ السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وذلك على الرغم من أنّ سعر السهم لا يعدّ مؤشراً للقيمة السوقية الإجمالية للشركة المصدرة، أو مؤشر للقوة الإيرادية لها.

2. مؤشر ستاندر بورد 500

يعتبر مؤشر ستاندر بورد 500، أيضاً من أهم المؤشرات المتداولة في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، ويمثل بالمعادلة التالية³:

$$S \& P 500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}}$$

¹ غراية زهير، ترقو محمد، " التحليل القياسي للإستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر " داو جونز " الصناعي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد: 02، 2013، ص: 143.

² مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2009، ص: 259.

³ حسين قبلاق، " مؤشرات الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد: 11، 2011، ص: 100.

حيث:

P_{ib} : قيمة المؤشر في الفترة t ؛

Q_{it} : عدد وحدات السهم i في الفترة t ؛

Q_{ib} : عدد وحدات السهم i في الفترة b ؛

b : فترة الأساس؛

R : رقم الأساس.

3. مجموعة مؤشرات نازداك للقيم السوق

يعدّ مؤشر نازداك NASDAQ المؤشر الأكبر من بين جميع المؤشرات الأمريكية، ويحتوي على أسهم 3200 شركة تقريبا معظمها تقنية يتم تداول أسهمها¹:

4. مؤشر كاك 40 (بوصة فرنسا): CAC 40²

وهو الأكثر شهرة وإستعمالا بحيث يغطي 40 مؤسسة، ويمكن القول أنّ المشرفين عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان، وفي أسرع وقت عن إتجاه البورصة الفرنسية لتلبية إحتياجات المتعاملين بالنظر للعينه التي تكوّن المؤشر نجد أنّ الشركات مقسّمة إلى 08 قطاعات رسمية.

جدول رقم (04): أهم القطاعات المتدخلة في مؤشر CAC 40

01	المنتجات القاعدية	05	سلع إستهلاكية غير معمرة
02	قطاع البناء	06	مواد غذائية
03	التجهيزات	07	الخدمات
04	سلع إستهلاكية معمرة	08	مؤسسات مالية.

على العموم يحتوي مؤشر CAC 40 على أهم الشركات الفرنسية.

حيث يتمّ حساب مؤشر CAC 40 كالتالي³:

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^N Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t}}{K_t \sum_{i=1}^n Q_{i,0} C_{i,0}}$$

حيث:

t : يوم الحساب؛

N : عدد الأسهم العادية في المؤشر؛

$Q_{i,t}$: عدد الأسهم في الزمن t ؛

¹ هيئة السوق المالية، " الإستثمارات المالية وأسواق الأسهم"، المملكة العربية السعودية، ص: 11، تاريخ الإطلاع: 2021/05/02، على الساعة 09:21، على الموقع الإلكتروني: <http://ww.cma.org.sa>.

² مصطفى يوسف كافي، " إدارة الأعمال الدولية"، شركة دار الأكاديمية للنشر والتوزيع، 2017، ص: 187 – 188.

³ غراية زهير، ترقو محمد، مرجع سابق، ص: 129 – 130.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

$C_{i,t}$: سعر السهم أ في الزمن t ؛

$F_{i,t}$: تعويم مجاني للسهم؛

Capping factor of equity: $f_{i,t}$

$Q_{i,0}$: عدد الأسهم في تاريخ الأساس للمؤشر؛

$C_{i,0}$: سعر السهم I في يوم أساس المؤشر؛

K : معمل التعديل للرسملة الأساسية في اليوم.

5. مؤشر FT 100

يعدّ من أهم المؤشرات في المملكة المتحدة، ويسمى مؤشر الفايנانشل تايمز الذي يعدّ الأكثر شهرة في بريطانيا، ويحتوي على 100 ورقة مالية، تمثل حوالي 70% من إجمالي رسملة البورصة¹، وأعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1983/12/30) وأصبح بعد ذلك يتداول في العقود المستقبلية².

6. مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

لأسواق الأوراق المالية العربية مؤشرات خاصة بكل سوق، يمكن توضيحها من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (05): أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية

المؤشر	سنة التأسيس	السوق
مؤشر سوق عمان للأوراق المالية	1977	سوق عمان المالي
مؤشر سوق البحرين	1987	سوق البحرين للأوراق المالية
مؤشر سوق تونس	1937	بورصة الأوراق المالية بتونس
مؤشر سوق الأسهم السعودي	1984	سوق الأسهم السعودية
مؤشر سوق مسقط	1988	سوق مسقط للأوراق المالية
مؤشر سوق الكويت	1971	سوق الكويت للأوراق المالية
مؤشر بورصة بيروت	1980	بورصة بيروت
مؤشر سوق مصر	1907	الهيئة العامة لسوق المال بمصر
مؤشر بورصة القيم المنقولة	1929	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
مؤشر سوق أبو ظبي	2000	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
مؤشر سوق الخرطوم	2000	سوق دبي المالي
مؤشر بورصة الجزائر	1997	سوق الدوحة للأوراق المالية
مؤشر بورصة الخرطوم	1982	سوق الخرطوم للأوراق المالية
مؤشر بورصة الجزائر	1993	بورصة الجزائر
مؤشر سوق فلسطين	1997	سوق فلسطين للأوراق المالية
مؤشر سوق العراق	1992	سوق بغداد للأوراق المالية

¹ علي إبراهيم الخضر، "إدارة الأعمال الدولية"، دار مؤسسة أرسلان، دمشق، 2010، ص: 121.
² حسين قبلاق، مرجع سابق، ص: 106.

المصدر: سرمد كوكب الجميل، " المدخل إلى الأسواق المالية "، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2017، ص: 102.

خامسا: التقرير الشرعي للمؤشرات في سوق الأوراق المالية

لقد ذهب كل من الدكتور القرّي والدكتور القره داغي إلى إنّ التعامل بالمؤشرات صورة من صور القمار، لأنّ ما يدفعه المشتري يحصل في مقابله على فرصة ربح تعتمد على الحظ والمخاطرة فقط، ولأنّ ما يحصل عليه من عائد ليس له مصدر حقيقي، لكنه شبيه بالميسر يكسب الطرف الأول خسارة الطرف الثاني اعتماداً على ما قامر عليه¹، وهذا ما ذهب به قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته السابعة من خلال القرار رقم: 63 (1/7) حيث أجمع على أنّ: " لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة، وهو بيع شيء خالي لا يمكن وجوده"².

سادسا: مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية

تدخل مؤشرات سوق الأسهم السابقة الذكر تحت طائلة المعاملات المالية الغير جائزة، لما تحتكم إليه من صور محرمة تتمثل في القمار والتسعير، وعليه كان لا بد من إبتكار مؤشرات مالية إسلامية تتوافق مع الأسهم الشرعية المتداولة وللأشخاص الراغبين في الإستثمار وفقا لمبادئ الإقتصاد الإسلامي، وقد كان للهندسة المالية الفضل في إبتكار مؤشرات إسلامية بديلة لنظيرتها التقليدية.

1. العوامل التي ساعدت في ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية

لم تكن ظاهرة المؤسسات المالية الإسلامية منفصلة عن سياق ظهور اتجاهات عامة تمثل إحتياجات جديدة للمستثمرين، وعوامل ساعدت على تلبية هذه الإحتياجات ويمكن أن نميّز أهم هذه الاتجاهات والعوامل باختصار فيما يلي:³

1. ظاهرة المسؤولية المجتمعية للإستثمار، حيث ظهرت كثير من صناديق الإستثمار الأخلاقي التي تتجنّب بعض فئات من الأسهم، كشركات الدخان والأسلحة والطاقة النووية، وتلك التي تلوث البيئة، وحاليا لم تعد ظاهرة المسؤولية الإجتماعية للإستثمار تكفي لتلبية إحتياجات أصحاب العقائد، من المسلمين والمسيحيين؛

2. تزايد إهتمام المستثمرين بربط أصولهم بالمؤشرات بدلا من الإعتماد كليا على إستراتيجيات الإدارة النشطة لأموالهم؛

3. ومع وجود أكثر من 102 مليون مسلم في العالم، وتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامية، ساهمت المواقع الإسلامية في إظهار حجم الطلب، مما أدى إلى إنتشار موجة التمويل والإستثمار

¹ مسعود نصبة، ناصر محدة، " إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبدائل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية - حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، مجلة العلوم الإنسانية، العدد: 48، 2017، ص: 100.

² مجمع الفقه الإسلامي الدولي، " قرار بشأن الأسواق المالية "، قرار رقم: 63(1/7)، في المؤتمر التاسع بجدة في المملكة العربية السعودية يومي 14-09 ماي، 1992.

³ حنان إبراهيم النجار، " آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية "، عنوان مداخلة في المؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات - آفاق وتحديات "، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15 - 17 ماي 2006، ص ص: 1376 - 1379.

الفصل الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء

الإسلامي، ودفع المؤسسات المالية العالمية إلى تطوير المنتجات الإسلامية لتحقيق الأرباح والغنائم المحتملة من تلبية هذا الطلب؛

4. ومن أهم العوامل التي ساهمت في ظهور المؤشرات الإسلامية الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط الذين يعيشون في الغرب؛

5. ظهور وانتشار البنوك الإسلامية وكذلك المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي؛

6. تزايد وانتشار الدراسات والمؤشرات عن التمويل والاستثمار الإسلامي في كل دول العالم حتى غير الإسلامية، ساهم في فهم ودعم هذا الإتجاه.

2. إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي في الأسواق العالمية

1. مؤشرات داو جونز الإسلامي (DJIMI)

يعود ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية في الأسواق المالية العالمية إلى نهاية القرن العشرين، ففي 09 فيفري من عام 1999، أعلن في المنامة - البحرين، عن إطلاق مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي، وذكر بأنه مؤشر جيد للمسلمين الذين يجيدون صعوبة في للإبحار في عالم المال، الذي يعطي الأولوية للربح، حيث يأمل داو جونز وشركاؤه أن يجعلوا مهمة هؤلاء المسلمين أقل صعوبة، وقد يكون المؤشر من 60 شركة عالمية تستجيب للشريعة الإسلامية وتكونت من مجموع 30 دولة حول العالم، وليست فقط العالم الإسلامي¹.

وتجدر الإشارة إلى أنّ مجلساً مستقلاً مختصاً بالإشراف على الشريعة، يعنى بتقديم التوجيهات الإرشادية لمؤشرات داو جونز في الأمور المتعلقة بامتثال الشركات وأهليتها للمشاركة في مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية، يسمّى المجلس الاستشاري الشرعي، مكوناً من ستة أعضاء علماء شريعة وإقتصاد إسلامي لهم خبرة طويلة وكبيرة في أعمال هيئات الرقابة الشرعية في العديد من المؤسسات المالية الإسلامية وهم (د. عبد الستار أبو غدة - د. محمد داو بكر - د. محمد القري - د. يوسف طلال - الشيخ محمد تقي العثماني - والشيخ أحمد ماکو)².

2. مؤشرات بورصة فاينانشل تايمز الإسلامية العالمية

صممت بورصة فاينانشل تايمز البريطانية في 13 جويلية 2000 مؤشراً الإسلامي العالمي لتتبع أداء شركاتها القائمة التي تتوافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية في التداول في الأسواق العالمية، وتضمّ خمسة مؤشرات، وهي: المؤشر الإسلامي لكل العالم، والمؤشر الإسلامي لأمريكا، والمؤشر الإسلامي لأوروبا، وآسيا والباسيفيك وجنوب إفريقيا، والتي تغطي 29 دولة من أسواق المال العالمية³.

¹ أسامة علي الفقير الربابعة، " المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية - دراسة تحليلية "، جامعة اليرموك، المملكة الأردنية الهاشمية، ص: 05، تاريخ الإطلاع: 2021/07/07، على الساعة: 10:12، على الرابط الإلكتروني: <http://www.verypdf.com>.

² مسعود نصبة، ناصر محدة، مرجع سابق، ص: 101.

³ حنان إبراهيم النجار، مرجع سابق، ص: 1382 - 1383. لمزيد من التفصيل حول حكم مشروعية المؤشرات الإسلامية، انظر:

خلاصة الفصل الثاني

تتنوع فرع الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية بتنوع المنتجات الإسلامية المستحدثة فيها، سواء منها ما تم تنقيحه كأنواع معينة من الأسهم التي تم تحريمها على غرار الأنواع الأخرى، بالإضافة إلى البدائل الشرعية التي جاءت بها الهندسة المالية الإسلامية بديلا للمشتقات المالية، ويمكن القول أن الصكوك الإسلامية في الصدارة من حيث الطلب والإقبال عليها من قبل المستثمرين، لما تتميز به من خصائص إيجابية جعلت منها وجهة للمستثمر المسلم الراغب في الكسب الحلال، والمستثمر الأجنبي الذي يسعى إلى تعظيم أرباحه بأقل الخسائر المحتملة بعيدا عن كل مظاهر الغرر والغش والإحتكار أو تغليب الضرر على متعامل دون الآخر، وهذا ما يوفره الإستثمار في الصكوك الإسلامية في إطار مقومات السوق المالية الإسلامية.

وليس بعيدا عن سوق الأوراق المالية المعاصرة، تعد عملية قياس الأداء أمر ضروري للمستثمر يكفل له حق الاختيار بين مختلف الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، الذي يسمح بالمنافسة الإيجابية بين الأوراق المتداولة وهذا يعمل على تعزيز الأداء وتحسين كفاءة الخدمات المقدمة للمستثمرين.

ويمكن القول في ختام الجزء النظري من البحث، أنه حتى بالتعامل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية، لا يزال تواجهه الكثير من التحديات والعقبات التي تحول دون وصولها إلى المستوى المأمول منها، لعدة أسباب لعل من أهمها النقص الملموس والمحسوس في الخبرات في مجال المالية الإسلامية، التي لا بد من أن تجمع بين رجل الإقتصاد ورجل الفقه في كيان موحد يراعي حدود الشريعة الإسلامية دونا عن تحقيقي المنافع الإقتصادية، إضافة إلى البيئة التي تنشط فيها سوق الأوراق المالية الإسلامية التي لا زالت مرتبطة بطريقة أو بأخرى بإقتصاد ربوي متفحل.

وسيتيم في الفصل التالي الموسوم بعنوان "تجارب دولية في إصدار الصكوك"، تناول تطور الصكوك في دولة ماليزيا وبعض الدول العربية والأجنبية بنوع من التحليل لأهم الوقائع والأحداث المحلية والعالمية التي رسمت ملامح الصكوك خلال الفترة من 2001-2019.



الفصل الثالث:

تجارب دولية في إصدار الصكوك

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

أصبحت الصكوك الإسلامية الشريحة الأكثر تداولاً والأسرع نمو في السوقين النقدية والمالية؛ على اعتبار أنها أداة التمويل الإسلامي الأولى التي استطاعت أن تتفوق من حيث الكفاءة الاقتصادية العالية لما توفره من سيولة فورية وأكثر أمناً لتمويل المشاريع الاقتصادية، ناهيك عن إحتكامها لمبادئ الشريعة الإسلامية.

ولقد أثبتت العديد من التجارب الدولية قدرت الصكوك على تحقيق فارق إيجابي على مختلف الأصعدة...، ولعل التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية الأكثر رواجاً وتداولاً على الصعيدين المحلي والدولي، من خلال المجهودات الكبيرة التي عملت ولا زالت تعمل على توفيرها لتعزيز صناعة الصكوك الإسلامية.

وقد تم إفراد هذا الفصل لدراسة تطور الصكوك الإسلامية في دولة ماليزيا كأنموذج ناجح ساهم في دعم وتوطين الصكوك الإسلامية، مع الإشارة إلى أهم الدول العربية والأجنبية التي سعت لمواكبة صناعة الصكوك الإسلامية ونجحت فيها.

وعليه فقد تم تقسيم الفصل الثالث إلى المباحث:

- الإقتصاد الماليزي وسوق الأوراق الماليزية؛
- تجربة إصدار الصكوك عالمياً؛
- تجارب دولية في إصدار الصكوك.
- دراسة تحليلية إستشرافية لصياغة قانونية للصكوك الإسلامية في الجزائر.

المبحث الأول: الإقتصاد الماليزي وسوق الأوراق المالية في ماليزيا

كثيرا ما خلقت ماليزيا بتجربتها التنموية المعجزة من نوعها، جدلا في الوسط الإقتصادي الدولي، وذلك لما حقته من إنجازات كبيرة، مست كل الميادين، والتي يجب الاستفادة منها ومن مقوماتها من طرف الدول النامية عامة والدول العربية المسلمة بشكل خاص، أملا في التخلص من آثار التخلف والجمود والتبعية العمياء، والعمل على مواكبة التطور، وهذا طبعا وفقا لما تحتكم إليه مبادئ الشريعة الإسلامية التي كانت ولا زالت نقطة التحول والركيزة الفعالة في نجاح التجربة التنموية في ماليزيا. وللوقوف أكثر على ملامح الإقتصاد الماليزي وسوق الأوراق المالية فيه تم تقسيم المبحث إلى:

- واقع تطور الإقتصاد الماليزي؛
- سوق الأوراق المالية الماليزية؛
- أهمية وتحديات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا؛
- أقسام سوق رأس المال الماليزي.

المطلب الأول: واقع تطور الإقتصاد الماليزي

حققت التجربة الماليزية في العقود الأربعة الماضية قفزات هائلة في التنمية البشرية وفي الإقتصاد، وأصبحت الدولة الصناعية الأولى في العالم الإسلامي من حيث الصادرات والواردات، إذ تعتمد صادراتها على الصناعة بنسبة 80-85%، بحيث تمكنت من إقامة بنية تحتية متطورة، ومن تنويع مصادر دخلها القومي من الصناعة والزراعة والمعادن والنفط والسياحة، مما وفر لها بنية إقتصادية متينة نجحت من خلالها إلى حد كبير في علاج مشاكل الفقر والامية والبطالة وغيرها، واللافت للنظر، أنّ هذه النجاحات تحققت في بيئة حساسة وبالغة التعقيد طائفا وعرقيا¹.

أولا: ماليزيا الموقع الجغرافي والثروات الطبيعية

إنّ مصدر كلمة ماليزيا، جاء من مصطلح "Javanes Malayu"، والذي يعني الهارب "Fugitivo"، نسبة إلى مجموعة من "Javaneses"، الذين هربوا من جزيرة سوماطرا بـ "أندونيسيا" فرار من الاضطهاد الإنجليزي².

وماليزيا، دولة مسلمة، واتحاد يتألف من 13 ولاية و03 أقاليم اتحادية، وهي دولة قارية جزرية، تضم العديد من الجزر، وتتألف من شبه جزيرة ماليزيا (ماليزيا الغربية)، وماليزيا الشرقية التي تتوسط بحر الصين الجنوبي، ويحدّ شبه جزيرة ماليزيا تايلند من الشمال وسنغافورة من الجنوب، وتقع جزيرة سومطرة غرب شبه جزيرة ماليزيا، حيث يفصلها عنها مضيق ملقا، أمّا ماليزيا الشرقية، فتقع على جزيرة بورنيو، حيث تتقاسم حدودها مع أندونيسيا وبروناي، وبلغ مجموع مساحة الأراضي الماليزية 329.758 كلم³².

كما وتتميز بتنوع الأثنيات البشرية، واختلاف الديانات، فهناك المالايا، وهم السّكان الأصليون ويشكلون ما نسبته 55% من إجمالي سكان البلاد البالغ 28.334.135 نسمة، ويسمون Pomputra، أي أبناء الأرض، ويأتي بعد ذلك الصينيون بنسبة 33%، وهم يتمتعون بنفوذ سياسي وإقتصادي قوي، وقد حرصوا ألا يختلطوا مع غيرهم من الجماعات، وأخيرا الهنود وجنسيات أخرى بنسبة 12%⁴، كما يلي⁵:

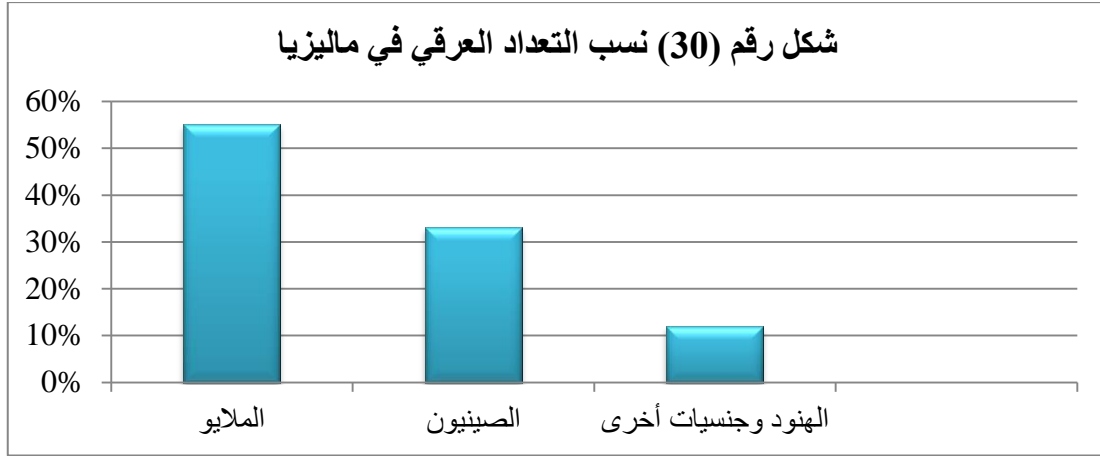
¹ محسن محمد صالح، " النهوض الماليزي - قراءة في الخلفيات ومعالم التطور الإقتصادي"، العدد: 136، الطبعة الأولى، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة، 2008، ص: 07.

² العربي العربي، " فجر ماليزيا، تجربة تنمية ونجاح إقتصادي"، IJRDO، مجلة العلوم الإجتماعية والبحوث الإنسانية، المجلد: 04، العدد: 06، 2019، ص: 25.

³ الجمعية العامة للأمم المتحدة، " تقرير وطني مقدّم وفقا للفقرة 15 (أ) من مرفق قرار مجلس حثوث الإنسان 5/1 ماليزيا"، الدورة الرابعة، 2 - 13 فيفري 2009، جنيف، إنجلترا، ص: 03.

⁴ سمير عبد الرسول العبيدي، " مهاتير محمد والقيم النهضوية الأسيوية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والإجتماعية، المجلد: 10، العدد: 02، 2013، ص: 194.

⁵ بلال محمد سعيد المصري، " تجربة ماليزيا في التنمية الإقتصادية"، دروس مستفادة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير، جامعة الأزهر، غزّة، 2016، ص: 13.



أما طبيعياً، فتميّز ماليزيا بزراعة المطاط الطبيعي والنخيل والكاكاو والأرز وأشجار الأخشاب وجوز الهند والتوابل، كما تتميز بثرواتها الطبيعية من بترول وغاز طبيعي وخامات معدنية كالحديد والذهب والقصدير¹، وقد أصبحت من الدول المتقدمة علمياً وتكنولوجياً، حتى تفوقت في صناعة الإلكترونيات وأصبحت من المصدرين لها، ومنذ استقلالها سنة 1957، إتجهت ماليزيا نحو البناء والتعمير والإهتمام بمختلف دعائم النهوض بالإقتصاد الوطني وتعزيز الترابط المجتمعي وروح الإنتماء، وتفعيل دور المواد المحلية في تحقيق التنمية المنشودة².

ومنذ الإستقلال وخلال العقود الخمسة الماضية نعمت ماليزيا بالمظاهر التالية³:

1. الإستقرار السياسي، حيث انتظمت الانتخابات الديمقراطية الحرة في مواعيدها ولم تحدث أي إنقلابات؛
2. حالة التوافق والتعايش العرقي والديني بين أبناء المجتمع الماليزي المتنوع؛
3. التطور الإقتصادي الذي انعكس إيجاباً على كل شرائح المجتمع الماليزي، والإستقرار الأمني الداخلي. وبالتأكيد فإنّ هذه النجّاحات لم تخل من المشاكل والمنغصات التي كان لابد من إستيعابها وتجاوزها، وهذا ما جعلها في مقدمة الدول الإسلامية، ومن أكثر دول العالم الثالث تقدماً، بحيث تمكنت من تحقيق قفزات هائلة في الإقتصاد والتعليم ومحاربة الفقر والبطالة، وفي توفير البنى التحتية والخدمات المتطورة. إضافة إلى أن القيادات الماليزية تتميز بالثقة بالنفس، وتعرف بالضبط ماذا تريد، ولا تبالغ في تقدير إمكاناتها المتاحة، وقد رسمت إتجاهها الصحيح من الإستقلال⁴.

ثانياً: ملامح التطور الإقتصادي الماليزي

عمدت ماليزيا إلى وضع مجموعة من السياسات والخطط لتوجيه إدارة التنمية الوطنية خلال السياسات الوطنية الأساسية على مدار 1970 – 2000، على المدى الطويل والمتوسط، كخطط للتنمية السنوية

1 محمد صادق إسماعيل، " التجربة الماليزية، مهاتير محمد والصحة الإقتصادية"، الطبعة الأولى، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2014، ص: 07.

2 خديجة عرقوب، " مقومات نجاح السيّاحة والحلال في ماليزيا"، مجلة البشائر الإقتصادية، المجلد: 04، العدد: 01، 2018، ص: 10.

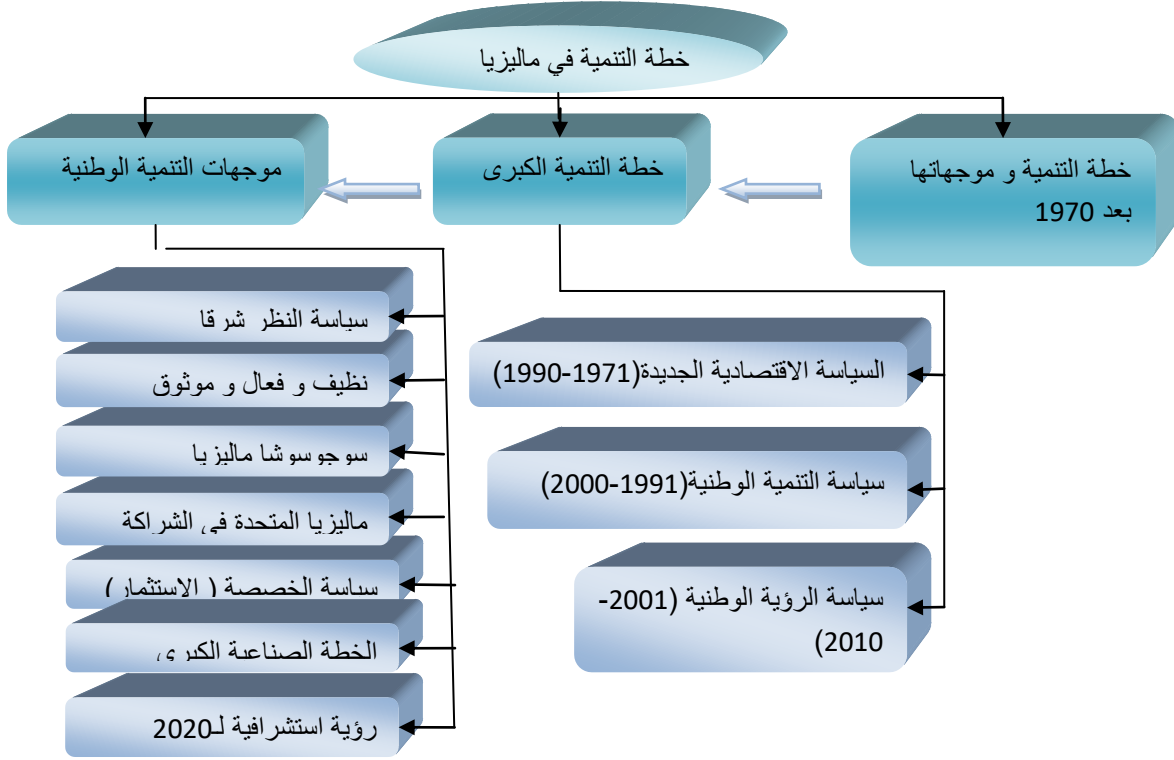
3 نادية فاضل عباس فضلي، " التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000 – 2010"، دراسات دولية، العدد: 54، ص: 168.

4 المرجع نفسه، ص: 11.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

الخاصة، وكذا خطة رئيسية لأهم القطاعات خاصة الصناعية منها، بحيث كانت السياسات الأساسية هي الأكثر أهمية، والمشكلة لمكوناتها الرئيسية والمعيار لجميع السياسات والخطة الأخرى¹. وسيتم توضيح أهم السياسات الاقتصادية في المخطط التالي:

شكل رقم (31): الخطة التنموية في ماليزيا



المصدر: بالإعتماد على مراجع سابقة.

1. التنمية الاقتصادية

عرّفت التنمية بأنها الحالة التي يصبح فيها الإقتصاد القومي، والذي ظلّ في وضع يتّسم بالركود لفترة طويلة، قادرًا على توليد زيادات متواصلة في الناتج القومي الإجمالي بمعدّل يتراوح بين 5% و 7% سنويًا، وهو ما يعني تحقيق زيادة متواصلة في مستوى الدّخل الفردي الحقيقي بمعدّل يتراوح بين 2% إلى 4% (على فرض أنّ معدّل نمو السّكان هو 3% سنويًا)².

2. خطة التنمية الخماسية في ماليزيا

إنّ إظهار التدرج في نموذج تخطيط التنمية في ماليزيا، يظهر أنّها مرّت بعدة مراحل قبل الاستقلال وبعده، بحيث كان لا بد من خلال كل مرحلة من تعديل للخطة وتحديث للتغيرات لتناسب مختلف

¹Economic Planing Unit, « Malaysia : 30 Years of Poverty Reduction, Growth and Racial Harmony, A case story from : Reducing poverty, sustaining growth- what works, what doesn't, and why a global exchange for scoling up success ». Scaling Up Poverty Reduction : A Global Learning Process and Conference, Shanghai, May 25-27, 2004, p: 01.

² إبراهيم العيسوي، " التنمية في عالم متغيّر - دراسة مفهوم التنمية ومؤشراتها "، الطبعة الثانية، دار الشروق، القاهرة، 2001، ص: 13.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

الأوضاع والظروف السياسية والإقتصادية والإجتماعية القائمة، والذي كان على قائمة التغيير هو التوجه السياسي، والذي لن يكون مفاجأة إذ رأت ماليزيا توجهها سياسيا آخر للتحول في تخطيط التنمية مستقبلا¹. وفي الجدول الموالي سيتم إستعراض أهم ما إشملت عليه خطة التنمية الخماسية لماليزيا.

جدول رقم (06): خطة التنمية الخماسية بماليزيا

التحديات	أهم أهداف	الفترة	خطة التنمية
الانتخابات الأولى سنة 1955	الخدمات الإجتماعية - البنية التحتية، التجارة والتنمية.	1950 - 1955	مشروع خطة التنمية
- الاستقلال سنة 1957؛ - الركود العالمي من 1957 إلى 1958	التنمية الريفية - المطاط، نفقات الطوارئ - الدفاع والأمن.	1956 - 1960	خطة مالايا الأولى
- تشكيل ماليزيا 1963. - فصل سنغافورة عن ماليزيا 1965.	جيل التنمية الريفية والعمالة والنمو الإقتصادي وخدمات التنوع الإقتصادي والاجتماعي.	1961 - 1965	خطة مالايا الثانية
الشغب 13 ماي 1969.	الإنسجام العنصري والإقتصادي، النمو، خلق فرص العمل، التنوع الإقتصادي والتخطيط السكاني.	1966 - 1970	خطة ماليزيا الأولى
- السياسة الإقتصادية الجديدة 1971 - 1990 - صدمة نفط 1973	- المرحلة الأولى من NEP، الإستئصال من الفقر وإعادة هيكلة المجتمع. - سياسة إقتصادية جديدة OPP1 1980 - 1991	1971 - 1975	خطة ماليزيا الثانية
- صدمة نفط 1979.	المرحلة الثانية من NEP، الإستئصال من الفقر وإعادة هيكلة المجتمع مدفوعة من القطاع العام.	1976 - 1980	خطة ماليزيا الثالثة
القيود المالية من 1980-181	-	1981 - 1985	خطة ماليزيا الرابعة
	- تنشيط القطاع الزراعي؛ - الخصخصة؛ - الصناعات الثقيلة.	-	استعراض منتصف مدة خطة ماليزيا الرابعة
الركود خلال سنتي 1985 - 1986	- النمو المستدام؛ - تنمية متوازنة؛ - رؤية 2020 (Wansan) - سياسة إقتصادية جديدة OPP2 1991 - 2000	1986 - 1990	خطة ماليزيا الخامسة
سياسة التنمية الوطنية OPP2 1992 - 2000	- التنمية المتوازنة؛ - النمو القائم على الإنتاجية؛	1991 - 1995	خطة ماليزيا السادسة
الأزمة الآسيوية 1997 - 1998	- سياسة إقتصادية جديدة OPP3 2001 - 2010؛ - إقتصاد قائم على المعرفة؛	1996 - 2000	خطة ماليزيا السابعة
سياسة الرؤية الوطنية من 2001-2010	- سلسلة القيمة؛ - رأس المال البشري؛ - عدم المساواة الاجتماعية والإقتصادية؛	2001 - 2005	خطة ماليزيا الثامنة
- الأزمة العالمية 2008، - الانتخابات العامة الثانية عشر 2008؛ - البعثة الوطنية	- سلسلة القيمة؛ - رأس المال البشري؛ - عدم المساواة الاجتماعية والإقتصادية؛	2006 - 2010	خطة ماليزيا التاسعة

1Aahimah. A. Aziz, « Paradigm Shift : Malaysia's Development Plants », Akademiko : 49, Jully, 1996, pp : 81 - 82.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

2006 - 2020	- إنطلاق برنامج المشاريع الكبرى؛		
- الأزمة المالية العالمية؛ - منافسة أكبر على الإستثمار الأجنبي المباشر؛ - ضعف الإستثمار الخاص.	- برنامج التحول الحكومي؛ - النموذج الإقتصادي الجديد؛ - برنامج التحول الإقتصادي؛	2011 - 2015	خطة ماليزيا العاشرة
- الانتخابات العامة 13، 2013 - قيود التصنيع المالية؛ - الوطنية الماليزية؛ - إستراتيجية التنمية.	- الشمولية والرفاهية؛ - البنية التحتية والنمو الأخضر.	2016 - 2020	خطة ماليزيا الحادية عشر

المصدر: Cassy Lee and Lee Chew-Ging, « The evolution of development planning in Malaysia » Journal of Southeast Asian Economic, Vol: 34, N° : 3, 2017, : 440.

ثالثا: عوامل نجاح ماليزيا في إحداث النهضة

إهتمت ماليزيا بتحقيق التنمية الشاملة لكل من المظاهر الإقتصادية والاجتماعية على حدّ سواء، مع الموازنة بين الأهداف الكمية والأهداف النوعية¹.

1. الخيارات الإقتصادية

وازنت ماليزيا منذ إستقلالها بين القطاع الصناعي والزراعي ومع أنّها نجحت في الانتقال من الإنتاج الزراعي نحو التصنيع الحديث الذي كان يعرف نموا متواضعا بداية الستينات، إلا أنه سنة 1990 م تجاوز القطاع الزراعي بإسهامه في الناتج المحلي الإجمالي، فقد ارتفع ناتج الصناعات التحويلية بوتيرة متسارعة، ومع ذلك ظلّ القطاع الزراعي يسيطر على القدرة الإنتاجية للإقتصاد الماليزي بشكل إيجابي².

شكل (32): نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ماليزيا

Billions of u.s. Dollars



<https://knoema.com/atlas/Malaysia/Real-GDP-growth>

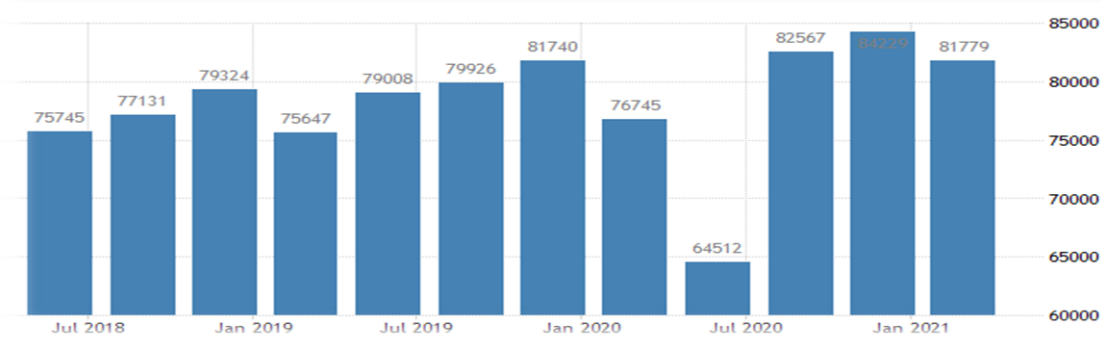
المصدر:

1 بن حنة إلياس، " مشروع الإسلام الضاري والتجربة التنموية في ماليزيا - دراسة في دور القيم الإسلامية في التنمية "، مقالة في كتاب، " أبعاد التجربة التنموية في ماليزيا - دراسة تحليلية في الخلفيات، الأسس، الأفاق"، الطبعة الأولى، المركز الديمقراطي العربي للدراسات الإستراتيجية والإقتصادية، برلين، ألمانيا، 2019، ص: 28.

2 خديم حكيم، " إشكالية النهضة في الجزائر - دراسة مقارنة لتجربة النهضة في ماليزيا والجزائر "، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم السياسية والعلاقات الدولية، تخصص: الدراسات الآسيوية، جامعة الجزائر، 03، 2014، ص: 155.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

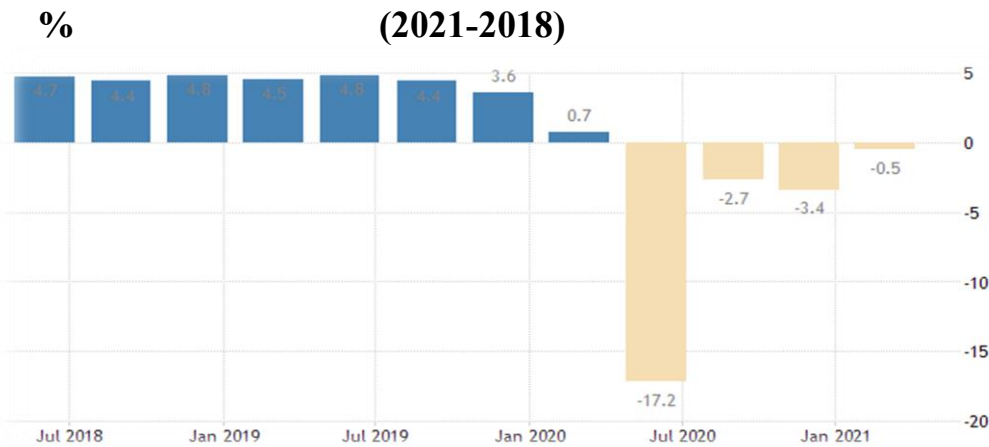
شكل (1-33): مساهمة الصناعة في تطوير الناتج الداخلي الخام والصادرات المالىزية¹.



المصدر: <https://tradingeconomics.com/malaysia/gdp-from-manufacturing>

من الجدول السابق نلاحظ إنخفاض الناتج المحلي الإجمالي من التصنيع في ماليزيا إلى 81779 مليون رينجت ماليزي في الربع الأول من عام 2021 من 84229 مليون رينجت ماليزي في الربع الرابع من عام 2020².

شكل (2-33): مساهمة الصناعة في تطوير الناتج الداخلي الخام والصادرات المالىزية



المصدر: <https://tradingeconomics.com/malaysia/gdp-growth-annual>

ما يمكن ملاحظته من الشكل أعلاه أن الإقتصاد الأمريكي حقق حالة من الإنكماش بنسبة 0.5% على أساس سنوي في الربع الأول من عام 2021، بعد انخفاض بنسبة 3.4% في الربع الرابع من عام 2020، أي بفارق إيجابي قدر بـ 2% أفضل من توقعات السوق لسنة 2021، ويرجع ذلك إلى مجموعة من التدابير التي إتخذتها ماليزيا والتي من أهمها:

- إعادة فتح المزيد من الأنشطة الإقتصادية في أعقاب أمر مراقبة الحركة والمتابعة الهائلة؛

¹ من إعداد الطالبة بالإستعانة بـ:

<http://w.tradineconomics.com/malaysia/gdpfrom-manufacturing>, consulté le: 30/04/2020.

² إدارة الإحصاءات، ماليزيا.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- حزم التحفيز المختلفة من قبل الحكومة والبنك المركزي لدعم الانتعاش.

كما و حقق الإقتصاد أيضا انكماش في مستوى إستهلاك الأسرة (-1.5% مقابل -3.5% في الربع الرابع) والإستثمار الثابت (-3.3% مقابل -11.8%) بشكل أقل، بالإضافة إلى ذلك فقد ساهم صافي الطلب الخارجي بشكل إيجابي في الناتج المحلي الإجمالي حيث نمت كل من الصادرات والواردات بنسبة 11.9% و13.0% على التوالي، مما نتج عنه تسارع الإنفاق الحكومي (5.9% مقابل 2.4%)، من ناحية الإنتاج، وتقلص الإنتاج بشكل أقل في قطاع التعدين (-5% مقابل -10.4%)، والخدمات (-2.3% مقابل -4.8%)، والبناء (-10.4% مقابل -13.9%)، بينما إنتعشت الزراعة (0.4% مقابل -13.9%). (-1% وتوسع قطاع التصنيع بشكل أسرع (6.6% مقابل 3.0%)، على أساس ربع سنوي معدل موسمياً، إنكمش الإقتصاد بنسبة 2.7%، بعد إنخفاض معدل 1.5% في الربع الرابع¹.

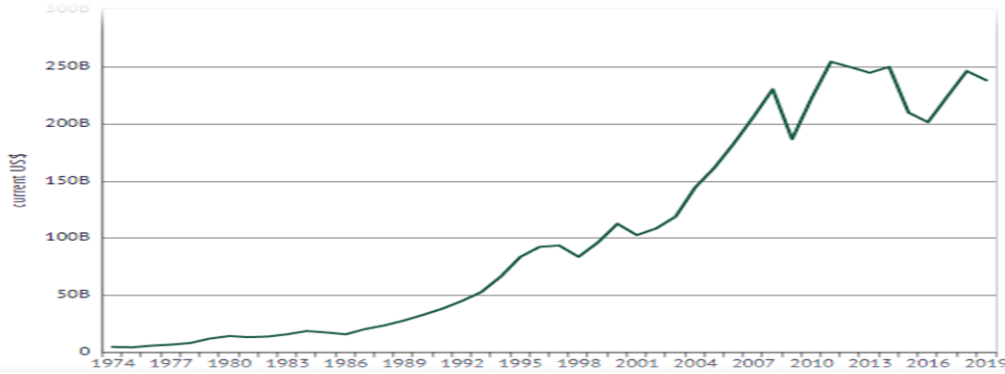
1.1. صادرات السلع الماليزية

في عام 2019، بلغت الصادرات لماليزيا 237.831 مليون دولار أمريكي، على الرغم من تذبذب الكبير الذي شهدته في السنوات الأخيرة، إلا أنها تميل إلى الزيادة خلال الفترة 2000-2019 لتنتهي عند 237.831 مليون دولار أمريكي في عام 2019.

والشكل الموالي يبين تطور صادرات السلع الماليزية من 1974 حتى 2019.

شكل رقم(34): صادرات السلع الماليزية

u.s. Dollars



المصدر :

<https://knoema.com/atlas/Malaysia/Exports#.consultè le :30/04/2020> .

نلاحظ من المنحنى أنّ صادرات السلع الماليزية كانت جدّ محتشمة خلال فترة الثمانينات، وهذا راجع لخطة التنمية التي طبقتها ماليزيا آنذاك من خلال دعم التنمية الريفية وتنشيط القطاع الزراعي على طول الفترة الممتدة من 1960 م – 1990 م.

¹<https://tradingeconomics.com/malaysia/gdp-growth-annual>

مع بداية سنة 1986 وبعد تجاوز أزمة القيود المالية لسنة 1985 بنجاح، شهدت أسواق صادرات السلع المالية بداية إنفراج في معدلات نمو الصادرات ويعود ذلك إلى مجموعة من الإجراءات التالية:¹

- تحرير كافة القيود الخاصة بحقوق الملكية في الشركات، تحت مظلة قانون تشجيع الإستثمارات من خلال السّماح للأجانب بالإستحواذ على 100 % من حقوق الملكية في شركاتهم عند قيامهم بتصدير 80 % أو أكثر من منتجات تلك الشركات؛
- السّماح للشركات التي تصدر ما بين 51% - 79 % من منتجاتها بنسبة مناظرة من 51% - 79% من حقوق الملكية الأجنبية لتلك الشركات؛
- السّماح للشركات بتصدير نسبة تتراوح بين 20 % - 50 % من منتجاتها بتملك حتى 51 % من حقوق الملكية الأجنبية لتلك الشركات؛
- السّماح للشركات التي تستطيع تصدير 20 % فقط أو أقل من منتجاتها أن تمتلك لحد أقصى 30 % من حقوق الملكية الأجنبية لتلك الشركة.

ولكن سرعان ما إنخفضت الصادرات الماليزية بنسبة 10 % بشأن الأخشاب المنشورة الاستوائية، مما دفع بالدولة إلى إعلان أنها ستوقف جميع الصادرات من الأخشاب المنشورة من شبه جزيرة ماليزيا²، مما أدخل كل من أمريكا وأوروبا في عجز على إعتبار أنهما من أهم أسواق الصادرات الأمريكية³.

2.1. صادرات التقنية المتطورة

ظهرت الصناعة الكهربائية والإلكترونية في ماليزيا سنة 1960 بعمليات تصنيع مبدئية لأغراض خفيفة كانت تستخدم آنذاك، وتحولت على مدار العقود الأخيرة إلى واحدة من أهم النقاط البارزة في عالم المنتجات العالمية، والتي خضعت لعمليات مكثفة من البحث والتطوير، مثل منتجات الفضاء، أجهزة الكمبيوتر، المواد الصيدلانية والأدوات العملية والآلات الكهربائية.

نلاحظ من خلال الإحصائيات إنتعاش الصادرات الصناعية من المنتجات ذات التقنية المتطورة سنة 2000، بنسبة 60 % من مجموع الصادرات المصنعة، وهذا بسبب إستراتيجية التنمية المسطرة في خطة ماليزيا الثامنة التي تدعم الإقتصاد القائم على المعرفة والتطور، لكن سرعان ما إنخفض إلى مستوى 40 % سنة 2008، بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، وإنشغالها بتغيير الخطة السياسية من خلال الإنتخابات العامة الثانية عشر المتزامنة والأزمة العالمية، حسب ما جاء في خطة ماليزيا التاسعة، لترتفع

¹ عادل عبد العظيم، " التجارب الدولية: تجربة ماليزيا "، المعهد العربي للتخطيط، ص: 5 - 8 .

على الموقع الإلكتروني: www.arab-api.org

² يجدر الذكر أنّ سبب الانخفاض في الصادرات سرعان ما أعقبه أزمة النور الآسيوية خلال سنتي 1997 - 1998.

³ منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة، " إستعراض أسواق السلع"، روما، 1996، ص: 66.

انظر:

نسبية فرج الحصري، " الخصخصة - دراسة مقارنة - تجربة مصر وماليزيا مع الإشارة للتجارب الغربية "، الطبعة الأولى، دار النشر للطبع والتوزيع، مصر، 2018.

من جديد وتحقق 43 % نسبة 2016 رغم قيود التصنيع المالية آنذاك، وهذا بسبب زيادة الطلب على الصناعات والمنتجات الكهربائية والإلكترونية من كبرى الأسواق العالمية (الو. م. أ، الإتحاد الأوروبي، جنوب شرق آسيا، الصين وهونج كونج).

2. في النّظر شرقاً¹

إتبعَت ماليزيا المحاكاة المبصرة، من خلال إستراتيجية النّظر شرقاً، ومضمونها الإستفادة من التجربة اليابانية، وتقليد الجوانب النّاجحة، تقليدا مبصرا، مثل الإتجاه التصدير، أي تصدير المنتجات للخارج والإستثمار في التنمية البشرية والنّظم الإدارية المحكمة.

ولقد حقّق الإقتصاد الماليزي² نجاحا باهرا نتيجة الإتجاه شرقاً، حيث عملت القيادة السياسة الماليزية على التعامل مع الإنسان بإعتباره القيمة الأولى لنجاح مشاريع التنمية، من خلال تعليمه وتدريبه وغرس قيم النّجاح فيه، فحسب ماهاتير محاذير مجد الإتجاه شرقاً لا يعني مقاطعة الغرب، وإّما تعلم أخلاقيات العمل اليابانية وخبرات الأعمال الحرّة.

إضافة إلى ما سبق هناك مجموعة من العوامل ساهمت في نجاح التجربة الماليزية أهمها:

- الإتجاه إسلامياً؛
- الإهتمام بالزراعة؛
- الموقع الجغرافي؛
- طبيعة النخبة الحاكمة، والتي كانت تتميز بالموضوعية السياسية والتّصحيح؛
- ثقافة الانفتاح؛
- طبيعة التركيبة النفسية للفرد الماليزي.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية في ماليزيا

سوق الأوراق المالية المعروفة بإسم بورصة ماليزيا واحدة من أكثر الأسواق المالية الناشئة والبارزة في العالم، حسب تقرير بنك نيجارا لسنة 2005، حيث احتلت ماليزيا المرتبة 23 في العالم³، ويعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءاً هاماً ومكملاً في توسيع وتعميق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا⁴.

¹ كمال توفيق خطّاب، " رؤية إسلامية نحو التنمية"، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلّد، رقم: 33، العدد: 02، 2006، ص: 378.

² خديم حكيمة، مرجع سابق، ص: 157، 161.

- انظر: مجد محاذير مهاتير، مؤتمر صحفي، القاهرة، يوم الخميس: 2004/03/10.

على الموقع الإلكتروني: <http://www.islam-online.net/arabic/news/2005-03-11/article.03.shtml>.

³ S. Sinakolai, Introduction to Bursa Malaysia and Data Description », Chapter : 03, 2011, p :22. At : Student Strepo, um, edu, ing.

⁴ مسعودة نصية، ناصر محدة، مرجع سابق، ص: 106.

أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية الماليزية

يعدّ التعامل في بداية الأمر بالأوراق المالية في سنة 1930 عند تأسيس جمعية السماسرة في سنغافورة، وتعدّ سوق رأس المال في ماليزيا في مارس 1960، وبدأ التداول الفعلي بالأسهم في ماي 1960 في بنك نيجارا Bank Negara Malaysia.

ولتنظيم العمل تمّ إنشاء لجنة إصدار رأس المال في 1968، للإشراف على إصدار الأسهم وبعض الأوراق المالية للمؤسسات المدرجة أو التي سيتم إدراجها في البورصة، وبعد انتهاء التبادلات مع سنغافورة، وتعويم الدولار الماليزي، تمّ فصل بورصة ماليزيا سنة 1973، حيث أصبح هناك:

- بورصة كولالمبر (KL8E): والتي تمّ تغيير اسمها سنة 2004 إلى Bursa Malaysia؛
- بورصة سنغافورة¹.

وما ساهم أكثر في تطوير سوق رأس المال الماليزي، هو تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1993، وتعتبر الجهة الوحيدة التي تنفرد بتنظيم وترخيص جميع إصدارات الأوراق المالية بنوعيتها التقليدي والإسلامي، وبورصة كوالامبور للأسهم لسنة 1994، بالإضافة إلى سوق المشتقات وسوق السندات، وبذلك أصبح سوق رأس المال الماليزي مصدرا رئيسا للموارد المالية اللازمة لتمويل التكوين الرأسمالي، لكلا القطاعين، يوفّر قروض وأشكال الاقتراض المتنوعة خاصّة لتمويل المشاريع التنموية متوسطة وطويلة الأجل، مما يساهم في تطوير مختلف القطاعات الصناعية والإقتصادية الماليزية².

ومع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية، وهيئة الأوراق المالية إلى إتخاذ إجراءات معيّنة، ومنها تشكيل سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، فيما تتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، وأخر عام 1994م، وتحوله إلى اللّجنة الإستشارية الشرعية في عام 1995.

وتعدّ هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللّجنة الإستشارية، بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وهذه الأخيرة في تطوير هذه السوق من خلال:

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات والمتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي؛
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها؛

¹رقية شرون، " دور هيئة الرقابة الشرعية في أسواق رأس المال الإسلامية - التجربة الماليزية"، مجلة الإجتهد القضائي، العدد: 11، ص: 46.
² شافية كتّاف، مرجع سابق، ص: 114 - 115.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات، وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق¹.
- وبعد تقديم قائمة بالأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي قام بها بنك إسلام ماليزيا في عام 1983م، وأعقب ذلك في وقت لاحق إدخال قائمة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في يونيو 1997م من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية².
- ويمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنه: " السوق التي تتم فيه المعاملات التجارية بطرق لا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أي أن تكون خالية من الأنشطة التي يحظرها الإسلام مثل: الرِّبا والقمار، والغموض، والتي تلعب دورًا كبيرًا في توليد النمو الإقتصادي كسوق موزاي لسوق رأس المال التقليدية"³.
- والجدول الموالي يوضّح أهم التطورات التي شهدتها سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا.

جدول رقم (07): تطوّر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

السنوات	أهم التطوّرات الحاصلة
1994	- إنشاء أول شركة سمسرة للأوراق المالية الإسلامية؛
1996	- إنشاء الفهرس الإسلامي RHB لفهرسة أول أسهم إسلامية؛
2002	- الافتتاح العالمي للصكوك السيادية الحكومية في ماليزيا؛
2006	- إنشاء أول I-REIT على قائمة تبادل مخزون الدولة؛ - إنشاء صكوك الخزينة القابلة للتداول العالمي (BKN)؛
2007	- طبع أول منتج إستثماري منظم متوافق مع الشريعة؛ - إطلاق مؤشرات مرجعية جديدة متوافقة مع الشريعة؛ - مؤشر FBM Emas الشرعي؛ - مؤشر FBM Hijrah الشرعي؛ - مؤشر الشريعة من بورصة ماليزيا؛ - مجموعة FTSE؛
2008	- إدراج أول I-ETF شرعي في آسيا؛
2009	- إنشاء أول سوق لتبادل لسلع متوافق مع الشريعة (بورصة سوق السلع)؛
2010	- طرح الدفعة الثانية من صكوك الحكومة السيادية العالمية في ماليزيا؛
2011	- طرح صكوك Renmunbi من طرف (BNK)؛ - إدراج صكوك الوكالة الحكومية في ماليزيا؛

1 عبد الله علي، " تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا "، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد: 14، 2015، ص: 20.

2 OICU-IOSCO, « Report of the Islamic Capitol Market Task Force of the International Organization of Securities Commission », 2004, p: 28.

3Securities Commission Malaysia, « Islamic Capital Market », has been viewed on: 02/05/2020, at: 14 :09 Website: www.sc.com.

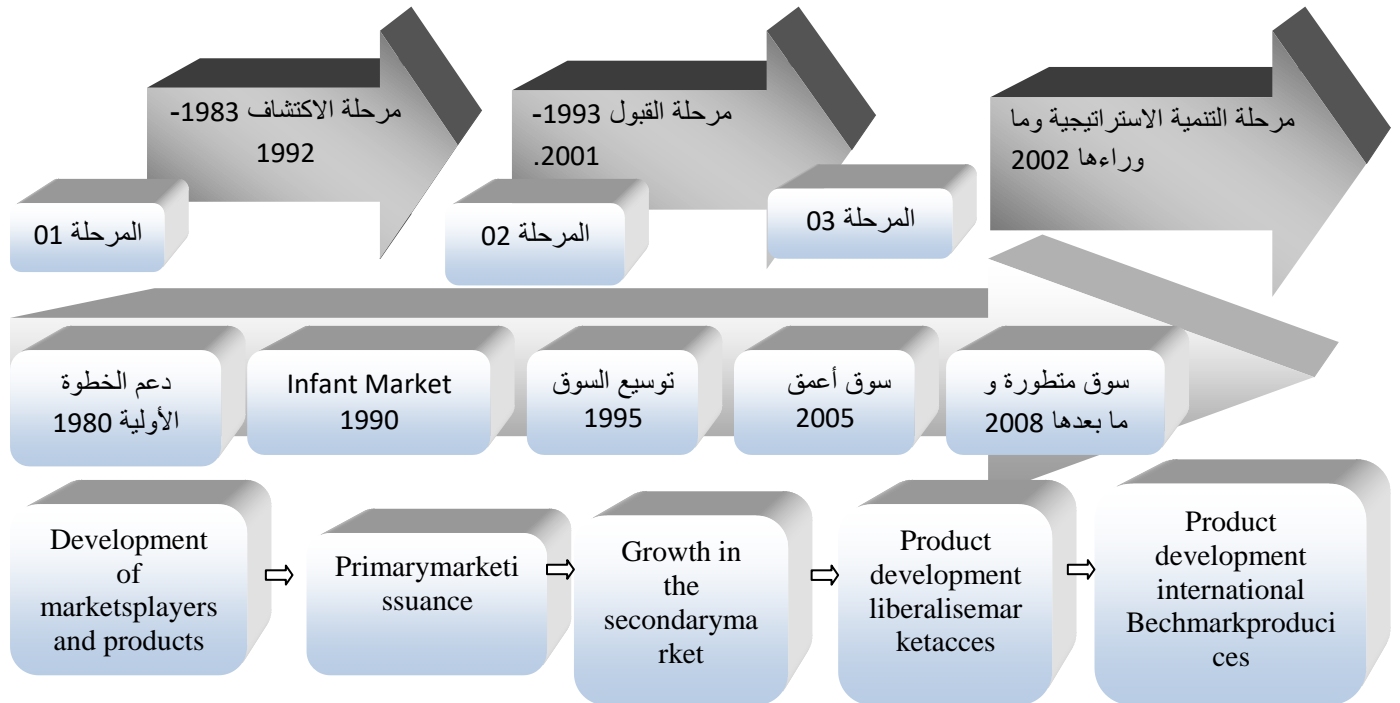
الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

2012	- طرح عملية الإكتتاب العام المتوافق مع الشريعة في بورصة ماليزيا بواسطة Feloda Global Ventures - ابتكار صكوك RMB باستخدام قسيمة البث Axiata Group Berhad؛ - أكبر إصدار للصكوك في العالم بواسطة plus؛
2013	- وصول ماليزيا الى الزيادة في عملية تداول الصكوك؛ - إدراج أول صندوق للإستثمار الإسلامي في بورصة ماليزيا (REID)؛
2014	- إطلاق برنامج الإستثمار المستدام والمسؤول (SRI) في إطار الصكوك من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزي (SC)؛
2015	- إصدار أول صكوك الإستثمار المستدام والمسؤول (SRI)، صكوك إحسان من قبل الخزينة الوطنية برهاد؛
2016	/
2017	- إطلاق مخطط الإدارة الخامس (لخمس سنوات) للصندوق الإسلامي والثروة؛
2017	- إصدار أول صكوك خضراء في العالم.

المصدر: Future Finance, « Malaysia, An Islamic Market Place Expertise Innovation Finance Deal Flow » Bank Negara, malaysia, 2017, p : 22.

والشكل الموالي يوضح تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

شكل رقم (35): تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا



The evolution of the Malaysian Islamic capital market: towards a global hub, p: 08.

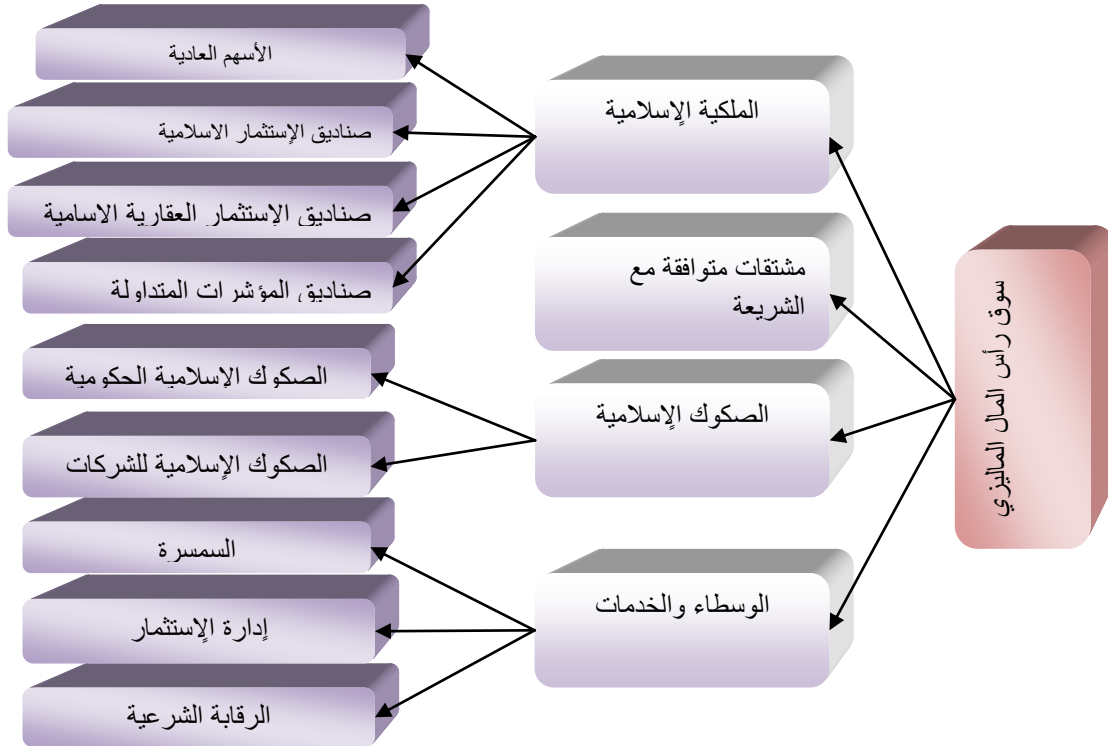
المصدر:

Websit: uaelans.files.wordpress.com .

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

ثانياً: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المال الإسلامي في ماليزيا
هناك عدة منتجات لسوق رأس المال الإسلامي الذي يتكوّن بصفة خاصة من:

شكل رقم (36): سوق رأس المال الإسلامي



المصدر: Jumaid Haider, Mohammad Azhar, « Islamic Capital Marketé ,Sukuk and itsrisk management in the current scenario », Umea School of business and Economics, Sweden, 2010, p :20.

ثالثاً: الرقابة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

مع تعقيدات سوق رأس المال وتنوع الأدوات المتداولة فيه، كان من الواضح أنّ هناك حاجة إلى هيئة موثوقة لتحديد وتقديم الإرشاد على ما هو مسموح به، وغير مسموح به في الشريعة الإسلامية، والتي يجب أن تمتلك البنية التحتية الكافية لتمكين النّظام من العمل بكفاءة وفعالية، وتحقيقاً لهذه الغاية، قامت سوق رأس المال الإسلامي الموحدّة بتكليف قسم التنمية للبحث وتطوير المنتجات والأنشطة المتعلقة بـ ICM في ماليزيا¹.

وظهور الرقابة الشرعية كوظيفة مالية شرعية تزامن مع إستحداث قسم خاص بسوق رأس المال الماليزي في هيئة الأوراق المالية الماليزية، على اعتبار أنّ التطور السريع في الأدوات المالية

¹ Bursa Malaysia, « The Islamic Capital Market », Kuala Lumpur, Malaysia, p :06, website : www.bursamalaysia.com

انظر:

Douglas W. Armor, Waiyee Wan, Andrew Gardwin, Wei Shen, Evan Gibson, « Research Handbook on Asian Financial Law, Wiliam Pratt House, U8A, 2020, p : 374, beyond.

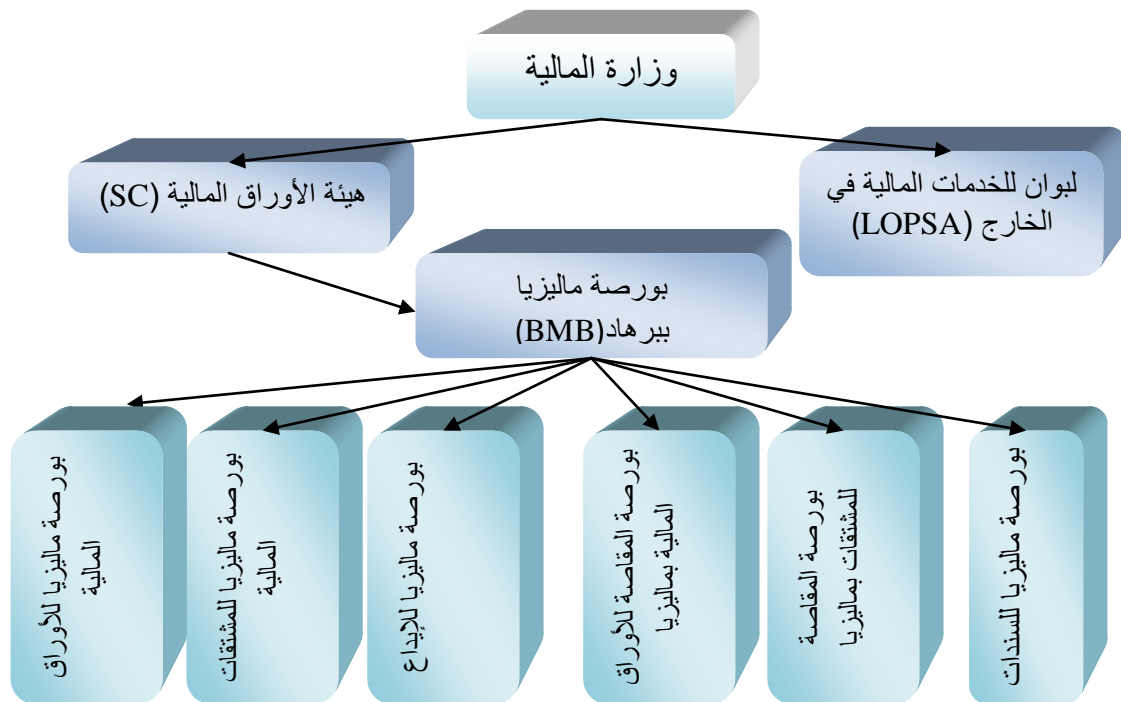
الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

والمعاملات في السوق تتطلب التنقيح، والمعالجة الشرعية قبل أن يتم طرحها أو التعامل بها على مستوى السوق الإسلامية.

وتسعى هيئات الرقابة الشرعية في ماليزيا إلى تحقيق الأهداف التالية:¹

1. تقديم التوجيه للمستثمرين الذين يتاجرون ويستثمرون في الأوراق المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا؛
2. تحديد أفضل المعاملات التي يتم تشجيعها من طرق سوق المال الماليزي الإسلامي للمستثمرين من خلال المراقبة كجزء من عملياتها وأنشطتها التجارية؛
3. دليل للمستثمرين الذين يكملون منهجية الفحص الشرعي التي وضعها المجلس الاستشاري الشرعي للأوراق المالية (SCM)؛
4. تعمل على حماية حقوق المستثمرين المبتدئين من الوقوع في المعاملات المحظورة شرعا، وضد إخفاقات الوسطاء وضمان سياسات إعادة التوزيع وتجنب الجرائم المالية؛
5. خلق سوق شامل للإستثمار الشرعي، والعمل على تعزيز حضور ماليزيا في عيون المستثمرين والمصدرين العالميين، والشكل الموالي يوضح الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا.

شكل رقم (37): الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية الماليزية



المصدر: Jumaid Haider, Mohammad Azhar, « Islamic Capital Marketé ,Sukuk and itsrisk School of business and Economics, Sweden, management in the current scenario », Umea 2010, p: 20.

¹ Bursa Malaysia, « Best practices for Shariah investing », B.M.B, p: 03. Website: www.bursamalaysia.com.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

يوفر المخطط الرئيسي لسوق المال (CMP) في ماليزيا إستراتيجية مفصلة طويلة الأجل لسوق رأس المال الإسلامي بما يتماشى مع المجالات الأساسية لتمكين قدرة ماليزيا على المنافسة، وقد يسرت الإجراءات التي إتخذت مؤخرًا من قبل السلطات المالية توسيع إستثمار وإصدار الصكوك الإسلامية دولياً، من خلال:

- توسيع للشركات الوطنية والمتعددة الجنسيات إصدار سندات بالرنجيت الماليزي؛
 - السّماح للمستثمرين بالإستثمار في الأوراق المالية الأجنبية في البورصات المعترف بها، بورصة ماليزيا؛
 - السّماح للمستثمرين المحنكين تنفيذ الصفقات الثانوية في السندات لغير الماليزيين دون موافقة هيئة الأوراق المالية (SC)؛
 - تحرير إطار السندات المقومة بالعملة الأجنبية.
- وقد لعبت هيئة الأوراق المالية دورًا بارزًا في تطوير ودعم سوق رأس المال الماليزي بإعتماد إستراتيجيات فاعلة تمثلت فيما يلي:¹
- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامية من خلال المناقشات الدورية مع اللّجنة الإستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامية؛
 - تعمل الهيئة بالتعاون مع بعض الهيئات الرقابية الأخرى دورًا مهمًا في تشكيل إطار تنظيمي لتقوية وتعزيز ماليزيا كمحور ومركز دولي لسوقي رأس المال الإسلامية؛
 - تعيين الهيئة كرئيس اللّجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية لتقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الإسلامية؛
 - توفير بيئة تنظيمية وقانونية ورقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامية، حيث تعمل الهيئة على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المستثمرين.
- وقد إتخذت اللجنة العديد من الخطوات لتحضير البنية التحتية لتنمية سوق رأس المال الإسلامي، تتمثل في:²

- إنشاء إدارة سوق رأس المال الإسلامي (ICMD) ويعرف بسوق رأس المال الإسلامي المتّحد؛
- إنشاء لجنة دراسات الأدوات الإسلامية (IISG)؛
- إنشاء المجلس الإستشاري الشرعي؛
- شعبة دراسات الأدوات المالية الإسلامية؛

¹ Wan Razazila, Wan Abdullah, Jamal Rondaki, Amel Murray Clark, « The evolution of the Malaysia Islamic Capital Market : Towards a Global Hub », 2010, website: <http://victoria.ac.nz> .

²Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council, « Shariah Advisory Council of the Securities Commission », 2011, p:02, websit: www.ief.iefpedia.com .

- المنظومة القانونية لإصدار الصكوك؛
- قانون سوق رأس المال والخدمات، سنة 2007؛
- قانون الشركات العام سنة 1965؛
- قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1993؛
- قانون الخدمات المالية الإسلامية سنة 2013، (IFSA).

المطلب الثالث: أهمية وتحديات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

أولاً: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يؤدي سوق رأس المال الإسلامي دوراً كبيراً في تنمية الإستثمار إستقطاب أصحاب الأموال الذين يرغبون في الكسب الحلال، ويظهر ذلك من خلال النقاط التالية:

- وسيلة لزيادة الشمول المالي، من خلال توفير فرص إستثمارية وفق مبادئ الشريعة؛
- المساهمة في تعزيز البنية التحتية للإقتصاد الماليزي؛
- تعمل على تعزيز قدرة الإقتصاد الماليزي دولياً، من خلال سياسة دعم الإستثمار التي ركزت عليها في خطة التنمية الخماسية، للمستثمرين الدوليين الذين يرغبون في الإستثمار في المشاريع التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعاً؛
- خلق منتجات مالية جديدة، الصكوك، عقود زيت النخيل الخام الآجلة¹؛
- عملت على تطوير العديد من المجالات ذات الأهمية مثل ظهور عمليات السمسرة الإسلامية، المؤشرات الإسلامية، التامين التكافلي.

ثانياً: تحديات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

على الرغم من التقدم الكبير الذي شهده سوق رأس المال الإسلامي الماليزي على مرّ السنين، إلا أنه مازال يخضع لتحديات كبيرة على الصعيد المحلي والدولي، أهمها:

- العمل على تلبية احتياجات ناخبيه بشكل فعال في المستقبل في ظل التطور السريع الذي تتميز به أسواق المالية والتي يجب مواكبتها بأدوات مالية مبتكرة تحقق نفس الكفاءة الإقتصادية وتخضع للمبادئ الشرعية وتستفيد من التغيرات والفرص في السوق؛
- كجزء من السوق الدولية وللحفاظ على دورها وفعاليتها على المدى الطويل يجب:
- معالجة الآثار المتبقية من الأزمة المالية الإقليمية؛
- تلبية احتياجات الإقتصاد المتنامي؛
- إشتداد المنافسة العالمية على الأعمال والإستثمار؛

¹Siti Aisyah Mustafa, Raslily Ramlee and Salima Kassim, «Economic Forces and Islamic stock Market, Empirical Evidence from Malaysia», Asian Journal of Business and accounting, Vol: 10, N°:01, 2017, pp: 60-51.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- تغيير الطلبات على الإطار التنظيمي والسلطات¹؛
- إنشاء منصة تداول ثانوية لسوق رأس المال، سيوفر للمستثمرين المرونة في إدارة متطلبات السيولة لديهم؛
- تنوع الصكوك الإسلامية المصدرة ولمعالجة هذا الأمر تصدر الحكومة الماليزية بانتظام صكوك ذات آجال استحقاق مختلفة؛
- في إطار تعزيز سوق رأس المال الإسلامي، يجري العمل على صياغة إستراتيجيات لتعزيز إدارة السيولة وتحديد التدابير اللازمة لتطوير الأوراق المالية الإسلامية القياسية التي تمكن من المساعدة في تحسين المعدل المعياري لتطبيق على مستوى النظام².

المطلب الرابع: أقسام سوق رأس المال الإسلامي

يتكوّن سوق المال الإسلامي في ماليزيا من:

أولاً: الأسهم العادية

الأسهم العادية هي تلك الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية التي تحتكم إلى مبادئ الشريعة الإسلامية في مختلف نشاطاتها.

والجدول الموالي يوضّح تطور إصدار الأسهم المتوافقة مع الشريعة في ماليزيا.

جدول رقم (08): تطوّر الأسهم المتداولة وفق مبادئ الشريعة في ماليزيا (2001-2019)

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
									الأسهم
846	855	853	886	857	787	722	684	640	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
113	125	138	143	154	162	169	171	180	عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
959	980	991	1029	1011	949	891	855	820	عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
									الأسهم
692	688	671	667	685	652	819	837	849	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
223	217	232	236	221	263	108	107	115	عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

¹Chapter 2, « Trends and challenges, Luban Offshore Financial Services Authority's Annual Report, 1999, p: 24.

²Zetli Akhtar Aziz, « The challenge for a global islamic capital market. Strategic developments Malaysia », Key notedotress by Dr Zetli Akhtar, Govenor of the Central Bank of Malaysia, at the Sukuk Summit 2007, London, pp: 3 – 4.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

								الشريعة الإسلامية	
915	905	903	903	909	915	927	944	964	عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا
المصدر: Securities Commission Malaysia Annual Reports (2007-2008--2009-2017-2018) -Jamaluddin Nor Mohamad, « Islamic Capital Market – Shariah investing on », Bursa Malaysia, 17 April 2017, p: 18. - Securities Commission Malaysia, « Malaysia ICM », January – June 2019, vol : 14, N° 0, 2019, p : 17.								2019	السنوات
								697	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
								223	عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
								920	عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا

جدول رقم (09): آفاق نمو رأس المال الإسلامي – القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة بحلول سنة 2020.

معدل نمو سنوي مركب (ACAR) 2020 - 2000	2020 (بليون RM)	معدل نمو سنوي مركب (ACAR) 2010 – 2000	2010 (بليون RM)	2000 (بليون RM)	الأسهم
7,4	1.551,1	11,5	756,1	254,1	القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

المصدر: Malaysia Islamic Capital Market, 2nd Garter, 2011, vol :06, N°02, 2011, p :02.

نلاحظ من الجدول رقم: (08) أن هناك تزايد مستمر في عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، لتصل إلى 697 شركة سنة 2019، بمعدل يصل إلى 6 أضعاف عدد الأسهم في نظيرتها التقليدية وسيتم توضيح ذلك في الجدول التالي:

جدول رقم (10): تطوّر نسبة الأسهم الإسلامية 2001–2019

2007	2006	2005	2004		2003	2002	2001	السنوات			
%86,1	%86,1	%84,8	% 82		% 81	% 80	% 78	نسبة الأسهم الإسلامية			
2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
%75,8	%75,6	% 76	%74,3	%73,9	%75,4	%71,3	%88,3	%88,7	%88,1	%88,2	%87,2

المصدر: بالإعتماد على بيانات الجدول السابق.

ويعود هذا التطور المستمر إلى كفاءة الاستراتيجية المالية الماليزية من خلال خطط التنمية المرسومة من خلال النقاط التالية:

- تعزيز إقتصاد المعرفة ضمن متطلبات السياسة الإقتصادية الجديدة OPP3؛

- سياسة الرؤية الوطنية 2020؛
- تقليص القيود المالية وإطلاق نوع من الحرية للإستثمار الأجنبي المباشر؛
- السعي المستمر لإرتباط المستثمرين بالسوق من خلال تنويع وإبتكار أدوات مالية لتسهيل وصولهم إلى تشكيلة واسعة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة في مختلف القطاعات لمحافظة استثمارية أوسع وأعمق.

ثانياً: صناديق الإستثمار الإسلامية

صناديق الإستثمار الإسلامية: " هي أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال

المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك إستثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الإستثمار الإسلامية المناسبة، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية¹.

ومنه مصطلح صندوق الإستثمار الإسلامي، " إشتراك مجموعة من المستثمرين من خلال المساهمة بأموالهم الفائضة لغرض إستثمارها لكسب أرباح حلال، بما يتفق تماماً مع مبادئ الشريعة الإسلامية، بحيث يتلقى المساهم وثيقة تثبت اشتراكه، وتؤهله لإقتسام الأرباح المستحقة للصندوق، تسمى سندات أو وحدات أو أسهم، وكما تخضع لمبدأ تحمّل وإقتسام المخاطرة عند وقوعها، يمكن تصنيف صناديق الإستثمار الإسلامية إلى:²

1. صناديق الأسهم ويتم إستخدام عائداتها في أسهم الشركات المساهمة، ويتم إرجاع أي عوائد كأرباح رأس المال أو أرباح الأسهم للمساهمين على أساس نسبي؛
 2. صناديق الإجارة وتستخدم أمواله لشراء الأصول التي يمكن تأجيرها، وينقسم دخل الإيجار بين مشتري الصندوق، ويمكن تداولها في السوق الثانوية، بحيث يكتسب المشتري الجديد جميع حقوق والتزامات البائع؛
 3. صناديق السلع لشراء السلع وإعادة بيعها وتوزيع الأرباح بين المشتركين؛
 4. صناديق المرابحة، وهي صناديق مغلقة لا يمكن إعادة بيعها في السوق الثانوية؛
 5. الصناديق المختلطة، تستخدم لشراء مزيج من الأصول السابقة، والتي لا يمكن تداولها إلا إذا كان 51% منها من الأصول الملموسة، والباقي غير ملموس³.
- ويتمّ تشغيل صناديق الإستثمار الإسلامية في ماليزيا تحت سلطة الهيئات التنظيمية المختلفة كل منها يخضع بشكل مباشر أو غير مباشر لوزارة المالية.

¹ ابن لخضر مسعودة، عطية حليلة، " تكيف صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في تفعيل التنمية إستناداً إلى السوق المالي الإسلامي مع الإشارة إلى تجربة صندوق صائب للفترة (2003- الربع الأول من 2016)، دفاتر البحوث العلمية، العدد: 10، 2016، ص: 164.

² Mufti Taqi Usmani, « Principal of Shariah Governing Islamic Investmentfunds », Albalagh: 01.

Website: www.albalagh.net, at: 19 :00, on 07/08/2020.

³ Khalifa Mhassanain, « Islamic Finance and Capital Markets », Islamic Research and Training Institute, Member of the Islamic Development Bank Group, Kingdom of Saudi Arabia, 2016, p:16.

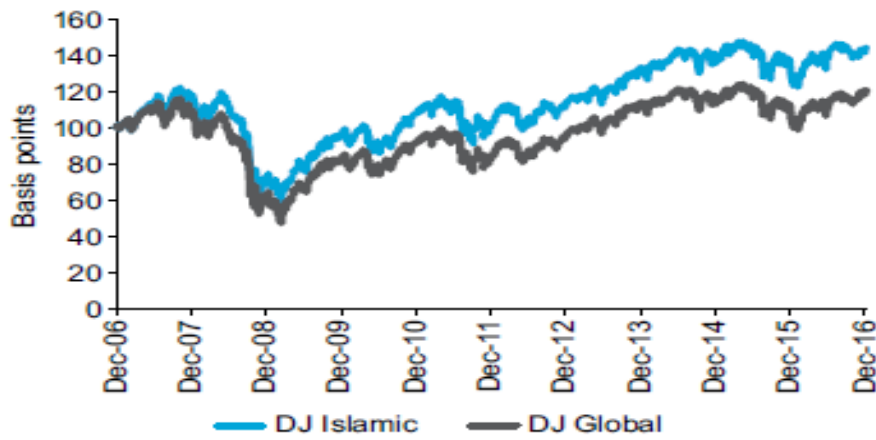
الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

يتم تنظيم شركات إدارة الصناديق من قبل المجلس الأعلى للتعليم من خلال قانون صناعات الأوراق المالية لسنة 1993، قانون صناعة العقود الآجلة 1993.

ومن أهم وأولى صناديق الإستثمار الإسلامية المتخصصة في ماليزيا، صندوق الحج (Lembaga Tabung Haji) أصدر في أوائل الستينات.

وتصدر هيئة الأوراق المالية والبورصات من خلال مجلسها الإستشاري الشرعي قرارات لتوجيه عمل هيئة صناعة الإستثمار الإسلامي، وتنشر قائمة بالأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية¹. والشكل الموالي يبين تطور صناديق الإستثمار في ماليزيا من 2008-2018.

شكل رقم (38): تطور صناديق الإستثمار في ماليزيا (2008-2018)



المصدر: IFSB (Islamic Financial Services Board), Islamic Financial Services Industry Stability Report 2019, Kuala Lumpur, Malaysia, July 2019, p: 24.

نلاحظ من خلال المنحنى السابق أنّ عدد صناديق الإستثمار الإسلامية في تطور مستمر خلال السنوات من 2008 إلى 2018، وهذا إن دلّ، فإنّه يدل على إهتمام ماليزيا بهذا النوع من الإستثمارات الإسلامية والتي تحتل فيها حصّة الأسد بنسبة 25% من إجمالي صناديق الإستثمار الإسلامية العالمية، ولقد عملت ماليزيا على إطلاق جملة من السياسات والمبادئ التوجيهية التي كان تأثير كبير على صناعة وتطور صناعة إدارة الصناديق الإسلامية.

¹Nurul Aimi Muhamed, Ronald Melver, « The Roles of Islamic Investment Funds as Institutional Inventory : The perceptions of fund management companies' representatives in Malaysia », p: 03. Website: www.researchgate.net, at: 21 :37, le 24/06/2014.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

جدول رقم (11): العائد السنوي لعينة من صناديق الإستثمار الإسلامية خلال 2008-2018¹

صناديق الإستثمار	العائد المتوسط خلال فترة الدراسة
INVESTMENTS DANA AL-ILHAM	17.87
KENANGA SYARIAH GROWTH FUND	14
Public Islamic Opportunities	19.85
Manulife Investment Al-Fauzan	10.53
AFFIN HWANG AIIAMAN GROWTH	16.9
CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund	14.16
Am Islamic Growth	13.98
PMB SHARIAH GROWTH FUND	16.51
PMB Shariah Aggressive Fund	14.87
KLCI	4.14
EMAS Shariah	6.37
Hijrah Shariah	9.31

المصدر: سليم جابو، نوال بن عمارة، الطاهر بن عمارة، " صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال (2008-2018)", مجلة رؤى إقتصادية، المجلد: 10، العدد: 01، الجزائر: جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، ص: 314.

ومن أهم هذه التدابير، ما سيتم بيانه في الجدول التالي:

جدول رقم (12): أهم الإجراءات المتخذة في إطار تشجيع ودعم صناديق الإستثمار الإسلامية (1995 - 2017)

السنوات	أهم التدابير المتخذة + أهم الإصدارات
1995	مبادئ توجيهية بشأن الإكتتابات العامة للأوراق المالية للصناديق المغلقة؛ إتخاذ تدابير منهجية للفحص الشرعي؛
1996	إنشاء أول صندوق إسلامي مختلط؛
2000	مبادئ توجيهية بشأن إنشاء شركات إدارة الصناديق الأجنبية؛ إصدار صندوق الصكوك الأول؛
2002	إطلاق الخطة الرئيسية لسوق رأس المال CMP الإسلامي؛
2003	إصدار أول صندوق أسهم إسلامي في آسيا والمحيط الهادي خارج اليابان؛
2005	وضع مبادئ توجيهية بشأن وظيفة الامتثال في إدارة الصناديق؛

¹ أنظر: <http://www.islamic-invest-malaysia.com>

<https://www.fundsupermart.Com> my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber.

<http://www.cimb-principal.com>

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

وضع إرشادات بشأن صناديق الإستثمار العقاري الإسلامي؛	
وضع إرشادات بشأن إدارة الصناديق الإسلامية؛ توقيع اتفاقية تعاون متبادل مع هيئة دبي للخدمات المالية؛ إصدار أول صندوق أسهم إسلامي في دولة الصين الكبرى؛	2007
وضع مبادئ توجيهية بشأن الصناديق الودوية للثقة؛ وضع إرشادات رابطة الدول المستقلة؛	2008
تحديد إرشادات حول صناديق الإستثمار المتداولة؛ وقّعت لجنة الأوراق المالية (SC) اتفاقية (MRA) مع لجنة الأوراق المالية والعقود الأجلة في هونج كونج؛	2009
وقّعت لجنة الأوراق المالية (SC) مذكرة تفاهم مع البنك المركزي الأيرلندي؛ إطلاق CMP2.	2011
وقّعت لجنة الأوراق المالية (SC) مذكرة تفاهم مع هيئة مراقبة القطاع المالي في لوكسمبورغ لتسهيل تقديم التعهدات الإسلامية للإستثمار الجماعي؛ إصدار صناديق الأوراق المالية (UCITS). إدارة عامل نظام التقاعد (PRS).	2012
إصدار 19 مدير صندوق إسلامي متكامل؛ أول منتج تجزئة شرعي من قبل مدير صندوق أجنبي؛ أبردين (Aberdeen) إسلامية لإدارة الصكوك والأصول؛	2013
إطلاق ماليزيا، سنغافورة، تايلندا إطار عمل رابطة أمم جنوب شرق آسيا لتسهيل عرض الدول عبر رابطة الدول المستقلة، بما في ذلك رابطة الدول المستقلة الإسلامية؛	2014
إصدار لجنة الأوراق المالية (SC)، الصندوق الإسلامي ومخطط إدارة الثروات؛ وضع الإرشادات حول أموال الإستثمار المستدام والمسؤول (SRI)؛ إطار عمل إدارة الإستثمار الرقمي.	2017

المصدر: Malaysia An islamic finance market place for expertise innovation and deal flow,

Bank Negara, Malaysia, 2014, p: 29 (Future finance) ;

- COMCEC, « Standing Committee of the Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation, Islamic Fund Management », Turkey, 2018, p: 49.

Website : www.comecec.org.

ثالثاً: صناديق الإستثمار العقارية الإسلامية (RETTS)

صناديق الإستثمار العقارية هي فئة من الأوراق المالية السائلة التي تسمح للمستثمرين بالدخول والمشاركة في الأموال غير السائلة وغير المنقولة نسبياً في أسواق العقارات¹.

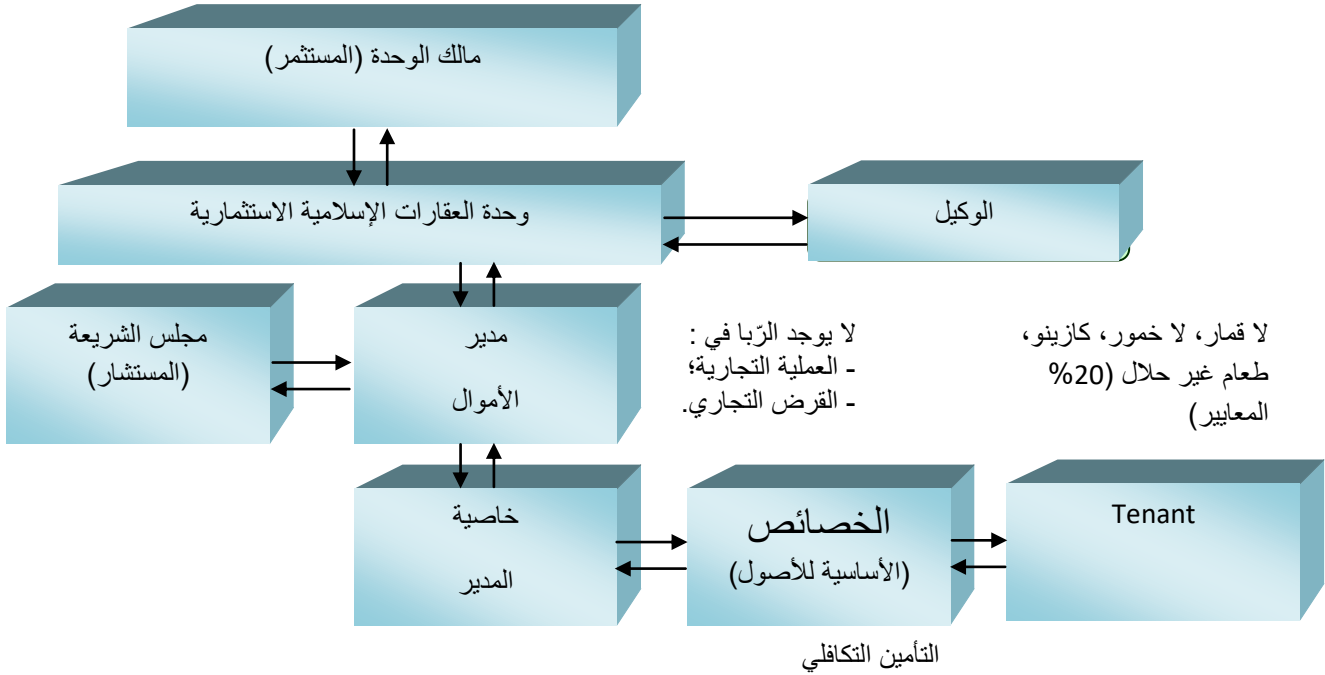
¹Siti Marsila Mhd Rusian, « The Financial Performance of Islamic Red Est ate invesment Trust (RETTS) in Malaysia », Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, vol: 15, N° : 01, 2019, p: 193.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

وتعرف هيئة الأوراق المالية (REITS) على أنه: "مخطط وحدة ثقة /أمانة للمستثمر أو مقترح استثمار في المقام الأول في العقارات المدرجة للدخل"¹.

والشكل الموالي يوضّح المفهوم الرئيسي لصناديق الإستثمار العقارية الإسلامية في ماليزيا.

شكل رقم (39): نموذج صناديق الإستثمار العقارية الإسلامية في ماليزيا



Nor Nazihah Chuwenji, Chris Eves, « Islamic Funds and Asset Management : المصدر

The opportunities and challenges of Islamic reits. Australian Conference of Economists. 2015.

ويعتبر إدخال الصناديق الإستثمارية العقارية الإسلامية من أهم المبادرات التي قامت بها ماليزيا من أجل توسيع وتعميق قاعدة منتجات سوق رأس المال الإسلامي، مما يساعد في تعزيز القدرة التنافسية من خلال جذب المستثمرين الإسلاميين العاملين، وقد تمّ توضيح أهم الإرشادات الخاصة بصناديق الإستثمار (REITS) من قبل هيئة الأوراق المالية في 21 نوفمبر 2005².

والجدول الموالي يوضّح تطورات صناديق الإستثمار العقارية في ماليزيا خلال المدة الممتدة من 2005

– 2017.

¹Noraslia Ripain, Nurul Wajhi Ahmad, « Reason of Establishing Islamic.

REts : A Littérature Study, « Faculty of Management and Mumalah International Islamic University College Selangor, Bangi, Malaysia, 2016, p0 03.

²Asyrof Wajdi Dusuki, « Practice and prospect of islamic real estate, investment trusts (I-REITS) in Malaysia – Islamic Capital Market, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, volume : 06, N° :2, p : 05.

جدول رقم (13): المعالم الرئيسية لصناديق الإستثمار الإسلامية (2005 - 2017)

السنوات	المعالم الرئيسية
نوفمبر 2005	وضع المبادئ التوجيهية للمؤسسات المالية الإسلامية في ماليزيا من قبل (SC) في 21 نوفمبر 2005؛
2006	إدراج أول صندوق استثمار عقاري إسلامي KPI REIT؛
2007	إدراج Al. Hadharah Bousted Reit في جانفي 2007؛
2008	إعادة تصنيف محور REIT الماليزي إلى محور REIT الإسلامي؛
2013	إدراج KLCC stapled securities في بورصة ماليزيا في ماي 2003 كأول هيكل لصناديق الإستثمار العقارية المتوافقة مع الشريعة؛
2014	شطب Al. Hadharah bousted Riet؛
2015	إدراج الـ Salam Reit؛
2016	أصبح Klee Riet أكبر وأول هيكل لـ Reit مكمل للشريعة في ماليزيا مع أصول تزيد عن 9,6 مليار رنجيت (مصري) ماليزي وقيمة سوقية تقدر بـ : 14.9 مليار رنجيت ماليزي؛

المصدر: Nor Nazihah Chueni, « Perform an veanalysis of Malaysia islamic real estate

investment trust » the management approach to bet practice ; PHD Queensland University of Technology, 2018, pp : 32-33.

أصبحت ماليزيا رائدة في تطوير (Reits)، فهي حاليا تتربع على 16 صندوق إستثماري عقاري (إسلامي)، أربعة منها متوافقة مع الشريعة، وهذا تطبيقا للإرشادات التي تقوم بها هيئة الأوراق الماليزية (SC) من مراجعة شاملة للخطوط الإرشادية التي تقوم بـ (Reits) لزيادة تسهيل النمو المستدام لسوق صناديق الإستثمار العقارية الإسلامية، ومن هذه الجهودات تقليص نسبة الهامش المسموح به الذي يأتي من الأنشطة غير المتوافقة مع الشريعة من 5% إلى 0%¹.

رابعا: المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يوجد نوعان من المؤشرات الشرعية في بورصة ماليزيا، هما:

1. المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسن المحدودة – داو جونز 1992.

Dow Jones Hussin Berhad Islamic Malaysia Index 1992

2. المؤشر الشرعي كوالالمبور 1999.

Kuala Lumpur Shariah Index KLSI 1999.

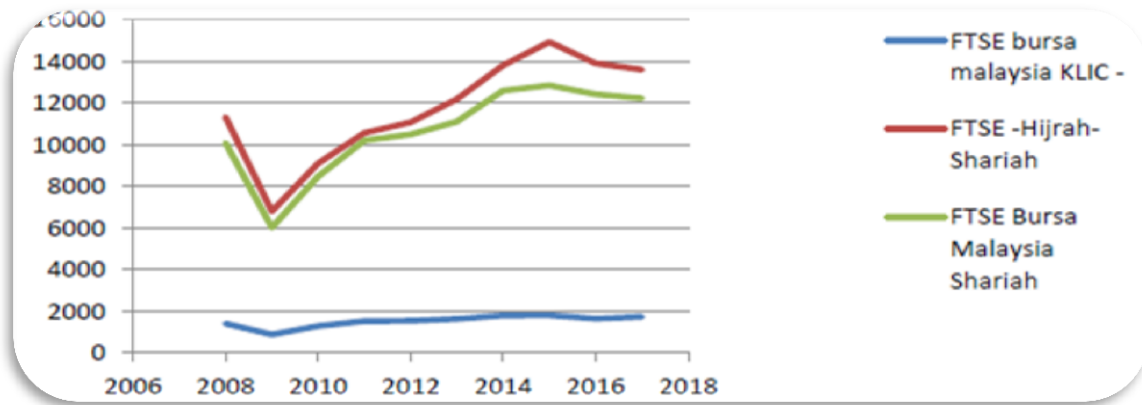
3. مؤشّر SQP Global 1200 Shariah Index 2009.

والشكل الموالي يبين تطور أداء المؤشرات الشرعية للبورصة الماليزية خلال الفترة 2008-2018.

¹Snapshot of Islamic Financial in Malaysia, « Malaysia, strampingts leadership position in islamic finance, Malaysia, 2017, p : 84.

Global islamic finance, report, 2017, DubaiI slamic Bank, p : 84.

شكل رقم (40): تطور أداء المؤشرات الشرعية للبورصة الماليزية خلال الفترة 2008-2018



المصدر: سليم جابو، نوال بن عمارة، الطاهر بن عمارة، " صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال (2008-2018)", مجلة روى إقتصادية، المجلد: 10، العدد: 01، الجزائر: جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، ص: 313.

خامسا: المشتقات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يمكن تتبع أهم إصدارات سوق المشتقات المالية في سوق رأس المال الماليزي من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (14): تطورات سوق المشتقات المالية في سوق رأس المال

الماليزي (1980 - 2006)

السنوات	المشتقات المالية المصدرة
1980	إدخال المشتقات المالية في سوق رأس المال الماليزي؛ تأسيس بورصة كوالالمبور للسلع (BHD(KLCE)؛ إطلاق منتجها الرئيسي، زيت النخيل الخام الأجل (CPO) في أكتوبر سنة 1980.
1989	تمت إضافة الضمانات لحقوق الاشتراك القابلة للتحويل (ISR) المتداولة في (KLSE) إلى القائمة من المنتجات المتاحة للمستثمرين.
1994	إدخال أوامر المكاملة في سنة 1994
1995	إدراج عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب (FKLI) في ديسمبر 1995؛ إنشاء خيارات كوالالمبور وبورصة العقود الآجلة المالية (KLOFFE)؛ إنشاء غرفة مقاصة المشتقات الماليزية (MDCH)؛ إنشاء مؤشر الأسهم؛ تقديم العقود الآجلة على أساس مؤشر KLSE المركب (KLCI).
1996	تماشيا مع تطور صناعة المشتقات، فتم إطلاق العقد الأجل لسعر الفائدة المستقبلي في كوالالمبور (KLIBOR) في ماي 1996؛ إدخال اللوائح الخاصة بالاقتراض والإقراض للأوراق المالية (FKB3)؛ السماع بالبيع على المكشوف المنظم (RSS) من سبتمبر 1996 وما بعده؛

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

1997	تتم تعليق (SBL) و (RSS) في سنة 1997، خلال الأزمة المالية الإقليمية؛ شهد الجزء الأخير من التسعينات حدوث بعض الاندماج داخل صناعة المشتقات الماليزية، كما سعت المؤسسات القائمة لتبسيط عملياتها في صناعة المشتقات من أجل تحقيق وفورات حجم أكبر.
1998	اندماج كل من (KLCE) و (MME) لتأسيس بورصة ماليزيا للسلع والنقد (COMMEX)، وأدخلت تدابير الرقابة في ذات السنة.
1999	جانفي سنة 1999 استحوذت (KLSE) على شركة KLOFFE Capital SDN BHD .
2000	إدراج خيارات (OKLI) لمؤشر كوالالمبور المركب في ديسمبر 2000؛ بلغ عدد شركات السمسرة الأجلة 32 شركة، بإجمالي 735 شركة ممثلي ووسطاء العقود الأجلة المرخصة.
2004	إدراج عقود المستقبلات لزيت نواة النخيل الخام (FPKO) في فيفري سنة 2004.
2006	إدراج عقود الأسهم الواحدة في أبريل 2006.

المصدر: Labuan Offshore Financial Services Authority's, chapter 02, trends and challenges, Annual reports, 1999, Malaysia, pp : 16 -17.

وهناك نوعين من العقود المستعملة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من أصل تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية، وهما: المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقرّ بجوازها سنة 1997، وأيضا عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعيتها في أبريل 2006 من قبل اللجنة الإستشارية الشرعية، وكانت أهم حججها ما يلي:

1. عقود المستقبلات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعا؛
 2. عقود المستقبلات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين؛ لأنّ السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا.
- وتجدر الإشارة إلى أنّ عقود الخيار إعتبرتها اللجنة الإستشارية الشرعية غير جائزة، ولا يتم التعامل بها في سوق المشتقات المالية الإسلامية¹.
- كما يتفق جميع العلماء على أنّ الخيارات المتعلقة بالعملات وأسعار الفائدة ومؤشرات الأسهم ليس لها مكان في التمويل الإسلامي².
- ولهيئة الأوراق المالية الماليزية وظائف مهمة ذات صلة بصناعة المشتقات المالية تتمثل في:³

- تقديم المشورة للوزارة في جميع الأمور المتعلقة بصناعة المشتقات؛
- تنظيم جميع الأمور المتعلقة بالمشتقات المالية؛

¹ بو عبد الله علي، "تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، 2015، ص: 21.

² Khalifa M. Ali Hassanain, Ibid, pp: 25 – 26.

³ Examination Study Guide, Regulations (Malaysia futures and options), module 1- Fithprint, Security Industry Development Corporation 3, Persiaran BukitKiara, Kuala Lumpur, 2010, pp: 29-30.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- مسؤولة عن الإشراف على الأنشطة أي شركة بورصة قابضة ومراقبتها، وغرفة مقاصة المشتقات والإيداع المركزي؛
- إتخاذ كافة الإجراءات المعقولة للمحافظة على ثقة المستثمرين بالمشتقات؛
- قمع الممارسات غير القانونية وغير الشريفة وغير السلمية في التعامل مع المشتقات؛
- تشجيع وتعزيز التنظيم الذاتي من قبل الجمعيات المهنية والمؤسسات في صناعة المشتقات؛
- الترخيص والتسجيل والتقويض والموافقة والإشراف على جميع أنشطة الأشخاص المشاركين في التنظيم أو تقديم خدمات سوق رأس المال كما هو منصوص عليه في قانون التأمينات؛
- العمل على التعزيز والحفاظ على نزاهة جميع الأشخاص المرخص لهم في صناعة المشتقات.

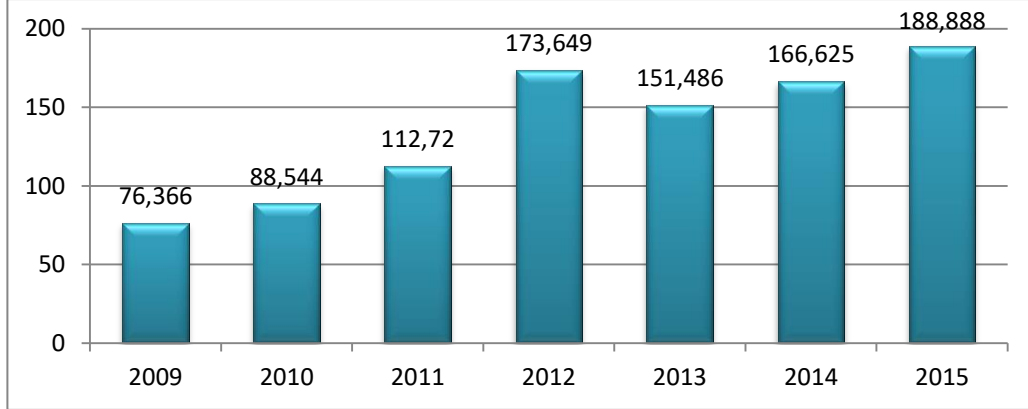
جدول رقم (15): حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة (2009 - 2015)

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
حجم العقود	76,366	88,544	112,720	173,649	151,486	166,625	188,888

Bursa Malaysia Berhad, Annual Report: (2013-2014-2015).

المصدر:

شكل رقم (41): حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام المتداولة للفترة (2009-2018)



المصدر: بالإعتماد على معطيات الجدول رقم: (15)، ووفق تطبيق برنامج Excel.

نلاحظ أنّ الواضح من الشكل السابق تزايد حجم عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام بشكل مستمر تقريبا على طول الفترة الزمنية (2009 - 2015)؛ ويعود ذلك إلى الجهود التي تبذلها ماليزيا في تطوير سوق المال الإسلامي، وتهيئة البنية التحتية له من خلال:

- تطوير إقتصاد المعرفة ساهم في تسهيل عملية تداول المشتقات إلكترونيا؛
- إستراتيجية هيئة الأوراق المالية (SC) في صناعة المشتقات المالية الإسلامية.
- كما نلاحظ تراجع في حجم العقود في سنة 2013، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأسباب التالية:
- برنامج التحوّل الحكومي والإقتصادي الجديد خلال الفترة (2011 - 2015)؛

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- منافسة أكبر على الإستثمار الأجنبي المباشر الى جانب ضعف الإستثمار الخاص؛
- التركيز على إصدار الصكوك وإحتياج السوق العالمية، حيث إحتلت ماليزيا سنة 2013 المرتبة الأولى عالميا في إصدار الصكوك.

المبحث الثاني: تجربة ماليزيا في صناعة الصكوك الإسلامية

عرفت صناعة الصكوك الإسلامية تطورا كبيرا في السنوات الأخيرة، حيث أخذت حصّة الأسد في سوق رأس المال الإسلامي في دولة ماليزيا، التي باتت من أولى الدول ريادة في هذا المجال، ويبرز هذا الأمر بوضوح خاصة بعد تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، التي كانت نقطة الفصل والتحول من سوق رأس المال التقليدي إلى أكبر الأسواق المالية الإسلامية. وعليه فقد تم تقسيم المبحث إلى المطالب:

- صناعة الصكوك في ماليزيا؛
- تطور إصدار الصكوك في ماليزيا؛
- دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات الاقتصادية في ماليزيا.

المطلب الأول: صناعة الصكوك في ماليزيا

إن نجاح الصناعة المالية الإسلامية في ماليزيا، ونخص بالذكر الصكوك الإسلامية، لم يكن وليد الصدفة، بل كان ضمن خطة تنموية أقل ما يمكن أن يقال عنها أنها معجزة.

أولا: واقع صناعة الصكوك في ماليزيا

بدأت صناعة الصكوك في ماليزيا سنة 1990 من خلال شركة MDS الماليزية، وأطلقت أول صكوك عالمية من خلال شركة غورثري سنة 2003م¹، وتحتل ماليزيا بإعتبارها السوق الرائد في صناعة التمويل الإسلامي النصيب الأكبر من صناعة الصكوك حسب تقرير Ram Rating Services Berhad لسنة 2018، حيث بلغ الحجم العام لإصدار الصكوك 94,4 مليار دولار أمريكي سنة 2018، واحتلت ماليزيا الصدارة، فبلغ إجمالي إصدارها للصكوك الإسلامية 32,8 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل 35% من إجمالي الصادرات العالمية². وسنوضّح في الشكل الموالي أهمّ التّطورات التي مست صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2000 - 2018).

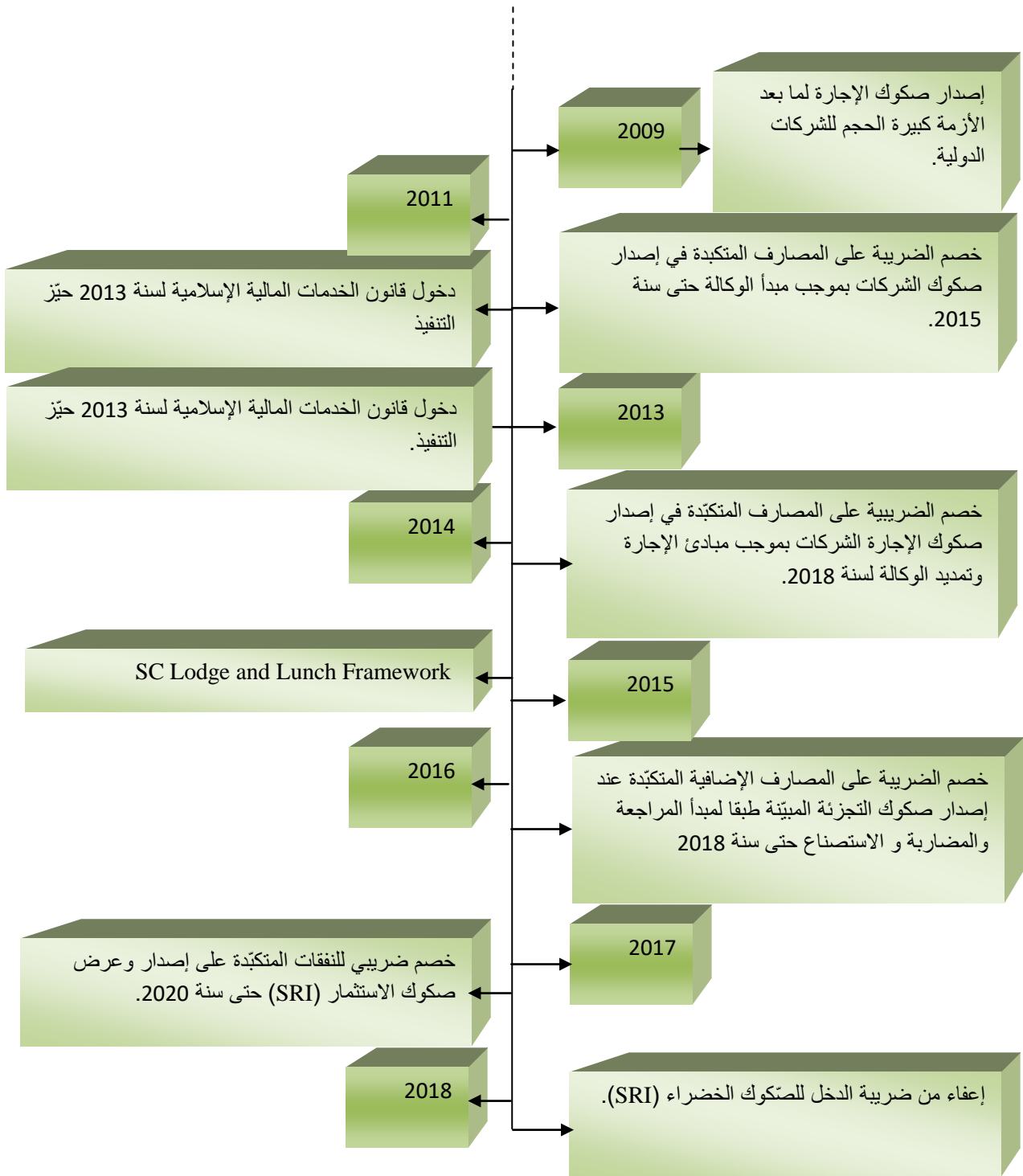
¹Sumaira Chafoor, Irum Saba, Rebana Kauser, « Sukuk Issuance in Malaysia ; lessons for Pakistan », Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies, Vol: 04, N°: 02, 2018, p: 168.

² Ram Ratings : Malaysia remained leader of global Sukuk Marketin 2018, 19 Feb 2019
Website : www.ram.com.my .

شكل رقم (42): صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2000 - 2018)



الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك



المصدر: بالإعتماد على:

- Mohd Razian Mohamed, « Malaysia Bond and Sukuk Market an Overview », Showcasing Asian Bond Market : Opportunities and Risks », an ACRAA conference in cooperation with Asian Bankers Association Wyndham Grnad Hotel, Manama, Bahrain, 2018, p: 12.

- Ijlah Ahmed Alvi, « International Islamic Financial Market, « Sukuk Report, IIFM, 2nd edition, 2011, pp: 4 – 6.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

يمكن تتبع مراحل إصدار الصكوك في ماليزيا على النحو التالي:

جدول رقم (16): مراحل إصدار الصكوك في ماليزيا

رقم	أهم المراحل	العام
01	أصدرت شركة Shell MDS أول سند إسلامي	
02	شركة Khazanah الوطنية أطلقت مريحة سندات Khzanah وكان على صفر كيون على أساس المريحة وبيع الدين وكان هذا السند قد أصدر من قبل الحكومة من أجل إيجاد سند بديل لسوق السندات المحلية.	
03	من الضوابط التي قررتها لجنة مراقبة عمليات البورصة على مصدري السندات الإسلامية تعيين المستشارين الشرعيين المستقبليين.	
04	أصدرت شركة Kumpulan Guthrie Bhd أول صكوك الإجارة بمبلغ US\$ 150 million وهو أول الصكوك الإسلامية التابعة لشركة اعتبارية في التاريخ وكان الإصدار مدرجة في قائمة Labuan الدولي للتبادل (LFX) وكان من الطبقة الأولى التي كونت مشروع صكوك الإجارة الذي كان بمبلغ US\$ 395 million. قد أطلقت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة المشهورة (الصكوك الماليزية الدولية) بمبلغ US\$ 395 million حيث أصبحت بهذا الإصدار أول دول العالم تصدر الصكوك الحكومية الدولية. وقد سمحت الحكومة الماليزية خصم مصرفات إصدار الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفدرالية سنة 2003 وكان الإصدار على مبادئ شرعية من الإجارة والمضاربة والمشاركة.	
05	حل شامل لمشاكل الضريبة في السندات الإسلامية كما هو الحال في السندات التقليدية وقد أعلن عن هذا في الميزانية الفدرالية سنة 2004. إن الحكومة الماليزية قد سمحت بخصم مصرفات إصدار السندات الإسلامية التي أصدرت على مبدأ الإستصناع من ميزانيتها الفدرالية سنة 2004.	
06	أصدر البنك الدولي السندات الإسلامية التي يحل أجلها في 2010 بمبلغ RM 760 million وهذا الإصدار من رنجنت وهو أكبر عمليات سوق السندات على رنجنت تشمل دولاً متعددة. شركة Ingress الاعتبارية أصدرت أول السندات الإسلامية الاعتبارية بنموذج الصكوك الماليزية الدولية. صكوك Sarawak الاعتبارية التي تم بموجبها إنشاء الكيان ذات الأغراض الخاصة من قبل الاعتبارية الاقتصادية للتنمية التابعة لـ Sarawak (SDEC) والتي أطلقت أول صكوك الإجارة الدولية لمدة خمس سنوات بمبلغ US\$ 350 million وأصدرت على شكل قيمة سندات ترست الجارية يحل أجلها في سنة 2009 وهذه الصكوك مدرجة وتباع في LFX الاعتبارية المالية الدولية (IFC)، جناح من أجنحة البنك الدولي للقطاع الخاص أصدرت السندات الإسلامية بمبلغ RM 500 million التي كانت أول الإصدار الإسلامي على رنجنت من قبل الاعتبارية ذات التعامل بالدليل المتعددة.	

أصدرت لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية وكان إصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التسيير في إصدار السندات الإسلامية والتنمية جوانب الابتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا؛ شركة مشاركة واحد لرأسمال Bhd أصدرت RM 2.5 billion الذي هو أول صكوك مشاركة. وكان الإصدار موضوع على انتزاع مستحقات من حقوق وملكية والربا ومنافع تسوية ذمم حكومة ماليزيا فيصالح TIME System Integrators Sdn Bhd؛

أول سندات بيع وبناء العقار أصدرت على مستوى دولي وكان الإصدار من قبل Cagamas MBSBhd على مبدأ المشاركة. وسميت هذه الأداة صكوك المشاركة وكان الإصدار على توريق مجموعة من موظفي الحكومة في التمويل الإسلامي للسكن وكان المبلغ RM2.05 billion؛

أول سندات المضاربة بقيمة RM 80.0 million الذي أصدر من قبل PG Municipal Assers Bhd ومثل هذا الإصدار يكون منظما على ضرائب الممتلكات يجيها الجهة المحلية Pihak Berkuasa Tempatan Pasir Gudang وهو كذلك أول إصدار الدولة للسندات الإسلامية على مبدأ عقد المضاربة حسب الضوابط التي أصدرتها لجنة مراقبة عمليات البورصة في يوليو سنة 2004؛

أول مؤشر دولي للصكوك أطلق في مولالمبور وعرف هذا المؤشر بـ Dow Jones Cirigroup وهذا المؤشر يزن عمل السندات الإسلامية ذات الإيرادات الثابتة ذات ضوابط الإستثمار الشرعي والسبب الأساسي لإنشاء هذا المؤشر هو المستثمرين الذين يريدون التعرف على استثمارات الإيرادات الثابتة الشرعية، اثنان من سبعة صكوك متكونة من المؤشرات من ماليزيا. وهما صكوك دولية تابعة لحكومة ماليزيا وصكوك Sarawak تابعة لاعتبارية Sarawak؛

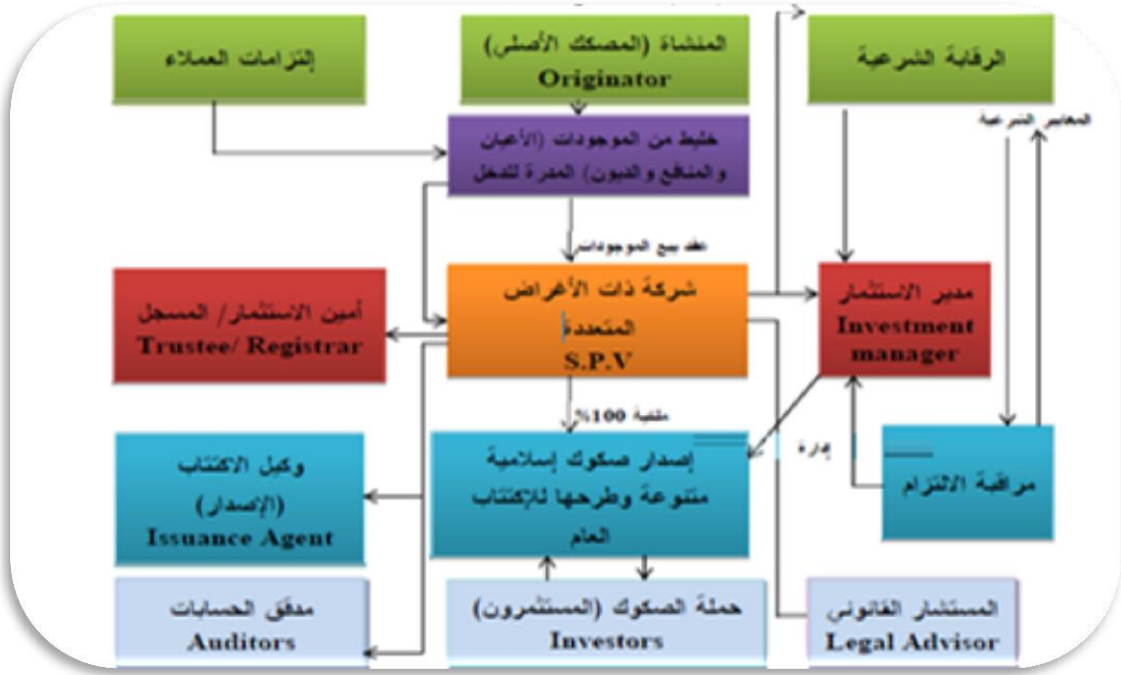
Khazanah Nasional Berhad أطلقت أول صكوك المشاركة الموافقة للشريعة القابلة للتبادل إضافة إلى كونها مدرجة في شركة Labuan الدولية للتبادل المالي وقد أدرج كذلك في بورصة Hong Kong Ltd (HKSE) وبهذا أصبح أول الصكوك أدرجت في قائمة بورصة HKSE.

المصدر: رامي محمد كمال، " الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلا عن السندات التقليدية "، الطبعة الأولى، 2019، ص ص:

100-101.

والشكل الموالي يوضح عملية تنظيم الصكوك.

شكل رقم (43): نموذج تنظيم عملية التصكيك

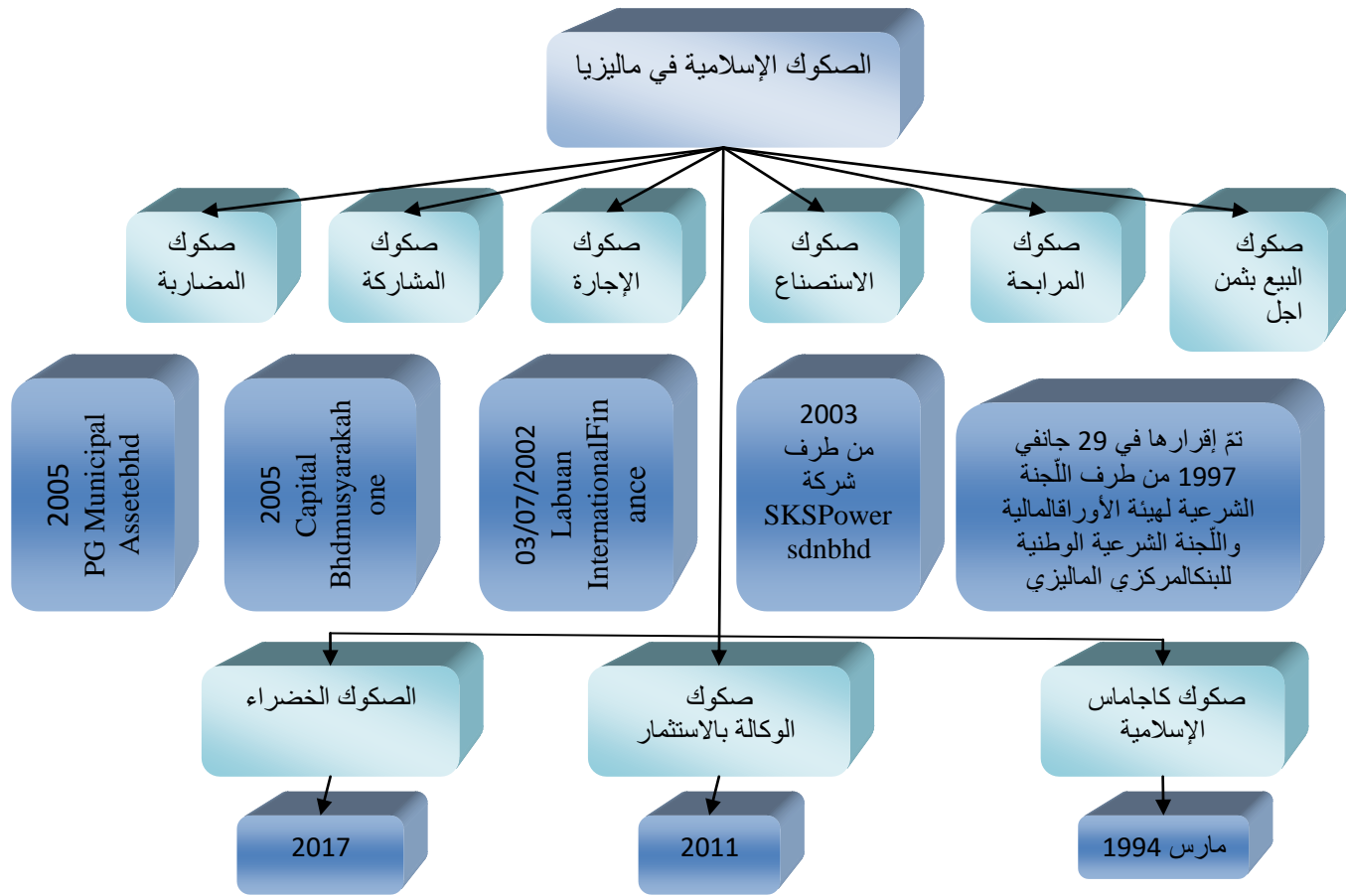


المصدر: بن قايد الشيخ: " دور الصكوك في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية-دراسة التجربة الماليزية (2008-2017)", أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة دكتوراه في العلوم، تخصص: علوم إقتصادية، جامعة غرداية، 2020، ص: 58.

ثانيا: الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تتعدد الصكوك التي تم إصدارها وتداولها في سوق رأس المال الإسلامي منذ سنة 1990 إلى يومنا الحالي، وتعرف الصكوك الإسلامية في التجربة الماليزية على أنها تلك الصكوك أو الوثائق المتساوية القيمة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من جهة، والموجهة بقواعد الإشراف والرقابة المخولة من طرف المجلس الاستشاري الشرعي في هيئة الأوراق المالية الإسلامية (SC) في ماليزيا، ويمكن تبيان أهم الأنواع من الصكوك المتداولة في ماليزيا في الشكل الموالي:

شكل رقم (44): أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا



المصدر: نزار سناء، " دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي، سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001 - 2015) "، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، 2016، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص: 181، 199.

توجد أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية لا تكاد تخرج عن صيغة من الصيغ السابقة للصكوك، وتستخدم هذه الصكوك بصفة خاصة لإدارة السيولة للمتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والعمل على إحتواء وتقليل مشاكل السيولة، منها:

1. صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي (SBNMI)

تستند هذه الصكوك على مفهوم الإجارة أو مفهوم البيع وإعادة التأجير، وهي بنية تستخدم على نطاق واسع في الشرق الأوسط، تم إصدارها في فيفري 2006 بواسطة شركة لأغراض خاصة BNM Sukuk Berhoc، من خلالها يتم استخدام عائدات الإصدار لشراء أصول بنك Negara الماليزي، ليتم إعادة تأجيرها من جديد للبنك، توزع للمستثمرين على أساس نصف سنوي عند تاريخ الإستحقاق الذي يتزامن مع نهاية فترة الإيجار، ومن ثم يقول BNM Sukuk Berhard يبيع الأصول مرة أخرى إلى Negara Malaysia بسعر محدد مسبقاً¹.

¹ Sheikh Salman, « Role of central Bank in Islamic Finance », MPRA, 2009, p: 12
Website: <http://mpa.ub.uni.muenchen.de/26702>.

2. سندات المديونية الخاصة الإسلامية IPDS

تمّ طرح فكرة سندات المديونية الخاصة الإسلامية (IPDS)، منذ نشأة سوق رأس المال الماليزي سنة 1990، وتعرّف حسب هيئة الأوراق المالية بماليزيا (SC) على أنّها: "أوراق مالية تصدر بموجب مبادئ ومفاهيم الشريعة الإسلامية المعتمدة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي (SAC)".

وتعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية "AAOIFI" على أنّها: "شهادات ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً غير مقسمة في ملكية الأصول الملموسة، لها حق الانتفاع والخدمات في ملكية مشاريع معينة أو نشاط استثماري خاص"¹، وقد تمّ إصدارها بناءً على مبادئ البيع بثمن آجل والمراجعة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية².

3. صكوك كاجاماس للمضاربة: CMB

تمّ إدخال سندات CMB في 1 مارس 1994، والتي تتضمن شراء سندات ديون الإسكان الإسلامية وشراء الإيجارات الإسلامية من المؤسسات المالية الإسلامية وتحويلها إلى صكوك أوراق مالية على أساس إسلامي³.

ووفقاً لهذه الفكرة تقوم كاجاماس أو المؤسسة الأهلية للانتماء العقاري Cagamas National Mortgage Corporation بإصدار سندات CMB، لتمويل عملية شراء الديون، ويتم هذا الشراء وفقاً لمبدأ "بيع الدين"، بينما تصدر السندات وفقاً لمبدأ المضاربة أو إقتسام الأرباح⁴، ويشترك حامل السندات في الأرباح وفقاً للنسب المتفق عليها في وقت سابق⁵، هذا ويدخل البنك المركزي هذه السندات ضمن الأصول السائلة للمؤسسات المالية⁶.

4. شهادات القرض الحسن

شهادات القرض الحسن، هي شهادات تصدرها الحكومة الماليزية على شكل شهادات لأصحابها على مستوى البنوك، يستفيد منها المستثمرون دون تقديم زيادة عن القرض كتعويض عن الإستفادة دون تحمّل تبعات الربان وتكون عادة متاحة للأفراد والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

5. صكوك أخرى: ونذكر منها

1. صك الدين الإسلامي القابل للتداول (NIDC)؛

¹Nor Balkish Zakaria, Mohamed Azwanmelisa, Rabiatul Alaniyah Zainol Abidin, « The construct of Sukuk, rating and defautrisk », Proceda, Social and Behavioral Science, N°65, 2012, p: 662.

² Bank Negara Malaysia, « Islamic Capital Market Between Banks », on : 13/05/2020, at : 15 :12, website: <http://imm.bnm.gov.my/index.php?ch:48pg=48ac=98>.

³Buerhan Saiti, Aznan Hasan, Engku Rabiah Adawiah Engku Ali, « Islamic Interbank Money Market : contracts, instruments and theirpricing », on 14/05/2020, at: 23 :37, Website: <https://www.researchgate.net>. P: 20.

⁴ عبد المجيد فيجل، " تطور السوق الإسلامي لرأس المال – التجربة الماليزية أنموذجاً"، مذكرة ماجستير، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خير، بسكرة، 2015، ص: 246.

⁵Buerhan Sait, and others, Ibid, p: 20.

⁶ عبد المجيد فيجل، مرجع سابق، ص: 246.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

2. الكمبيالة الإسلامية المقبولة (LAB)؛
3. صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابل للتداول (BNNM)؛
4. صكوك مشروع تمويل أعمال توسعة مطار كوالالمبور الدولي¹؛
5. صكوك الإستثمار المسؤول والتنمية المستدامة؛ (SRI)؛
6. صكوك الصندوق الإسلامي (EPF) الموجه للموظفين المسلمين.

المطلب الثاني: تطور إصدار الصكوك في ماليزيا

مما لا يختلف فيه أنّ ماليزيا احتلت مركز الريادة في الصناعة الإسلامية عامة، وإصدار وتداول الصكوك على وجه التحديد خاصة، حتى باتت محط أنظار العالم الإقتصادي المتطور سواءً بالنسبة للمستثمر المسلم الذي يستثمر في مشاريع متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أو بالنسبة للمستثمر الأجنبي الذي سعى لتعظيم أرباحه بعيداً عن كل مظاهر التلاعب والإحتيال المتعارف عليها؛ بحيث أصبحت الصكوك في الإقتصاد الماليزي تشغل القاعدة الأولى في تنمية البنية التحتية لكافة مستويات القطاعات الإقتصادية الخاصة منها والحكومية.

أولاً: تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا من (2001 - 2019)

يمكن تتبع أهم التطورات التي شهدتها سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (17): تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2001 - 2019)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الحكم الكلي للصكوك	18,19	17,6	12,00	15,16	43,34	44,07	121,03	43,02	33,96
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
40,33	78,90	71,09	99,13	76,07	48,33	64,82	87,65	72,68	384,85
									بليون RM

المصدر:

- Securities Commission Malaysia Reports Annual (2008-2019).

- Value of New Issuance Bands and Sukuk in Malaysia from 2016 to 2019, on: 13/05/2020, at : 13 :05, website, <http://statista.com>.

نلاحظ من خلال الجدول السابق ما يلي:

- نلاحظ تباطؤ في نمو وتطور الصكوك من 2001-2004، حيث بلغت أدنى قيمة لها في 2003؛
- إرتفاع في حجم الصكوك بداية من سنة 2005 إلى سنة 2007، أين حقق أعلى مستوى تطور خلال الفترة المدروسة بـ 121,30 مليار (PM)؛

¹Yasuharu Ofino, « Developments of Sukuk Islamic Bands Market and Challenges of Japanese Market, Newsletter, N°: 2, 2018, pp: 78.

- في سنة 2008، إنخفاض كبير في حجم الصكوك بـ 43,02 مليار (RM)، أي بمعدل كلي حجم الصكوك سنة 2007؛
- مواصلة الإنخفاض سنة 2009 بنسبة 10 %، تلى ذلك إرتفاع في حجم الصكوك، لكن بشكل متذبذب ليحقق أعلى مستوى له سنة 2013 بـ 99,13 مليار (RM)، وسنة 2017 بـ 88 مليار (RM)، ولكن يبقى الطابع الغالب في العملية هو الإرتفاع في حجم الصكوك، ويمكن إرجاع تفسير هذا التذبذب بما يلي:
 - يعود التباطؤ في النمو من 2001 – 2004 بالنسبة للصكوك إلى السياسة الماليزية المنتهجة خلال هذه الفترة من خلال التركيز على خطة ماليزيا الكبرى التي جاء فيها:
 - التركيز على سياسة الرؤية الوطنية؛
 - التركيز على الإقتصاد القائم على المعرفة ضمن سياسة OPP3؛
 - تنمية المؤسسات المحلية كخطة أولى من خطوات تطور رأس المال الماليزي.
 - الإرتفاع الذي شهده السوق في صناعة الصكوك من 2005 – 2007، يرجع إلى:
 - التركيز على تنمية رأس المال وما ساعد على ذلك إنخفاض الدولار الأمريكي إلى أدنى مستويات سنة 2007؛
 - تدعيم القطاع الخاص في وضع السياسات وإعادة هيكلة الشركات، مما ساعد على دخول مؤسسات جديدة استثمارية ناشطة في سوق رأس المال الماليزي¹؛
 - تراجع حجم الصكوك سنة 2008 سبب الأزمة المالية العالمية التي أثرت على كامل إقتصاديات وأسواق الدول لما في ذلك رأس المال الماليزي؛
 - مواصلة التراجع سنة 2009 راجع لتداعيات ما به الأزمة المالية العالمية؛
- الإرتفاع من جديد في حجم الصكوك خلال 2013 – 2019 ويرجع إلى الأسباب التالية:
 - التركيز على جذب الإستثمارات الأجنبية من لجعلها سوقا مالية إسلامية دولية²؛
 - إنشاء أول سوق لتبادل السلع متوافقة مع الشريعة؛
 - تشريع قانون الخدمات المالية الإسلامية سنة 2013؛ (IFSA)؛
 - تدعيم الإستثمار في صناديق الإستثمار العقارية الإسلامية؛
 - تفعيل خطة ماليزيا من 2016 – 2020.
 - والجدير بالملاحظة أنّ أقل تراجع شهده إصدار الصكوك من 2013 – 2019، كان سنة 2015، بمعدل 48,33 مليار (RM)، ويعود السبب في ذلك إلى¹:

¹Cassey Lee and Lee Chew-Ging, « The evolution of development planning in Malaysia », Journal of Southeast Asian Economies, vol: 34, N°: 3, 2017, p: 20.

² عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص: 245.

▪ قرار البنك المركزي " بنك نيجارا "، بتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى إدارة السيولة، لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا لم تصل إلى المستثمرين المقصودين؛

▪ إنخفاض قيمة الرنجيت الماليزي.

➤ ومن جهة أخرى، فقد أدى انخفاض أسعار النفط في سنة 2016، إلى حث دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا نحو خفض إنفاقها الإستثماري، مما أدى إلى خفض الودائع وبالتالي حجم السيولة لدى البنوك (بما في ذلك البنوك الإسلامية)، إذ تعد الحكومات والكيانات التابعة لها من أكبر المودعين في بعض الأسواق الرئيسية الخاصة بالتمويل الإسلامي، بحصة تبلغ ما بين 15% إلى 40% في بنوك دول مجلس التعاون الخليجي، مما أدى إلى إضعاف سوق الصكوك العالمي.

وعلى الصعيد الدولي، تعدّ ماليزيا حاليا أكبر مصدر صكوك في العالم، وفقا لتقديرات المركز الماليزي الإسلامي الدولي (MIFC)، كما وأنّ السياسات الضريبية حاليا في ماليزيا مواتية لإصدار الصكوك التي باتت تتمتع بخصم ضريبي على تكلفة الإصدار الثاني، وكذلك إعفاء رسوم الدمغة الثانية، وبالمثل مستثمري الصكوك الماليزية يمكنهم الحصول على إعفاء ضريبي على الدخل المسلّم، مما عزّز من الميزة التنافسية لهذه الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وعلى الرّغم من التدفق المستمر للصكوك الجديدة، لا يزال الطلب على الصكوك الماليزية يفوق العرض، مما يعكس بالتأكيد شهية هائلة من المستثمرين للأوراق المالية ذات الدخل الثابت المتوافقة مع الشريعة خارج نطاق فئات الأصول الإسلامية التقليدية².

ثانيا: تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي

1. تطور صكوك البيع بثمن أجل / المرابحة حسب التجربة الماليزية

يمكن تلخيص خطوات إصدار صكوك البيع بثمن أجل في ماليزيا بالشكل الموالي:

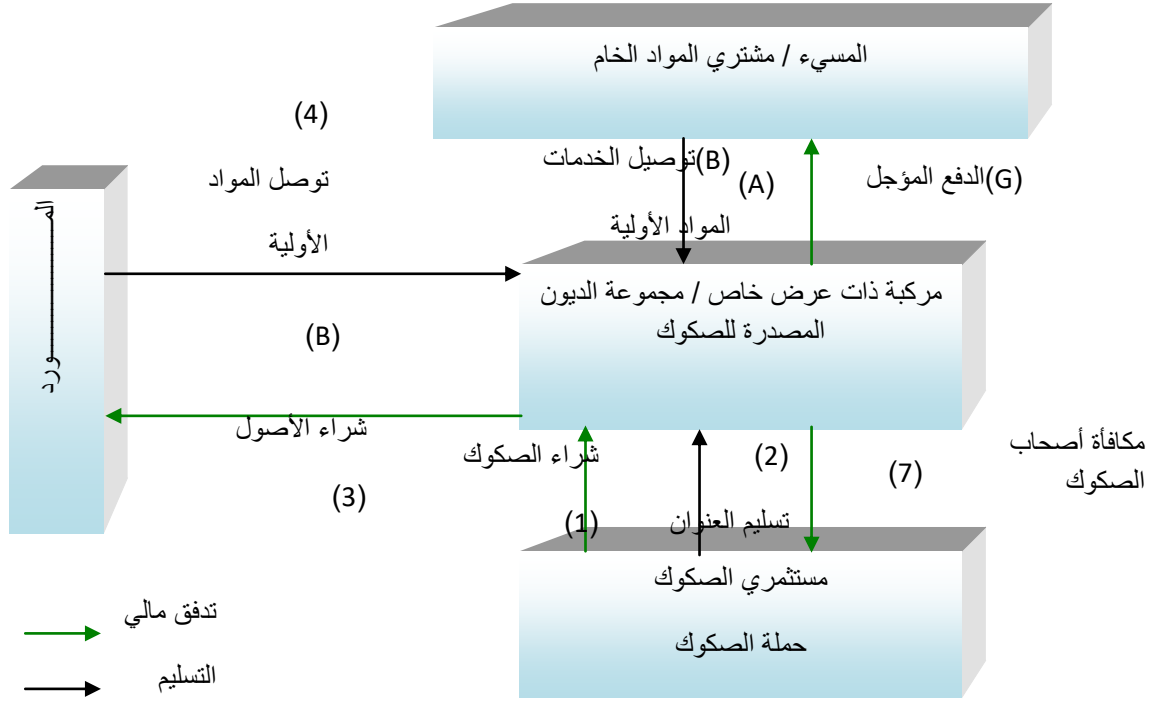
1 Standard and Poor's Rating Services, « Global Sukuk Issuance Stalls in 2015 As Major Issuer Exits the Market », 01 July 2015, on 15/05/2020, at : , 23, 02.

Website : www.standardpoors.com/ratingdirect.

²Nor Hanifa Binti Hashim, Malaysia Sukuk: A Superior Alternative to traditional Bonds, Franklin Templeton Investments, 2018, pp: 2 , 4.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

شكل رقم (45): آلية إصدار صكوك البيع بئمن أجل



المصدر: Alkhowarizmi Group, « Les Sukuks, uen nouvelle alternative de financement pour le Maroc, 28 décembre 2012, p: 31.

والجدول التالي يوضّح تطورات نسبة صكوك البيع بئمن أجل / المرابحة في ماليزيا (2001 - 2019).

الجدول رقم (18): نسبة صكوك البيع بئمن أجل / المرابحة في ماليزيا (2001 - 2019)

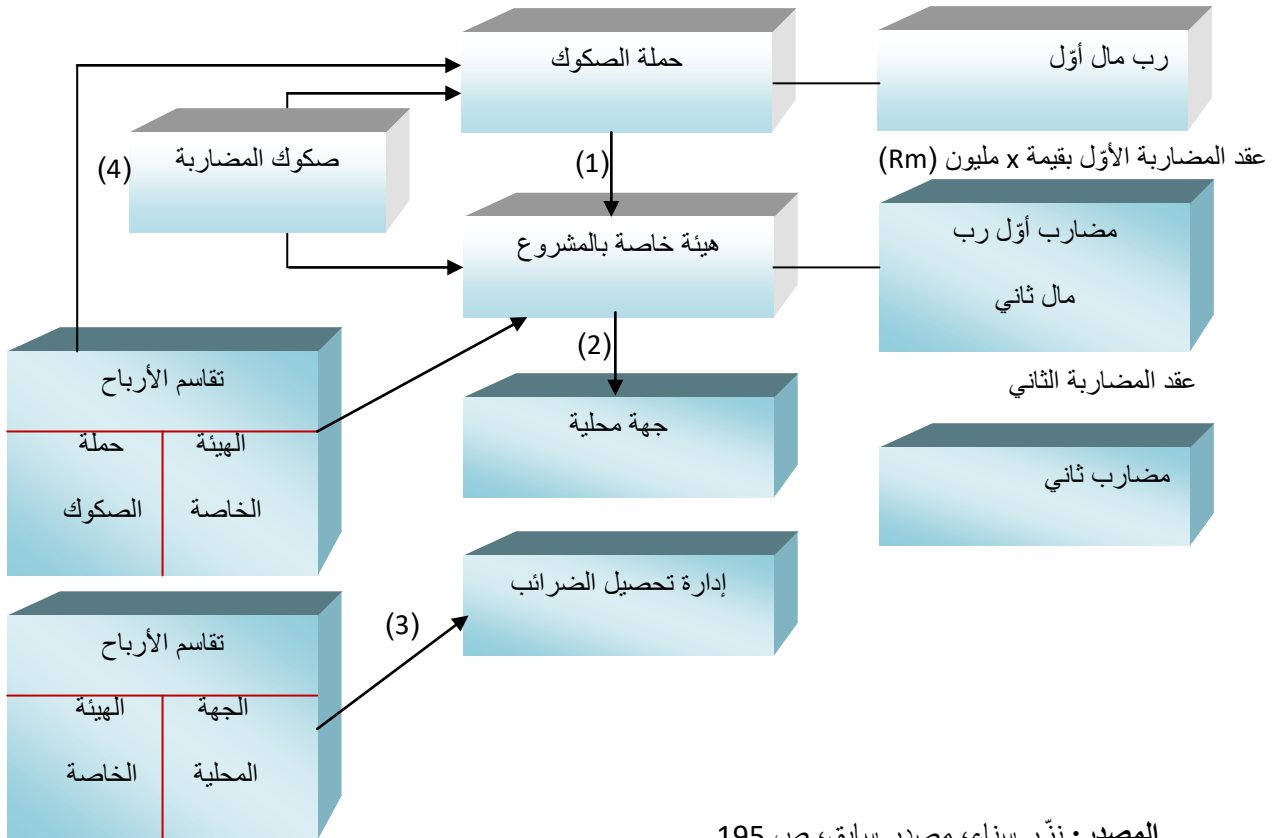
2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات الصكوك		
3,1	02	6,2	36,3	56,88	40,8	67	77	صكوك البيع بئمن أجل		
1,3	19	3,4	33,59	38,37	12,7	33	23	صكوك المرابحة		
2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
-	-	-	-	-	-	-	-	-	02	-
39,40	25,41	-	85	66	79,49	32	55	09	8,2	0,4

المصدر: Securities Commission Malaysia, Annual Reports (2001 –2019),
Les deux pages intercalaires sont mentionnées au début du chapitre et répétées ici

2. تطور صكوك المضاربة في التجربة الماليزية

يتم إصدار صكوك المضاربة حسب التجربة الماليزية كما يلي:

شكل رقم (46): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



والجدول التالي يوضح تطورات صكوك المضاربة في ماليزيا من (2001 - 2019).

جدول رقم (19): نسبة صكوك المضاربة في ماليزيا (2001 - 2019)

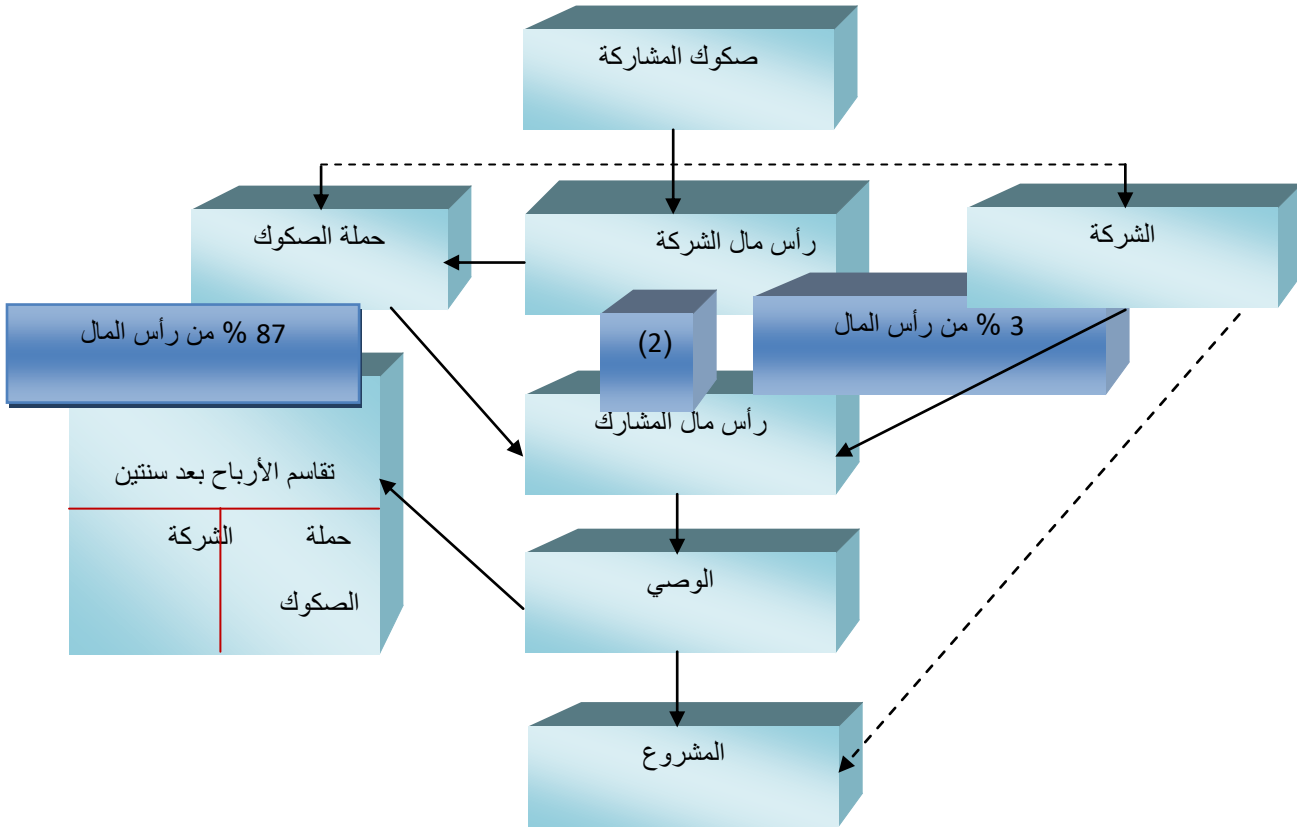
2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات		
								الصكوك		
								صكوك المضاربة		
2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
1,2	1	7,5	0,2	-	-	-	-	5	0.6	-
12,23	8,99	-	-	-	2,63	-	2	-	-	-

المصدر: Securities Commission Malaysia Annual Reports (2001-2019).

3. صكوك المشاركة حسب التجربة الماليزية

يتم إصدار وتتبع صكوك المشاركة في ماليزيا وفق المخطط التالي:

شكل رقم (47): آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا



المصدر: نَزْر سناء، مصدر سابق، ص: 192.

والجدول التالي يبين أهم تطورات صكوك المشاركة في سوق رأس المال الماليزي.

جدول رقم (20): نسبة صكوك المشاركة في ماليزيا (2001 - 2019)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات		
1,2	1	7,5	0,2	-	-	-	-	الصكوك		
								صكوك المشاركة		
2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
12,23	8,99	-	-	-	2,63	-	2	5	0.6	-

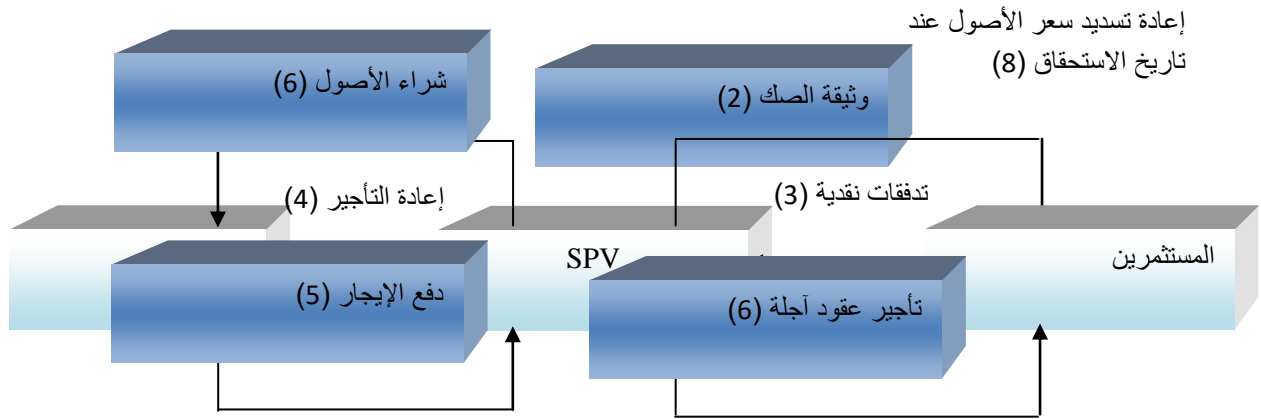
Securities Commission Malaysia Annual Reports (2001 - 2019).

المصدر:

4. تطور صكوك الإجارة في ماليزيا

يتم إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا حسب المخطط التالي:

شكل رقم (48): آلية إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا



المصدر: Hafizi Ab Maid, Shahida Shahimi, Kohd Hafiguddin, Sauah Bangoon, Abdullah, «Sukuk Defaults and its implication: a case study of Malaysia capital market », 8th international conference on Islamic economics, Qatar Foudation ; p: 04.

الجدول التالي يوضح أهم تطورات نسبة إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال (2001 - 2019)

جدول رقم (21): نسبة إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا من (2001 - 2019)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
الصكوك	-	-	-	2.05	2.9	4.8	11	14.5
صكوك الإجارة	-	-	-	7	-	-	-	-
2009	34	13	9	4	1.31	7	-	-
2010	34	13	9	4	1.31	7	-	-
2011	13	9	4	1.31	7	-	-	-
2012	9	4	1.31	7	-	-	-	-
2013	4	1.31	7	-	-	-	-	-
2014	1.31	7	-	-	-	-	-	-
2015	7	-	-	-	-	-	-	-
2016	-	-	-	-	-	-	-	-
2017	-	-	-	-	-	-	-	-
2018	-	-	-	-	-	-	-	-
2019	-	-	-	-	-	-	-	0.12

المصدر: Securities Commission Malaysia Annual Reports (2001 – 2019).

5. الصكوك الخضراء في ماليزيا

مع تنامي الوعي البيئي وتزايد الطلب على الطاقة النفطية، أخذت قضايا التمويل الأخضر مركز الصدارة، وبالمقارنة مع السندات الخضراء، تمّ اعتماد الصكوك الخضراء كأداة فعالة لتمويل البيئة لتشمل كفاءة الطاقة الطموحة والنقل المتجدد والبنية التحتية، والحدائق الشمسية ومحطات الغاز الحيوي وطاقة الرياح... مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية والإحتياجات التمويلية الإسلامية المتزايدة¹.

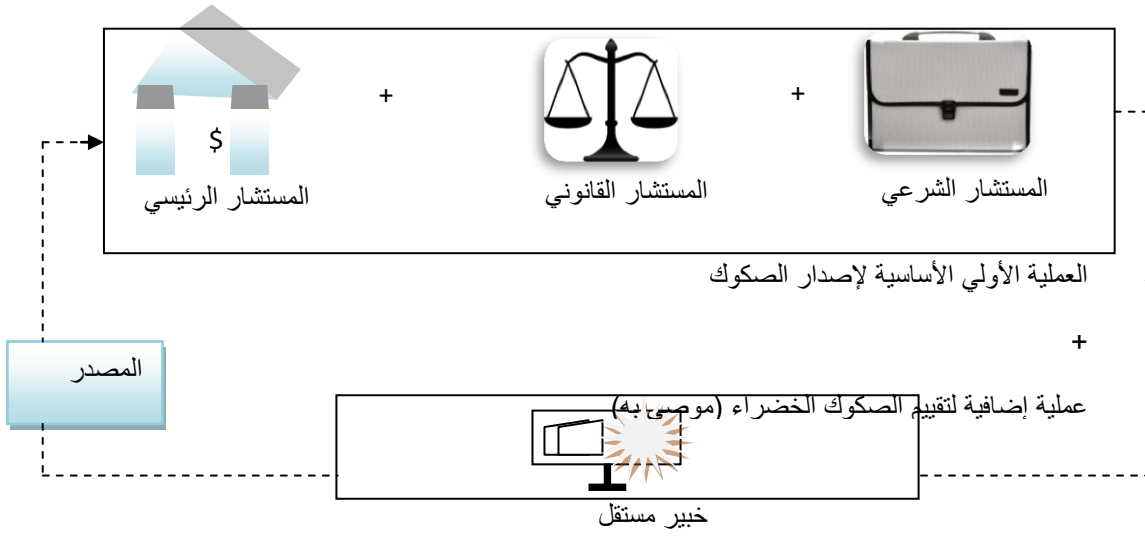
ولقد بدأ الإقتصاد الماليزي " الأخضر " في وقت مبكر من سنة 1970 من خلال إصلاحات في السياسة نحو التنمية المستدامة عندما تمّ إدخال نظام اللوائح في إدارة التلوث من صناعة زيت النخيل، وتمّ الإشارة إلى الهدف من خلال خطة التنمية الخماسية².

وتتم عملية آلية إصدار الصكوك الخضراء في ماليزيا كما يلي:

¹Keshminder, Gurmit Kaur Bariam Singh, Zainora AB. Wahid Mohammad Sgafiq Abdullah, « Green Sukuk : Malaysia taking the lead », Malaysian Journal of Consumer and Family Economics, vol: 22, n°: 52, 2019, p: 02.

² Securities Commission Malaysia, « Islamic Green Finance Development, Ecosystem and prospects, Kuala Lumpur, Malaysia, 2019, p: 45.

شكل رقم (49): آلية إصدار الصكوك الخضراء في ماليزيا



Securities Commission Malaysia, 2019, p: 55.

المصدر:

ويمكن تتبع أهم خطوات إصدار الصكوك الخضراء في ماليزيا فيما يلي:

- سنة 1990 تم إصدار الصكوك؛
- سنة 2012 إصدار صكوك خضراء من طرف Legendre Patrimoine، وأنور حسون المعروف باسم Orasis Sukuk، تستعمل لتمويل مشاريع الطاقة الشمسية؛
- (سنة 2014) توفر عائدا سنويا يقدر بـ 7% لكل ربع ثاني من السنة مع تمتع المستثمرين بخصم ضريبي 71% على مدى 10 سنوات¹؛
- أوت 2014 أطلقت اللجنة العليا للمسؤولية الاجتماعية في إطار صكوك الإستثمار الهدف منها تسهيل تمويل مبادرات SRI²؛
- سنة 2016، تمّ التعامل مع الصكوك الخضراء بجدية مع إنشاء الفريق التقني الذي يدعمه:
 - البنك الدولي؛
 - هيئة الأوراق المالية؛
 - مركز البحوث؛
 - بنك نيجار.

الهدف منه تطوير سوق التمويل الإسلامي الأخضر (الصكوك الخضراء)³؛

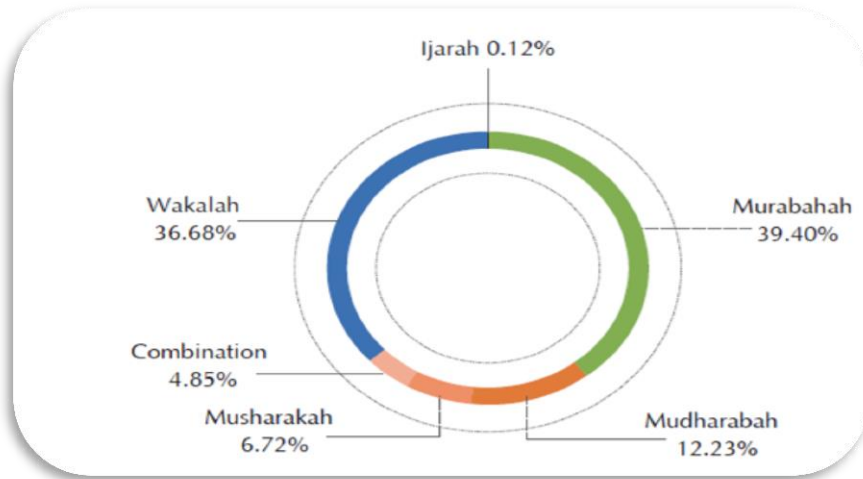
¹Siti Royah Mat Rahim, Zam Zuriyati Mohamad, « Green Sukuk for Financing Renewable Energy Projects », Tujise, Turkish Journal of Islamic Economies, 2018, p: 132.

²Keshminder, and others, Ibid, p: 04.

³Ibid, p: 13.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- سنة 2017 أطلقت شركة استثمار مرتبطة بالحكومة الماليزية ermodalan Nasional Bhd(PNB) RM2 مليار صكوك لتمويل برنامج مشروع برج المكاتب لـ 83 طابقاً¹؛
 - في 27 يوليو 2017 أصدر أول صك أخضر من طرف شركة Tadau Energy sdm Bhd بقيمة 250 مليون رنجية ماليزي تحت إطار SRI للصكوك²، استخدمت لبناء 50 mw طاقة شمسية كهروضوئية لمحطة توليد الكهرباء؛
 - في أكتوبر 2017 طرح صكوك Ruantum Solar Park بـ 1 مليار رنجية ماليزي؛
 - في ديسمبر 2017، طرح صكوك PNB Ventures، بـ 245 بليون رنجية ماليزي³؛
 - سنة 2018، جانفي، طرح صكوك Sinor Kamirisdn Bhd بـ 245 بليون رنجية ماليزي. وتقديم حوافز على إعفاء ضريبة الدخل على Green SRI Sukuk Grant⁴.
- والشكل الموالي يبين توزيع أنواع الصكوك في ماليزيا لسنة 2019:
- شكل رقم (50): توزيع الصكوك في ماليزيا حسب التصنيف لسنة 2019.



IIFM SUKUK REPORT 2020, 9th EDITION, P: 158.

المصدر:

ثالثاً: تحليل وتفسير تطور صيغ الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2001 - 2019)

1. تحليل المنحنيات

يمكن تحليل إجمالي التغيرات التي شهدتها صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2019)،

في الجدول التالي:

¹ The World Bank, « Helping Malaysia Develop the Green Sukuk Market » ; on: 19/05/2020, at: 00 :38, website: <http://pubdocs.worldbank.org> .

²Siti Royah Mat Rohim, Ibid, p: 132.

³ Securities Commission Malaysia, « Role of regulatory in creating enabling environment of facilitating sustainable financing » NosaizatShik Ahmad, IFIN Seminar on financial market, 08 may 2018, p:06.

⁴ حسب تصريح رئيس الوزراء دانوك سري نجيب رزاق في ميزانية سنة 2018.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

الجدول رقم (22): تحليل المتغيرات (2001 - 2019)

السنوات الصكوك	2005 – 2001	2008 – 2006	2019 – 2009
صكوك البيع بثمن أجل	ارتفاع نسبة الصكوك المصدرة، رغم أنها بدأت تحقق انخفاضات متتالية، إلا أنها تحتل الصدارة في إجمالي الصكوك المصدرة	تراجع ملحوظ في نسبة الصكوك المصدرة خلال الفترة	يمكن القول بصفة عامة أن سوق رأس المال الماليزي لم يعد يصدر هذا النوع من الصكوك.
صكوك المرابحة	ارتفاع نسبة الصكوك المصدرة بشكل مستمر دون سنة 2013	تراجع كبير ملموس في نسبة الصكوك المصدرة خلال الفترة	واصلت الانخفاض حتى سنة 2009، ثم سرعان ما عاودت الارتفاع لتحقيق أعلى مستوى نسبة إصدار سنة 2016، بنسبة 85%
صكوك المشاركة	- من 2001 – 2004 نسبة الصكوك 00%؛ - سنة 2005 نسبة الصكوك المصدرة 12,5%.	- سنة 2009 حققه أعلى نسبة إصدار في السوق ما يعادل 99,6%؛ - سنة 2010 انخفض إلى أكثر من 1/2، ثم الارتفاع سنة 2011؛ - سنة 2016 حققت أدنى مستوى تراجع 1%.	ارتفاع ملحوظ في نسبة الصكوك المصدرة، بلغت 70 % سنة 2006، رغم تراجع بسيط سنتي 2007 و 2008، إلا أنها بقيت تحتل الصدارة.
صكوك الإجارة	- 2001 – 2003 ← 00%؛ - 2004 ← 2,5 % - 2005 ← 2,9 %	ارتفاع مستمر في نسبة الإصدار.	- 2009 ← 00 % - 2010 حققت أعلى مستوى إصدار بنسبة 34 % - 2016 – 2018 ← 00 %
صكوك الإستئصال	- 2001 – 2002 ← 00 % - نسبة 2003 حققت أعلى نسبة إصدار بـ 46,5%؛ - سنة 2004 تراجع كبير في الإصدار، ومعاودة الارتفاع سنة 2005.	تذبذب في نسبة الصكوك المصدرة أغلب عليها، طابع الانخفاض.	نسبة إصدار صكوك الإستئصال معدومة خلال هذه الفترة.
صكوك المضاربة	- 2001 – 2004 ← 00 %؛ - سنة 2005 نسبة إصدار ضئيلة جداً؛	ارتفاع بسيط في نسبة الإصدار مع بداية سنة 2006 ثم عاودت التراجع بشكل كبير.	- سنة 2009 ← 00 % - من 2010 – 2014 نسبة مستوى الإصدار متوسط إلى معدوم؛ - 2015 – 2017، لا يوجد إصدار؛ - 2018 – 2019 شكلت نسبة إصدار 8,99 % و 12,33 % على التوالي

المصدر: بناء على معطيات الجداول السابقة.

2. التفسير

ويرجع تفسير ذلك إلى:

- من سنة 2001 م – 2005 م، غلب على سوق الإصدار، كل من صكوك البيع بثمن أجل وصكوك

المرابحة، من خلال سيطرتها الكلية على سوق الصكوك الماليزية، وتفسير ذلك بـ:

➤ السهولة في الإصدار؛ بناء على تسهيلات هيئة الأوراق المالية في ماليزيا (SC)؛

➤ القدرة على توفير السيولة لمصدر الصكوك؛

- السهولة في التنفيذ وإختيار المصدر في صكوك المرابحة لعدم إستخدام الأصول الموجودة بحوزته؛
- سنة 2003 م، حققت صكوك الإستصناع أعلى نسبة إصدار لها، قدرت بـ 46,5 % بحيث احتلت المركز الثاني بعد تراجع نسبة إصدار صكوك المرابحة في نفس السنة، ويرجع ذلك إلى:
 - سنة 2003 م هي سنة الأساس والإنطلاقة الأولى الفعلية لصكوك الإستصناع المحلية، وجاءت هذه الخطوة على أساس رغبة الهيئات الماليزية في تنويع الصكوك للمستثمرين، خاصة بعد عملية إطلاق أول صكوك عالمية من خلال شركة غورتري سنة 2003 م؛
- من سنة 2006 م – 2008 م، إحتلت صكوك المشاركة أعلى نسبة إصدار سنة 2006 م، بما يعادل 70 % من سوق الصكوك الماليزية، ويرجع ذلك للأسباب التالية:
 - تحول المستثمرين إلى الإكتتاب في صكوك المشاركة بناء على السياسات المقررة من (SC) وذلك بعد دخول مؤسسات إستثمارية جديدة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي؛
 - رغبة الحكومة الماليزية في تمويل عجزها في ميزانيتها، وتمويل مختلف مشاريعها التنموية؛
 - تعزيز التمركز الدولي في مجالات الميزة النسبية التنافسية؛
 - سنة 2008 م، تراجع بسيط في نسبة إصدار صكوك المضاربة، وإرتفاع في نسبة إصدار صكوك الإجارة، على غرار باقي الصكوك الإسلامية التي سجلت تراجع كبير في نسب الإصدار، وهذا بسبب مخلفات الأزمة المالية العالمية الجديدة 2008 م، وما ترتب عليها من تراجع ثقة المستثمرين في الأدوات المالية بما فيها الصكوك، والمتداولة في سوق الأوراق المالية بصفة عامة، إضافة إلى تراجع أسعار النفط.
- من 2009 م – 2019 م، إستمرار صكوك المشاركة في الصدارة بنسبة إصدار 99,6 % لتحتل صكوك الإجارة أعلى نسبة إصدار سنة 2010 بما يقارب 34 %، ثم عاودت صكوك المرابحة (المضاربة) الارتفاع بأعلى نسبة سنة 2016 م، أي 85 % من إجمالي الصادرات الماليزية، ويفسر ذلك بما يلي:
 - تخفيض نسبة الضرائب على هاته الصيغ، وإعطاء حوافز جديدة لهذه الصكوك وذلك حسب هيئة الخدمات المالية لسنة 2010 م؛
 - تأسيس هيئة (BSAS)، وهي منصة دولية للسلع، قادرة على تسهيل المعاملات المالية والإستثمارية الإسلامية، القائمة على السلع الأساسية وفق أحكام المرابحة الشرعية؛

- إصدار معايير AAOIFI الإسلامية سنة 2020 م؛
- إنطلاق برنامج المشاريع الكبرى في ماليزيا سنة 2009 م؛
- إزدياد مشاريع شبكة التنمية المستدامة، نتج عنه ازدياد في نسبة صكوك الإجارة، وعدم تأثرها بالأزمة المالية لسنة 2008 م.

وبصفة عامة، أثبتت كل من صكوك المشاركة والإجارة والمرابحة على قدرتها في تمويل الإقتصاد الماليزي وسوق الأوراق المالية الإسلامية، خاصة بعد ثبوتها رغم الأزمة المالية 2008 م، خاصة صكوك المرابحة، لما تحققه من أرباح كبيرة من جهة وخروجها من جملة الإشكالات الشرعية التي كانت تعيق نموها من جهة أخرى.

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات الإقتصادية في ماليزيا

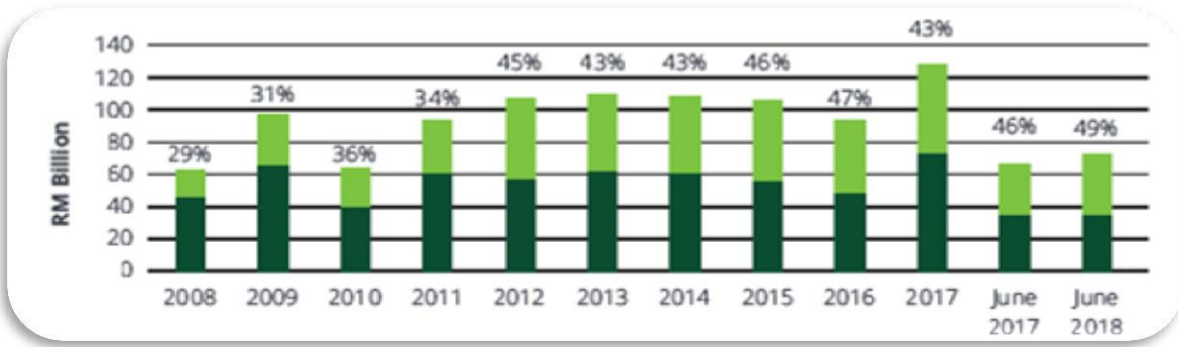
إصدار الصكوك من شأنه أن يساعد على إبقاء الموارد داخل الإقتصاد بدلا إستخدامها لتسديد قروض خارجية، كما وأنه تمكن من إعادة إدراج الأرباح داخل الإقتصاد بإعتبارها خالية من الربا أو الفائدة. وتؤدي الصكوك دورا مهما في إستدامة وتعزيز التنمية الإقتصادية السريعة من خلال مرونتها التي تسمح لها بالتكيف مع المنافع المختلفة فهي أول داعم لتنمية البنية التحتية للإقتصاد مثل: الطريق السريع، والمطار، والتنمية السياحية¹.

ويعتبر القصد الأول من صياغة قانون Surat Berharga Syariah Negara مبني على مبدأ روح إنشاء أداة مالية إسلامية تعمل على تمويل البنية التحتية لقطاعات الإقتصاد الماليزي، والذي تم تأسيسه. فمن متطلبات القانون 19 لسنة 2008 م، الذي ينظم أنّ هدف الإصدار هو صكوك نيجارا (الصكوك السيادية)، على وجه التحديد لتمويل ميزانية الدولة بما في ذلك مشاريع البنية التحتية²، والشكل الموالي يوضح تطور صكوك نيجارا السيادية من (2008 م – 2018 م).

¹Ibraheem Alami Abdulkareem, and mohd Sada Bin Mahmud, « Infrastructere Projet Financin gthrought Sukuk as an alternative to conventional band financing, Jomor, vol: 01, N°: 19, 2019, p: 01 – 11.

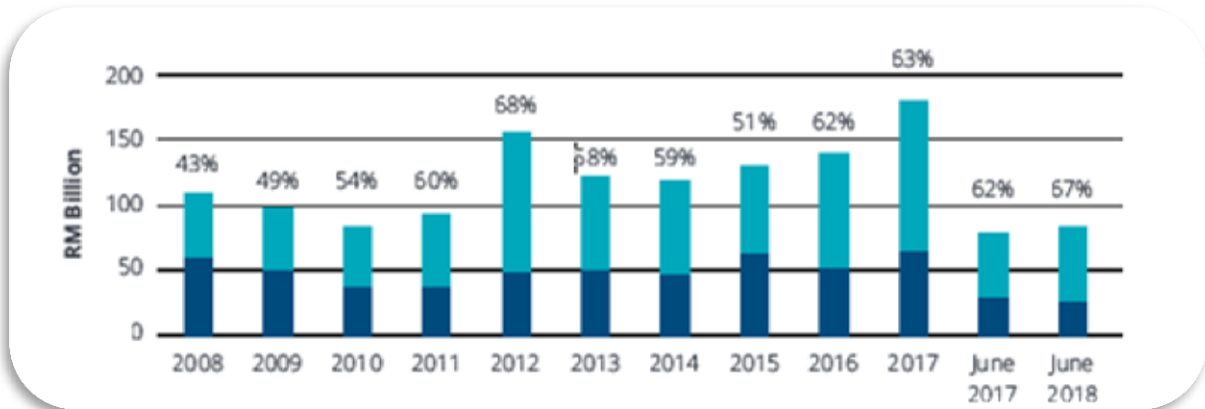
²Dian Handayani, EKO Nur Surachma, « Sukuk Negara as financing strategy for renewable energy intrastructure ; case study of Muara Laboh Geothermal Power Project », International Journal of Energy Economics and Policy », vol: 07, N°: 04, 2017, p: 120.

شكل رقم (51): تطور الصكوك السيادية (2008 - 2018)



المصدر: Salma Sairally, Research constlan, ISRA, « Regulatory capitalities and market development, Asia Sukuk Markets – Malaysia : A trajectory growth of sukuk markets, Deloitte and touche (M.E), 2018, p: 17.

شكل رقم (52): تطور الصكوك الحكومية (2008 - 2018)



Ibid,p:17.

المصدر:

جدول رقم (23): المشاريع الممولة من إصدار صكوك نيجارا (2013-2017)

سنوات	2017	2016	2015	2014	2013
المشاريع المنجزة	IDR 16,76 trillion - متابعة مشروع السكك الحديدية في جاوا، سومطرة سولاوسي (وزارة النقل)؛ - مشروع جسر علوي، ممر سفلي، الجسور في المحافظات (وزارة الأشغال العمومية).	IDR 13,67 trillion - متابعة المشاريع قيد الإنجاز، الإنجاز سنة 2015.	IDR 7,1 trillion - مشروع أكبر سكة حديدية في جاكرتا، جاوة الوسطى، سومطرة تحت وزارة -مواصلات؛ -مشروع الطرق الجسور، المحافظات، وزارة الأشغال العامة	IDR 1,5 trillion مشروع السكك الحديدية مزدوجة المسار، تحت إشراف وزارة النقل. - نزل الحج في المحافظات التابعة لوزارة شؤون الحج	IDR 800 billion مشروع السكك الحديدية مزدوجة المسار سيربون تحت إشراف وزارة النقل

المصدر: Dian Hand ayani, Eko Nur Surachman, « Sukuk Negara as financing strategy for renewable energy infrastructure : Case study of Muara Laboh Geothermal Power Project », IJEEP, 7(4), 2017, p: 121.

من خلال المنحنى السابق، نلاحظ ارتفاع متزايد في نسبة الصكوك السيادية المصدرة في ماليزيا على

العموم، ويمكن تفسير ذلك من خلال النقاط التالية:

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- بدأ إصدار الصكوك السيادية في ماليزيا منذ سنة 2002 م، وقد بلغت إصدارات الصكوك السيادية في ماليزيا سنة 2007 م، 185.2 مليار دولار¹، موجهة لتنمية قطاع البنية التحتية للقطاعات الماليزية؛ لكن سرعان ما شهدت انخفاضا في سنة 2008 م بسبب الأزمة المالية العالمية؛
 - إضافة إلى قرارات الهيئة الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التي أبرزت أنّ العديد من الصكوك المصدرة في سنة 2008 م كان غير متوافق مع الشريعة الإسلامية؛
 - سنة 2010 م، نلاحظ إنتعاش بسبب الزيادة الكبيرة في حجم إصدارات السيادية التي تمّ استخدامها لتمويل مشاريع البنية التحتية من إلى 06 مليار دولار، نتيجة دعم الحكومة للتحوّل الإقتصادي الجديد وإنطلاق برنامج المشاريع الكبرى سنة 2009 م.
 - ولقد عملت الحكومة الماليزية على اتخاذ مجموعة من الإجراءات لتوفير ودعم إصدار الصكوك السيادية، نذكر منها:²
 - تسهيلات السيولة لدى البنك المركزي للصكوك السيادية؛
 - استخدام هيكل الوكالة في الإصدار كان بمثابة تقدم كبير للصكوك السيادية دون استخدام الأصول المادية (مثل الأراضي والمباني) أو السلع الأساسية؛
 - قرار البنك المركزي بالتوقف عن إصدار الصكوك قصيرة الأجل من 2015 م 2016 م؛
 - والجدول الموالي يوضّح أهم المشاريع التي تمّ تمويلها بالصكوك السيادية في ماليزيا (2013 م-2017 م).
- جدول رقم (24): المشاريع الممولة من إصدار بالصكوك نيغارا (2003-2013)**

السنوات	جهة الإصدار	المشروع	الصكوك المصدرة	الكمية
2003	Tanjang dm Bin Power SKS المعروفة سابقا باسم Power(كهرباء	- صكوك الإستصناع (صكوك الإجارة)	Rm 5,6 billion
2005	Jimah Energy Venture sdnbhd	كهرباء	- صكوك الإستصناع	Rm 4,8 billion
2009	Syarikatprasar ana Negara Berhad	- أعمال البناء كيلانا وجايا - خط تمديد مشروع Ampang LRT	- صكوك الإجارة	Rm 4,00 billion
2011	Manjang Island EnrgyBerhad	كهرباء	صكوك الإجارة	Rm 5,00 billion
2012	DanainfraNasionalBerhad	أعمال البناء مشروعMRT	صكوك المرابحة	Rm 8,00 billion
2012	Projet Lebuhraya Ultra Selatan	الطريق السريع	/	Rm 9,70 billion
2012	Kinanis Power sdnBhd	كهرباء	- صكوك الإستصناع	Rm 1,16 billion

¹Ahldin Malikov, « How do sovereign sukuk impact in the economic growth of developing countries ? an analysis of the infrastructure sector », 2017, p:16, on: 20/05/2020, at: 12 :00, website:

<http://www.researchgate.net/publication/316763079> .

²Emne Balibek, « Establishing a legal framwork for sovereign Sukuk issuance a public debet management perspective », MFM Global practice, n: 18, 2017.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

	- صكوك الإجارة			
Rm 1,265 billion	- صكوك الإجارة. - صكوك الوكالة	كهرباء - النقل العام - ترقية الاتصالات	Berhad Energy TNB Northern	2013

المصدر: ohd Pisol Zainol, Sharifah Nural Azlin BT Syed Mohd Brakhor. « Sukuk as a means of project financing », CIFP, 28 August 2013, p: 14.

أشارت نتائج الجدول التالي إلى أن:

- خطة تطوير البنية التحتية في ماليزيا تدرج تحت خطة التحول الإقتصادي الحكومية (GTP) التي إنطلقت ضمن خطة التنمية العاشرة لسنة (2011 م – 2015 م)، إمتدادا لبرنامج المشاريع الكبرى، لسنة 2009؛

وقد نفذت (GTP) على ثلاث مراحل:

1. **GTP الأولى حتى 2012 م:** ركزت على البنية التحتية الأساسية (الطرق، خط مشروع Ampang LRT)، والتي كانت ناجحة رغم خفض الميزانية بـ 03 مليار RM؛
2. **GTP الثانية 2012 م:** عملت على تحسين النقل العام من خلال تنفيذ مشاريع النقل الحضري الداخلي، وترقيات الطاقة لشبكات KTMB، والاتصالات والكهرباء، وإدخال نموذج جديد لسيارات الأجرة في كوالالمبور، وادي كلانج؛
3. **GTP الثالثة:** المرحلة النهائية للتحول قبل سنة 2020 م، كان من المقرر إطلاقها في سنة 2015 م، عملت على دعم الأنشطة الأخرى التي ستؤدي إلى حصول ماليزيا على وضع الدولة المتقدمة المخطط لها من قبل الحكومة¹.

جدول رقم (25): تطور إصدار الصكوك في ماليزيا حسب القطاعات (1966 م – 2014 م)

النسبة %	كمية الصكوك	عدد الصكوك	القطاع
63.63	287.02	787	المؤسسات الحكومية
11.46	51.71	446	الخدمات المالية
6.66	30.08	441	الطاقة وإستخداماتها
6.22	38.06	352	المواصلات
3.91	17.68	489	المنشآت
2.09	9.43	108	الاتصالات
1.37	6.18	163	العقارات
0.97	3.94	41	التكتلات

¹ بالإعتمادا على:

Saadiah Mohamad, Omar Salah, Mafukhim Mokhtar, SharifahFaig56ah Syed Alim, « JEEIR, vol: 03, n°3, 2015, p: 04

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

0.81	3.67	99	الزراعة
0.80	3.62	88	النفط والغاز
0.72	3.26	56	الخدمات
0.34	1.55	74	الرعاية الصحية
0.29	1.35	53	الصناعات التحويلية
0.22	1.03	11	التعليم
0.17	0.78	23	السلع الغذائية والمشروبات
0.15	0.72	31	السلع الاستهلاكية
0.07	0.32	02	الترفيه والسياحة
0.05	0.24	08	التعدين والمعادن
0.04	0.22	20	تكنولوجيا المعلومات
0.03	0.18	18	التجزئة
100	451.03	3.310	المبلغ الإجمالي

المصدر: CIMB Islamic, « Malaysia Islamic Finance Report 2015, Main streaming Islamic Finance with in Global Financial System, 2016, p: 220.

يلاحظ من الجدول أعلاه، مدى مساهمة الصكوك الإسلامية المصدرة في ماليزيا في تعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل الإقتصاد الماليزي، خاصة بالنسبة لقطاع المؤسسات الحكومية بنسبة 63,63 %، يليه قطاع الخدمات المالية ثم قطاع الطاقة وإستخداماتها إلى قطاع المواصلات بنسب 11,46 %، 6,66 %، 6,22 % على التوالي، ثم تترتب باقي القطاعات كل حسب الأولوية المسطرة في خطة التنمية الماليزية التي ركزت على تنمية البنية التحتية، وإطلاق برنامج المشاريع الكبرى والعمل على تدعيم برنامج التحول الإقتصادي حتى نهاية سنة 2015 م.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

المطلب الأول: تطوّر إصدار الصكوك عالميا

أصبحت صناعة الصكوك الإسلامية حاليا عالمية، بعدما شهدت تطورا مطردا في الطلب عليها من طرف المستثمرين المسلمين وغير المسلمين، بحيث باتت الأداة التمويلية الأولى المفضلة التي جمعت بين الكفاءة الاقتصادية والمبادئ الشرعية معا، تحت إطار الحداثة التي تتميز بها، مما جعلها الاختيار الأول للمستثمرين للتداول فيها بيعا وشراءً.

والجدول الموالي يوضح تطور الصكوك العالمية من (1966 م – 2019 م).

جدول رقم (26): تطور الصكوك عالميا (1966 م – 2019 م)

2004		2003		2002		2001		2000		1999		1977		1966		السنوات	
حجم الصكوك																	
8.140		6.410		1.371		1.172		0.97		0.21		1.02		0.72		إجمالي الصكوك العالمية	
2013		2012		2011		2010		2009		2008		2007		2006		2005	
135.557		137.599		93.173		53.125		37.927		24.337		50.134		30.034		12.80	
2021		2020		2019		2018		2017		2016		2015		2014			
/		/		/		123.150		123.150		116.717		67.818		107.3			

المصدر:

- IIFM Sukukissuancedatabase (2001 - 2010), p: 07.

Website: www.iifm.net.

- mr.Ljlal Ahmed Alni and Other, « International Islamic Financial Market », IIFM Sukuk, Report, 8th, 2019, p: 21. Websit: www.ufm.net.

- Thomson Reuters, « Sukuk Perception and fore caststudy 2017, raised for growth, pp: 27 – 75.

Website: <http://form.thomsonsreuters.com/ifgbusisess>.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أنّ:

- حجم إصدار الصكوك العالمية لم تتجاوز 9 مليارات رنجيت ماليزي خلال الفترة (1966 م – 2004 م)؛
- من 2005 م إلى 2007 م، نلاحظ أنّ سوق الصكوك الإسلامية شهد بداية رواج ملحوظ، تطور من 12,8 مليار رنجيت ماليزي إلى 50 مليار رنجيت ماليزي؛
- سنة 2008 م، حققت صناعة الصكوك الإسلامية تراجع إلى أكثر من النصف بـ 24 مليار رنجيت ماليزي؛
- من 2009 م إلى 2013 م، إنتعشت من جديد سوق الأوراق المالية لتحقيق أعلى حجم إصدار سنة 2012 م بـ ما يقارب 140 مليار رنجيت ماليزي؛

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- من 2014 م إلى 2021 م، استمرت الصكوك الإسلامية تحقق معدلات إصدار مرتفعة على العموم. ويرجع تفسير ذلك إلى النقاط التالية:
- الإرتفاع التدريجي في حجم الصكوك، المصدرة عالميا حتى سنة 2007 م، يعود إلى أنّ الشركات الخاصة هي المساهم الأكبر في إصدار الصكوك، نظرا لسياسة تشجيع الخوصصة في ماليزيا باعتبارها المصدر الأكبر للصكوك عالميا، وأيضا بالنسبة لدول الخليج على اعتبار أنّها من أكبر الإقتصاديات المنفتحة على الإستثمار الأجنبي المباشر والمشجعة على الإستثمار المحلي بالتوازي؛
- سنة 2007 م، شهدت قفزة جد معتبرة في إصدار الصكوك بما يقارب 175 % مقارنة بالسنة التي سبقتها، ويعود ذلك للأسباب التالية:
 - إرتفاع أسعار النفط وازدياد معدلات النمو الإقتصادي السريع للدول العربية المصدرة للنفط عموما، ودول مجلس التعاون الخليجي (البحرين، الكويت، عمان، قطر، المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة)، خصوصا؛
 - إنخفاض الدولار الأمريكي إلى أدنى مستوياته؛
 - سياسة تدعيم القطاع الخاص ساهمت في نمو سوق رأس المال من خلال ظهور شركات ناشئة جديدة في السوق.
- سنة 2008 م، والتي تعد سنة الانحراف في سير صناعة الصكوك الإسلامية، بسبب أزمة الرهن العقاري المالية العالمية، بعد أن انخفضت عائدات صادرات النفط من بلدان الخليج العربي خاصة، بحيث أقفلت الإيداعات المصرفية لهذه الدول بما فيها ماليزيا أكبر مصدر للصكوك والتي انخفضت بما يقارب 35,46 % على السنة التي سبقتها إلا أنّ هذا الانخفاض إذا قورنت بنظيرتها التقليدية (السندات)، يعد طفيفا لعدم ارتباطها بأسر الفائدة؛

جدول رقم (27): حجم إصدار الصكوك العالمية بحسب المصدر سنة 2008 م

النسبة المئوية	الجهة المصدرة
86 %	الشركات
7,5 %	الحكومات
6,10 %	المؤسسات المالية

المصدر: Sukuk market continues growth despite gloomy market conditions, « Report of S & p: 8.

Website: www.standardpoor.com.

- من 2009 م – 2011 م، تميزت هذه الفترة بنمو مطروق في الصكوك المصدرة، بنسبة 115 %، 210 %، 400 %، على سنة الأساس 2008 م، رغم:
 - الاضطرابات السياسية والاجتماعية في بعض دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؛

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- قيام البنك الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي بالخفض التدريجي لبرنامج الخصاص بالتسهيل الكمي، الذي يؤثر على إصدار الصكوك من خلال التحوّل الإصدار بالعملة المحلية بدلا من الإصدار المقوم بالدولار الأمريكي.
- سنة 2012 م، إستمرار تزايد حجم الصكوك المصدرة بحيث أصدرت مجموعة من دول مجلس التعاون الخليجي صكوك بقيمة 7,9 مليار دولار؛
- سنة 2013 م¹، تمّ إصدار الصكوك لتعزيز معدلات رؤوس أموالها، فمثلا، قام مصرف دبي الإسلامي بإصدار أوراق مالية دائمة من المستوى 01 بقيمة 01 مليار دولار أمريكي في مارس بينما أصدر البنك السعودي البريطاني سندات ثانوية من المستوى 02 بقيمة 04 مليارات ريال سعودي (1,1 مليار دولار أمريكي) في شهر نوفمبر 2013 م؛
- سنة 2014 م، إنخفضت نسبة الصكوك المصدرة بنسبة 28 % على السنة التي سبقتها، إلا أنها تبقى مرتفعة على العموم، ويعود ذلك إلى التغييرات التالية:
 - تلبية الطلب الكبير على الإنفاق على البنية التحتية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي؛
 - القوانين الداعمة في الإمارات العربية المتحدة وإستخدام الصكوك لمعاملات إعادة شراء مع البنك المركزي لدول غرب إفريقيا؛
 - الإصدار السيادي الذي يمكن أن يكون له دور في المساعدة على تطوير أسواق الصكوك في دول إفريقيا التي تتطلع لتمويل النمو وتنويع التمويل المالي؛
 - إصدار صكوك إدارة سيولة قصيرة الأجل في شهر مارس من قبل مصرف البحرين المركزي؛
 - إستمرار تقليص التحضير النقدي من قبل مجلس الإحتياطي الفيدرالي الأمريكي، أدى إلى إرتفاع تكاليف التمويل لمصدري السندات والصكوك لاسيما في الأوراق الناشئة؛
 - أصبحت بريطانيا أول دولة خارج العالم الإسلامي، تصدر صكوك ذات سيادة، حيث أصدرت الحكومة صكوكا إسلامية تقدر بحوالي 200 مليون جنيه إسترليني إستحققت في 22 جويلية 2019 م.
- سنة 2015 م، إنخفضت نسبة الإصدار بـ 40 % على سنة 2014 م، وذلك بسبب:
 - تراجع أسعار النفط أدى إلى إنخفاض معتدل في الإنفاق الحكومي المتكرر، والإنفاق على مشاريع البنية التحتية في كل من ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي؛
 - تأثير سياسات الو.م. أ والمصرف المركزي الأوروبي، وتعقيدات إصدار الصكوك؛

¹ بعد أداء متأرجح في العام 2013، سوق الصكوك العالمي يبدو واعدا في عام 2014، بتاريخ إطلاع: 2020/05/27، على الساعة: 14:36، الرابط الإلكتروني: www.standardandpoor.com.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

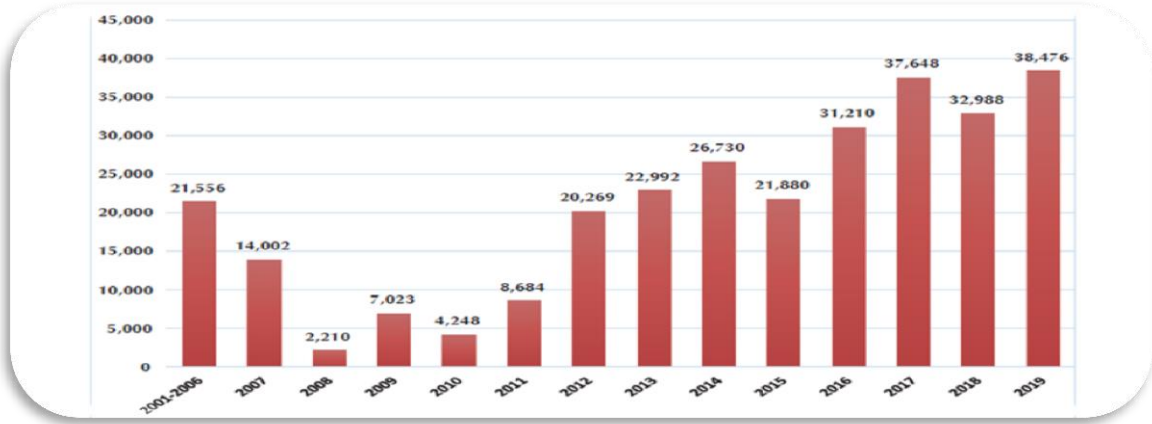
- قرار البنك المركزي في ماليزيا في تخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات مالية لإدارة السيولة من أجل تغطية عجز البنك، بما في ذلك البنوك الإسلامية.
- سنة 2016 م، بناءً على تقرير لسنة (2016 م) Standard andpoor، هناك ثلاثة عوامل رئيسية ستحدد شكل أداء سوق الصكوك لسنة 2016 م، تتمثل في:
 - تطورات السياسة النقدية في الو. م. أ (العامل 01)؛
 - تطورات السياسة النقدية في أوروبا (العامل 02)؛
 - انخفاض أسعار النفط ومحاولة رفع الحاصر على إيران (العامل 03)؛
 - فقد يؤدي العاملين (1) و(2) إلى إستنزاف السيولة من الأسواق العالمية والمحلية؛ أما انخفاض إحتياجات التمويل في الإصدارات التقليدية والإسلامية.
- إلا أنه وحسب إحصائيات (2017) Thomsson Reuters، فإنه حجم الصكوك المصدرة على عكس التوقعات، ارتفع بنسبة ما يقارب الـ 150 % عن ما تم إصداره سنة 2015 م؛
- سنة 2017 م، شهدت إستمرارية في الإصدار وهذا راجع إلى العوامل التالية:
 - إنطلقت الصكوك الإسلامية من إمارة دبي، باعتبارها الإصدار الأكبر على مستوى العالم، حيث طرح حوالي 4,25 مليار دولار سنة 2017 م؛
 - تطور إصدار الصكوك الخضراء عالمياً؛
- سنة 2018 م، يرجع الثبات النسبي في إصدارات الصكوك لسنة 2018 م بشكل رئيسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا، وبعض السلطات القضائية الأخرى، بينما تستمر ماليزيا في السيطرة على سوق الصكوك على الرغم من زيادة حصة دول مثل: إندونيسيا والإمارات والسعودية وإلى حد ما تركيا؛
- إنتهاء معركة Dana GasSukuk، بعد دفع الشركة 235 مليون دولار أمريكي على الإسترداد ودفعات الأرباح ورسوم المشاركة المبكرة؛
- تمّ تخفيض الصكوك الصادرة على أساس الإجارة إلى 530 مليون دولار أمريكي لمدة ثلاث سنوات، تستحق في أكتوبر 2020 م، بمعدل ربح 4 % سنوياً؛
- بلغ إجمالي إصدارات الصكوك الدولية 32,98 مليار دولار أمريكي سنة 2018 م، وهو ما يترجم إلى انخفاض قدره 4,66 مليار دولار أمريكي عن مستوى سنة 2017 م، وفيما يلي بعض الإنجازات التي تحققت في سوق الصكوك الدولية لسنة 2018 م:
 - أ. بنك الريان، المملكة المتحدة، صكوك هجرة مضمونه بقيمة 250 مليون جنيه إسترليني؛
 - ب. مصرف أبو ضبي الإسلامي 750 مليون دولار صكوك دائمة؛
 - ج. الشركة السعودية للكهرباء 02 مليار دولار صكوك الإجارة؛

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

د. وزارة المالية التركية 622 مليون يورو صكوك الإجارة؛
و. إصدار حكومة إندونيسيا بقيمة 03 مليارات دولار أمريكي من صكوك الوكالة.
والشكل الموالي يوضح أهم الإصدارات الدولية للصكوك.

شكل رقم (53): إجمالي الإصدارات الدولية للصكوك (2001 م – 2019 م)

ALL TENORS, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS



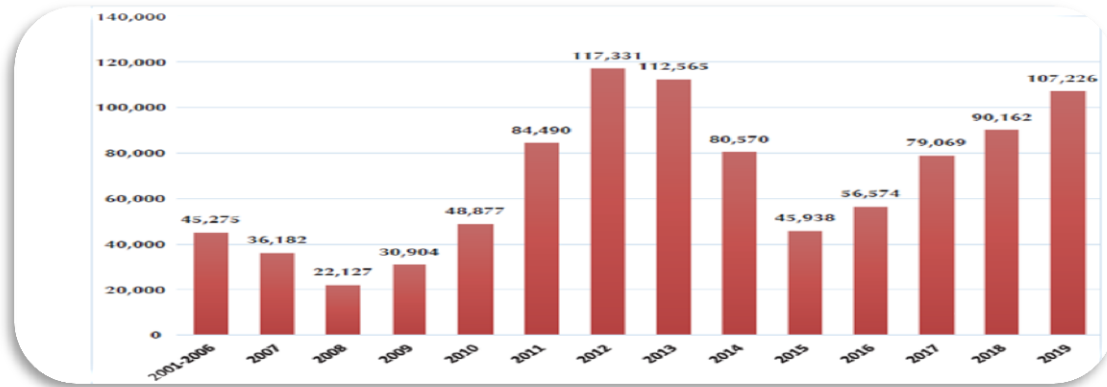
IIFM SUKUK REPORT 2020, 9th EDITION,P: 31.

المصدر:

ولمزيد من التفصيل حول أهم إصدارات الصكوك بأنواعها المختلفة من (2001 م – 2018 م)، سيتم
الإستعانة بالأشكال التالية:

شكل رقم (54): إجمالي الصكوك المحلية المصدرة (2001 م – 2019 م)

ALL TENORS, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS



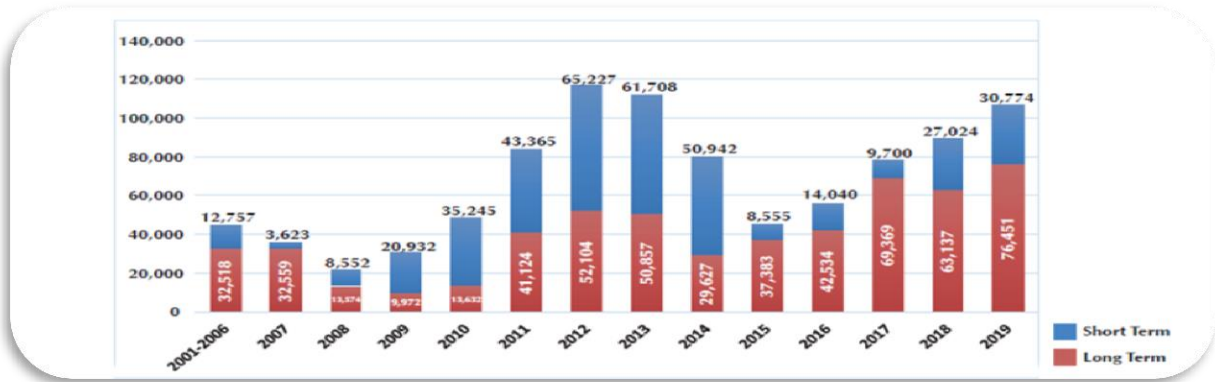
IBID,P :33.

المصدر:

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

شكل رقم (55): سوق الصكوك قصيرة المدى (2001 م – 2018 م)

ALL TEN



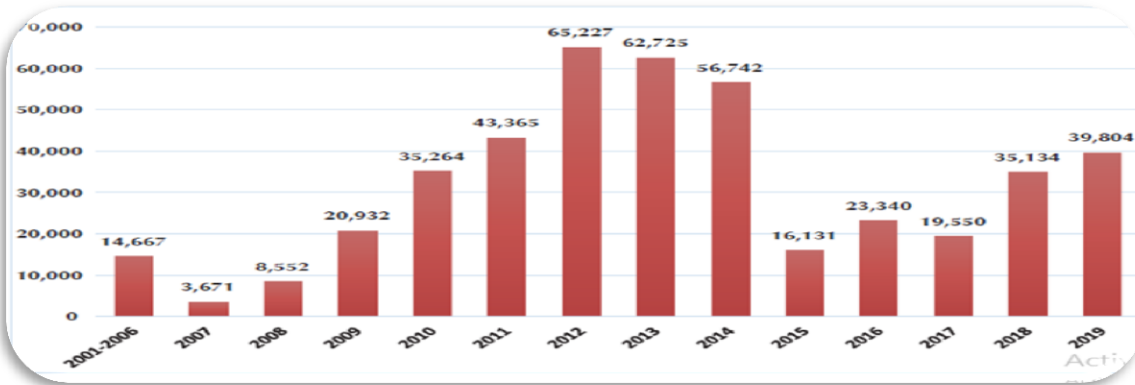
ORS, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS

IBID,P :34.

المصدر:

شكل رقم (56): تطور سوق الصكوك الدولية قصيرة وطويلة المدى
(جانفي 2001 م- ديسمبر 2019 م)

ALL TENORS, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS

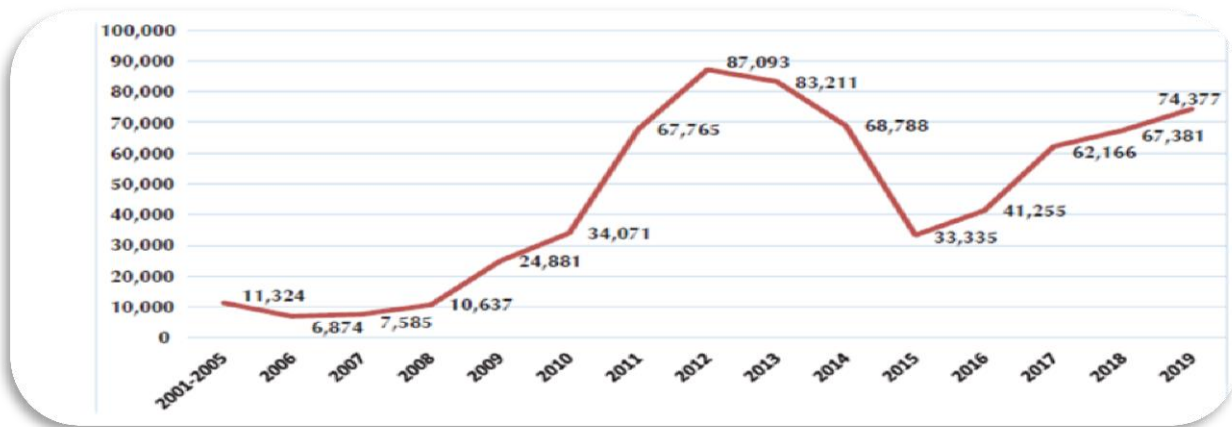


IBID,P :35.

المصدر:

شكل رقم (57): إجمالي إصدارات الصكوك السيادية (2001 م- 2019 م)

ALL TENOR, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS



IBID,P: 43.

المصدر:

شكل رقم (58): إجمالي إصدارات صكوك الشركات (2001 م – 2019 م)

ALL TENOR, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS



IBID, P: 44.

المصدر:

شكل رقم (59): إجمالي إصدارات الصكوك شبه السيادية (2001 م – 2019 م)

ALL TENOR, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS

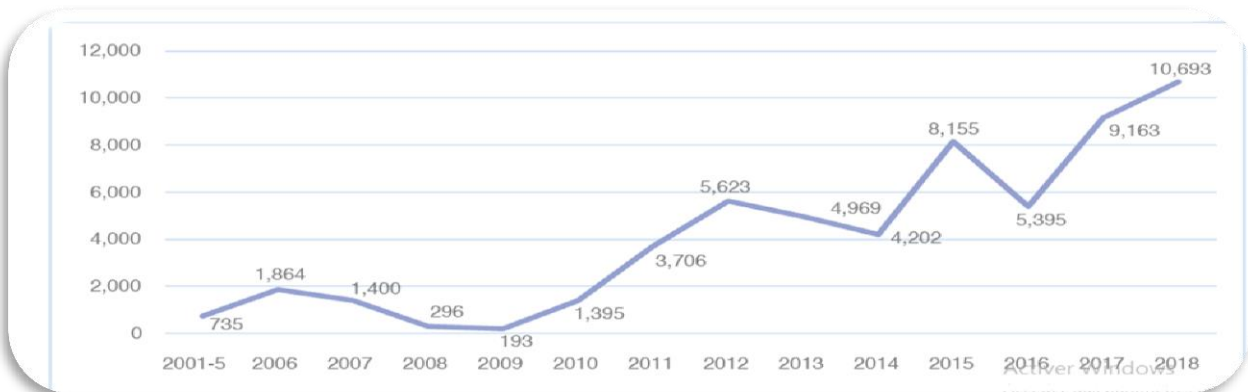


IBID, P: 46.

المصدر:

شكل رقم (60): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية للبنك (2001 م – 2018 م)

ALL TENOR, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS



IIFM SUKUK REPORT 2019, 8th EDITION,P: 34.

المصدر:

بناء على الأشكال السابقة نجد أن:

شكل رقم: (57)

إنّ الإتجاه في الإصدارات السيادية العالمية أمر مشجع، بمعنى أنه يظهر أنّ سوق الصكوك لديها قاعدة قوية لا تتزعزع في مواجهة الصدمات الإقتصادية، ومع ذلك فإن الإصدارات في قطاع الشركات يتابع الدورة الإقتصادية، فيرتفع في ظروف إقتصادية جيدة، ويظهر ذلك خلال الفترة الممتدة من حتى نهاية 2014 م، أين حقق تراجع بنسبة 20 % من نسبة الأساس 2012 م.

والجدير بالملاحظة أنّ إصدار الصكوك السيادية عالميا لم يتأثر بالأزمة المالية العالمية 2008 م. ومن 2014 م حتى 2015 م إستمرت الإصدارات السيادية في التراجع، وهذا راجع إلى التباطؤ الإقتصادي الذي شهدته الفترة، إضافة إلى القرارات المجحفة من طرف الهيئات الدولية. ومن 2015 م إلى 2018 م إنتعش سوق الصكوك السيادية من جديد رغم المعثرات الإقتصادية التي مست العالم آنذاك، والتي على رأسها أزمة النفط العالمية.

شكل رقم: (58)

كما هو موضح في الشكل السابق، بلغت إصدارات الشركات ذروتها في عامي 2007 م و 2013 م، وتراجعت بنسبة 30 % و 40 % تقريبا في سنتي 2008 و 2014 على التوالي، بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، وانخفاض مستوى الإنفاق على مشاريع التنمية، ويرجع السبب في الانتعاش البطيء لإصدار الصكوك للشركات (باستثناء ماليزيا)، وهو حكم القانون والتفضيلات الهيكلية وغيرها من القضايا في مختلف دول منظمة التعاون الإسلامي، بما في ذلك دول مجلس التعاون الخليجي، وعليه يجب معالجة هذا الجانب من قبل جميع أصحاب المصلحة بما في ذلك المنظمات الإسلامية لوضع وتوحيد المعايير بشكل خاص IIFM و AADIFI و IFSB.

شكل رقم: (59)

جاءت القضايا شبه السيادية بين عامي 2003 م و 2011 م بشكل رئيسي من وزارة المالية للحكومة الماليزية الخزينة الوطنية، والبنك الإسلامي للتنمية السعودي (ISDB)، منذ ذلك الحين أصدرت مختلف السلطات القضائية صكوك شبه سيادية بما في ذلك ماليزيا، شركة الكهرباء السعودية، موانئ دبي العالمية أرامكو السعودية، تيناجا ناشيونال بيرهاد، شركة البترول والتعدين العربية السعودية... إلخ. يتصدّر البنك الإسلامي للتنمية حزمة المصدرين المتعددين، بينما يتصدر البنك الدولي، مؤسسة التمويل الإفريقية، الخزينة الوطنية... إلخ، أصدرت صكوكا لتمويل أنشطتها بينما مركز السيولة الإسلامية العالمية الماليزية هي مصدر منتظم ووحيد للصكوك الدولية قصيرة الأجل.

من المثير للإهتمام أن نلاحظ أنّه في كل من أسواق الصكوك الدولية والمحلية، مزيج من الصكوك السيادية وشبه السيادية، وقد اتبعت الجهات المصدرة السيادية وشبه السيادية والشركات والمؤسسات

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

المالية المستقلة نمطا ثانيا بالرغم من ذلك في سنة 2018 م، رغم أنّ حصة الصكوك شبه السيادية إنخفضت بنحو 4,248 مليار دولار أمريكي مقارنة بسنة 2017 م.

شكل رقم: (60)

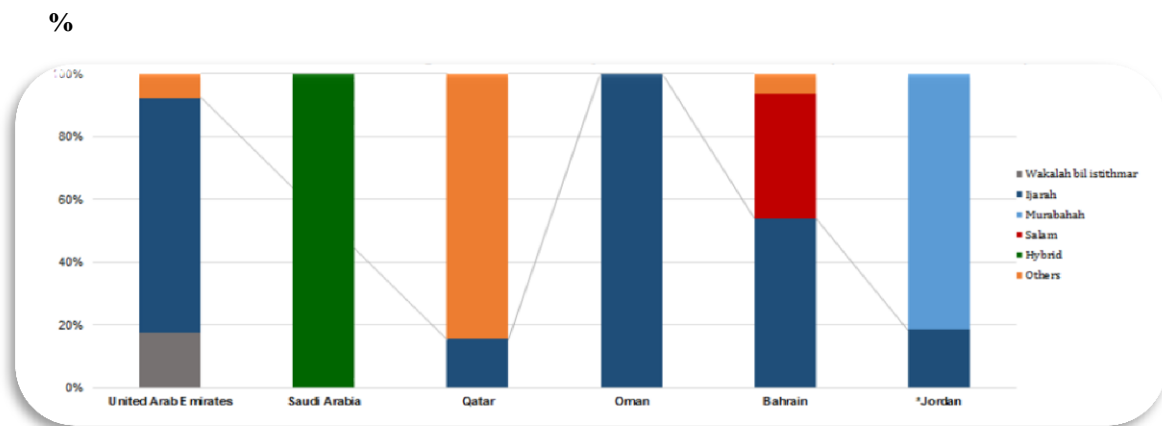
المؤسسات المالية FL3 هي جهات نشطة في إصدار الصكوك منذ المنشأة، وكانت الإصدارات مبدئيا على أساس معدل الربح العائم الذي يتناسب مع إدارة الميزانية العمومية للمؤسسات المالية، ومع ذلك بدءاً من 2010 م أصبحت المؤسسات المالية أكثر نشاطا للصكوك، ليس فقط من أجل إدارة السيولة، ولكن أيضا لتلبية متطلبات لجنة بازل لكفاية رأس المال، بإصدار صكوك من المستوى الأول وصكوك من المستوى الثاني عدد من المؤسسات المالية في معظم الدول¹.

المطلب الثاني: تجارب دولية في إصدار الصكوك الإسلامية

أولا: تجربة الدول العربية

تمّ إصدار الصكوك في الدول العربية في الغالب من قبل دول مجلس التعاون الخليجي (المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة والبحرين وقطر والكويت وعمان)، كما نجحت دول عربية أخرى مثل الأردن في تعزيز إصدار الصكوك، وتجدر الإشارة إلى أنّ عقود الإجارة تشكل جزءا كبيرا من إصدارات الصكوك من قبل الجهات السيادية، كما أنّه بمعايير الشريعة الصادرة عن هيئة AOOIFI لها تأثير كبير على نوع مبادئ الشريعة المستخدمة في إصدار الصكوك في الدول العربية؛ بحيث تشترط بأنّ أي تداول للصكوك يجب أن يكون مدعوما بملكية الأصول الملموسة أو حق الانتفاع والخدمات أو مزيج من الأصول الملموسة وغير الملموسة إلى تفضيل واضح للإجارة، ومع ذلك فإنّ الحاجة إلى تأمين الموجودات غير المرهونة المتاحة قد دفعت القرار التجاري من قبل الحكومات والشركات لتبني عقود الوكالة، والتي تشمل على مزيج من مديّنات المرابحة وأصول الإجارة².

شكل رقم (61): تطور إصدارات الصكوك السيادية (جانفي 2001 م- ديسمبر 2018 م)



COMEC, IBID, P: 45.

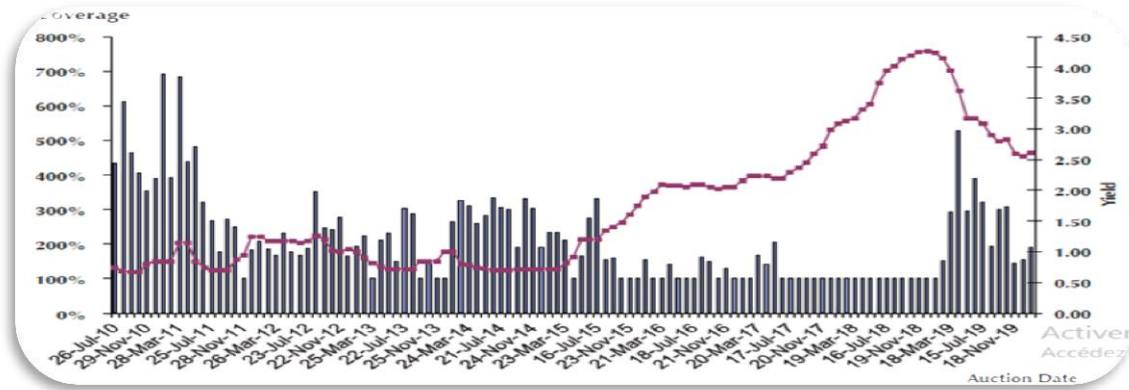
المصدر:

¹ IIFM, Sukuk Report, 2019, pp: 32 – 34.

² COMCEC, The role of sukuk in islamic capital markets, 2018, p: 44.

شكل رقم (1-61): تطور إصدارات صكوك السلم في البحرين (2010 م- نوفمبر 2019 م).

%

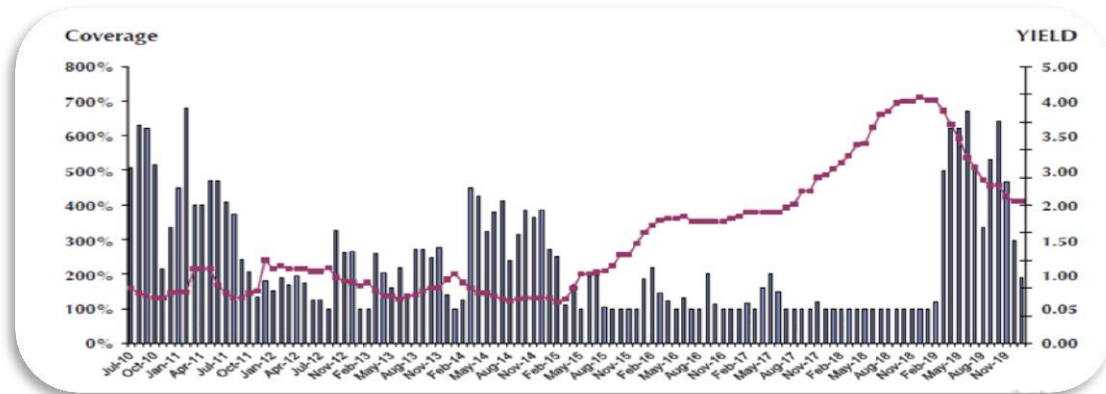


IIFM 2020 , P: 150.

المصدر:

شكل رقم (2-61): تطور إصدارات صكوك الإجارة في البحرين (2010 م- نوفمبر 2019 م).

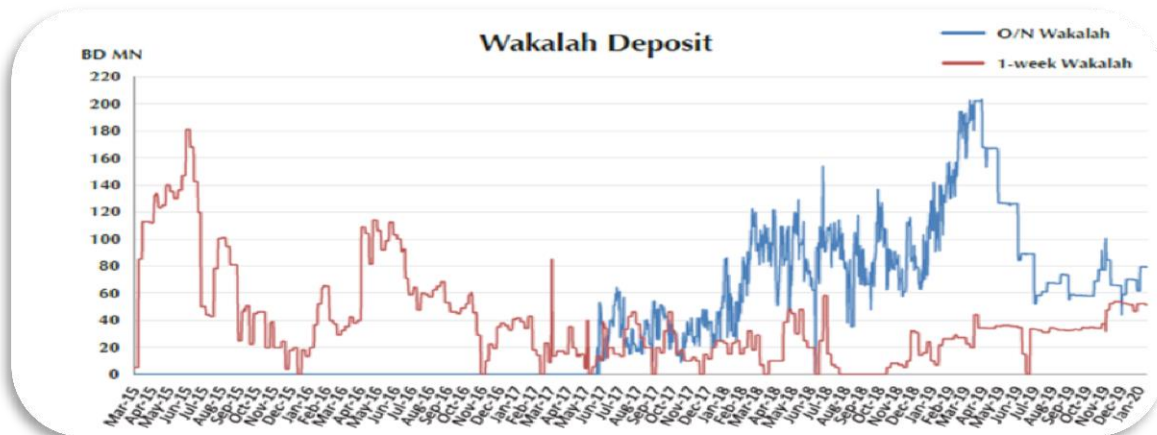
%



IIFM 2020 , p: 151.

المصدر:

شكل رقم (3-61): تطور إصدارات صكوك الوكالة في البحرين



IIFM 2020 , P: 155.

المصدر:

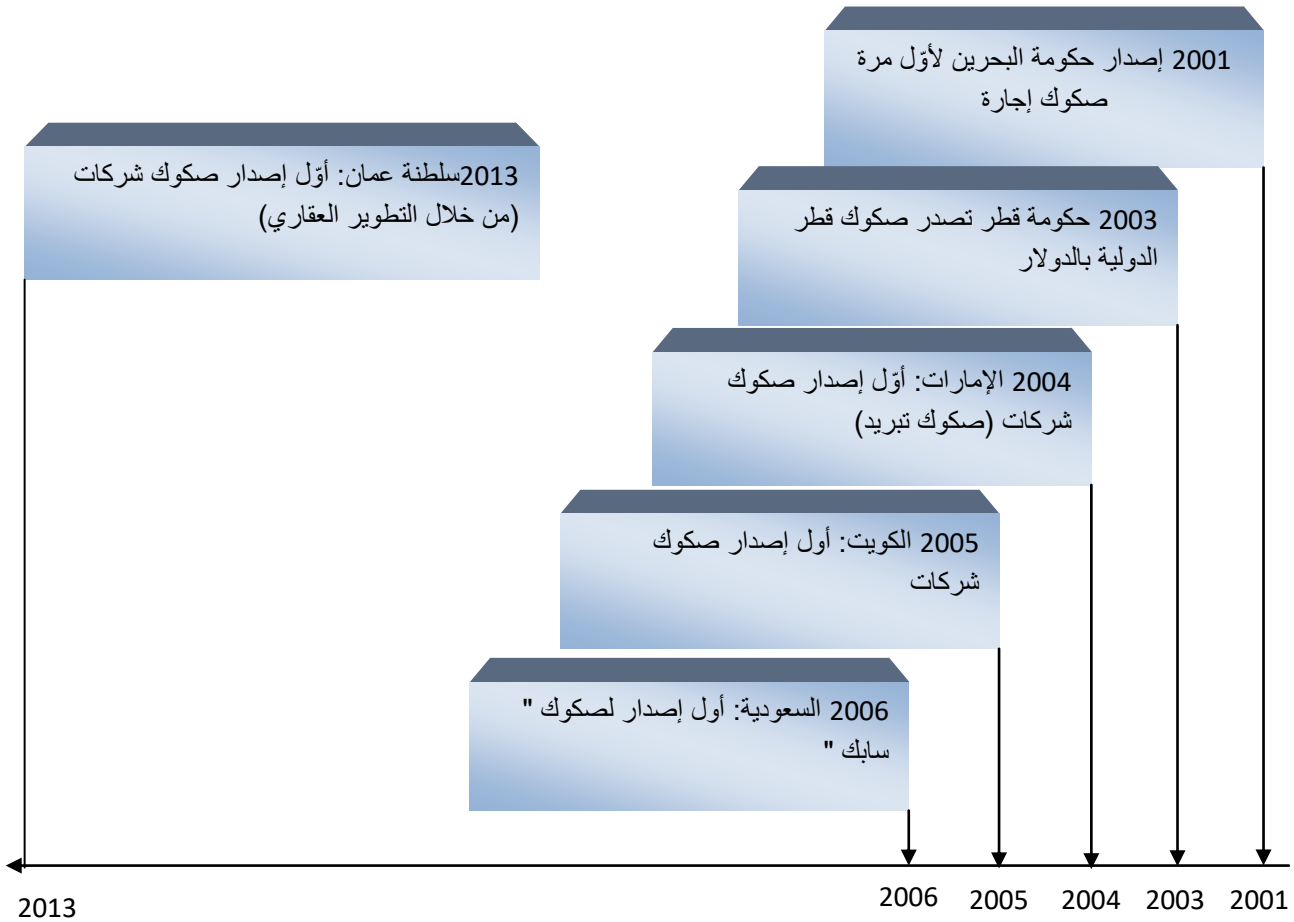
الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

نلاحظ من الأشكال السابقة أن إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون لدول الخليج والأردن تنوع الصكوك السيادية وشبه السيادية وصكوك الشركات وشبه الحكومية، والتي تتنوع بدورها على مختلف العقود الشرعية، المتمثلة في (الوكالة، الإجارة، المضاربة، المرابحة، المشاركة، الهجينة والمختلفة). وتكمن أهمية الصكوك بالنسبة للدول العربية في:

- تمويل الموازنة العامة للدولة؛
- تمويل المشروعات الحكومية والعمل على تعزيز النمو والتشارك الإقتصادي بين القطاعين الإقتصادي الحكومي والخاص مثلا: زيادة أنشطة البناء والتصنيع وخلق مناصب شغل، والمشاركة في مشاريع البنية التحتية للنقل في السعودية؛
- إدارة السيولة.

ومن أهم القطاعات الممولة من طرف الصكوك في الدول العربية، ما جاء في الشكل رقم: (60) والمتمثلة في شركة الطيران، البنوك، مالية، عقارات، الخدمات، (الاتصالات، المواد الكيميائية والبتترول والغاز). والشكل الموالي يمثل المخطط الزمني لإصدارات الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي.

شكل رقم (62): المخطط الزمني لإصدارات الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسلطنة عمان



المصدر: Ahmed Alnaggar, Anwar Hasan Abdullah, « Legal and shari'agovernanceram work for sukuk issuance in the Kingdom of Saudi Arabia – A comparative Analytical study, 2019, p: 379.

Website: <http://www.researchgate.net>.

وتجدر الإشارة أنّ المملكة العربية السعودية تحتل المركز الثاني عالميا بعد دولة ماليزيا، والأولى عربيا من حيث قيمة إصدارات الصكوك، بإجمالي إصدارات قدرها 117,8 مليار دولار (2001 - 2018)، مقسمين إلى 47,3 مليار دولار صكوك دولية، وما يعادل 70,5 مليار دولار صكوك محليا¹. وفي دراسة لـ: Arafat Mansour & Ahmed Khelmy بعنوان:

« The role of politicalrisk and financial development factors on sukuk market development of Gulf Cooperations Concil (GCC) countries » تمّ استخدام القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي كوكيل لتطوير سوق الصكوك، مع إنشاء دولة عمان على اعتبار أنّها حديثة إصدار الصكوك.

¹ IIFM Annual Sukuk Report, July 2019, Ibid, pp: 42 – 45.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

ويمكن توضيح أهم نتائج البحث في الجدول التالي:

جدول رقم (28): الإحصائيات الوصفية لتنمية سوق الصكوك حسب دول مجلس التعاون الخليجي (2001 م – 2016 م)

Country	N	Min	Max	Mean	Standard deviation
Saudi Arabia	16	00	0137364	0038345	0039324
United Arab Emirates	16	00	008851	0016253	0083509
Bahrain	16	027306	1761255	0917529	0449971
Qatar	16	00	0540362	0078257	0134053
Kuwait	16	00	031756	0036019	0023473
All countries	80	00	1761255	0217281	0410029

المصدر: Arafat Mansour & Ahmed Khelmy, « The role of political risk and financial development factors on sukuk market development of Gulf Cooperations Concil (GCC) countries », Asian Journal of Finance and Accounting, vol: 10, n°: 01, 2018, p: 248.

خلصت الدراسات السابقة إلى أن:

- الإمارات العربية المتحدة حققت أدنى مستوى من تطور سوق الصكوك وهو أقل من 1 % تقريبا مع إنحراف معياري 0,008، ويتراوح معدل الإصدار من 0 لا يوجد إصدار نهائيا و0,89 %؛
- بينما البحرين لديها أعلى مستوى من تطور سوق الصكوك والذي يبلغ حوالي 9,17 % مع إنحراف معياري يقدر بنسبة 0,049، يتراوح بين 2,73 % بحد أدنى و1,76 % كحد أقصى من الناتج المحلي الإجمالي؛
- الحجم الإجمالي بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي لكل من الكويت والمملكة العربية السعودية حد متقارب لا يتعدى 1 % أي (0,36 و0,38) % على التوالي؛
- وأخيرا، حققت قطر خلال الفترة المدروسة انحراف معياري يقدر 1,34 %، ونسبة تطور تتراوح ما بين 0 % و 5,4 %.

ومن الجدول السابق نلاحظ أن إجمالي متوسط تطور سوق الصكوك لمجلس التعاون الخليجي، صغيرا جدا بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي والذي بلغ 2,17 فقط بحد أقصى للقيمة بـ 17,6 %، وهي النسبة التي حققت في دولة البحرين، وعليه فإن سوق الصكوك لمجلس التعاون في دول الخليج لا يزال سوق جد ناشئة لم تلمس حتى مستوى العتبة التي تؤهله لتحقيق النمو الإقتصادي.

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

جدول رقم (29): تطور عدد الصكوك المصدرة محليا ودوليا في الدول العربية (2001 م – 2016 م)

الدول	عدد الصكوك المصدرة		الحجم (USD million)		النسبة المئوية	
البحرين	101	265	9,310	14,748	19,3	8,5
الأردن	–	03	–	272	0,4	–
الكويت	15	01	2,577	332	0,4	2,4
عمان	02	03	582	825	1,2	0,5
قطر	12	16	10,185	14,416	18,9	9,3
العربية السعودية	43	52	26,305	37,179	48,7	24,1
UAE	90	14	60,244	8,251	10,8	55,2
اليمن	–	02	–	253	0,30	–
الإجمالي	263	356	109,203	76,276	100	100

. Comcec, Ibid, p: 55

المصدر:

ثانيا: تجربة الدول الأجنبية في إصدار الصكوك

ويطلق عليها مصطلح Nan-oiccountries، وهي الدول غير الأعضاء في منظمة المؤتمر الإسلامي، ففي سنة 2014 م، أصبحت المملكة المتحدة أول دولة من الدول الأجنبية تنقر على سوق الصكوك، ومنذ ذلك الحين انضمت دول أخرى من خارج منظمة المؤتمر الإسلامي (مثل فرنسا ولوكسمبورج)، بعد إجراء تعديلات تتعلق بالضرائب لدعم إصدار الصكوك، ويمكن القول بأن الأساس المنطقي لهذه الصكوك المصدرة هو توفير الوساطة المالية، وتقديم الدعم لصناعة الخدمات المالية الإسلامية كنشاط مكمل لمواقفهم الحالية كمحاور دولية في مناطق إختصاصهم.

وللسماح للحكومات الأجنبية بإصدار الصكوك كان لا بد من إجراء تغييرات على الأطر الضريبية والقانونية لهذه الدول، مثلا:

- تمّ إزالة قانون المالية البريطاني لسنة 2009 م، الذي حصل على الموافقة الملكية في 21 يوليو 2009 م؛
- كانت الحواجز الضريبية التي جعلت للمنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أقل كفاءة في الضرائب من نظيرتها التقليدية؛

الفصل الثالث: تجارب دولية في إصدار الصكوك

- توفير الفترة على السّماح بالتعديلات المستقبلية دون الحاجة بالضرورة إلى تشريع أولي، أي أنها جعلت القوانين والتشريعات التنظيمية الخاصة بالمنتجات المالية الإسلامية والتي على رأسها الصكوك مرنة في معاملات التعديل والتنقيح المتجددة؛
 - ونفس الإجراءات تمّ اعتمادها في كل من فرنسا، لوكسمبورج، سنغافورة، وعلى الرغم من أنّ هذه الدول بذلت جهود كبيرة لتطوير البنية التحتية اللازمة، إلا أنّها لم تتطور بالشكل المرغوب فيه.
- جدول رقم (30): عدد الصكوك المحلية والدولية المصدرة في الدول غير الأعضاء في منظمة المؤتمر

الإسلامي (2001 م – 2016 م)

النسبة المئوية		الحجم (USD million)		عدد الصكوك المصدرة		الدول
دوليا	محليا	دوليا	محليا	دوليا	محليا	
-	0,0	-	01	-	01	فرنسا
100	2,8	123	83	01	02	ألمانيا
-	9,0	-	280	-	03	لوكسمبورج
-	44,1	-	1,368	-	09	UK
-	44,1	-	1,367	-	05	US

Ibid, p: 61.

المصدر:

المبحث الرابع: دراسة تحليلية إستشرافية لصياغة قانونية للصكوك الإسلامية في الجزائر

رغم الحاجة الماسة والملحة للصكوك الإسلامية من أجل عملية التمويل وتقليل العجز في الموازنة العامة للدولة، الذي يزداد بحدة جراء تعاقب العديد من الأزمات خاصة أزمة النفط 2014، إلا أن الجزائر تعتبر من الدول العربية والإسلامية التي لم تفتح الباب على هذه التقنية إلا إلى زمن جد قريب؛ بسبب رفض بعض الجهات غير المبرر لهذه الصناعة.

وتعد تجربة الصكوك الإسلامية في الجزائر جد فنية ضمن دائرة الصناعة المالية الإسلامية، من حيث الإصدار والتداول، ولعل المكانة التي حققتها الصكوك الإسلامية كأداة تمويل ممتازة على كافة الأصعدة_ في عدة دول والتي على رأسها ماليزيا دونما الإنقاص من الدور الفعال الذي لعبته دول مجلس الخليج العربي في تطوير هذه التقنية_ جعلت الجزائر تفكر في خوض هذه التجربة وفتح المجال بالتدريج لها من أجل المساهمة في الرفع من مستوى السيولة من جهة، ودعم البنية التحتية للاقتصاد في خطة التنمية الإقتصادية في الجزائر من جهة ثانية، والتي يمكن أن تحل محل الإنفاق الحكومي وتعمل على تخفيف الضغط على الخزينة العمومية.

ولقد تم تقسيم المبحث الرابع إلى المطالب:

- واقع الصيرفة الإسلامية في الجزائر؛
- عوائق إدماج الصكوك الإسلامية في السوق المالي في الجزائر؛
- متطلبات تفعيل الصكوك الإسلامية في الجزائر.

المطلب الأول: واقع الصيرفة الإسلامية في الجزائر

على الرغم من الأهمية الكبيرة للصكوك الإسلامية، إلا أن الجزائر إلى زمن قريب لم تسمح بخوض هذه التجربة بالشكل المتوقع منها، فهي لا تزال تخطوا نحوها بخطى تكاد تكون متباطئة، ما بين تعقيدات القوانين والتشريعات من جهة، وغياب الهيئات الشرعية المتخصصة من جهة ثانية.

أولاً: نبذة عن إنفتاح الجزائر على الصيرفة الإسلامية

كشفت دراسة عن مقالة مؤرخة في 1928 م، تدعو إلى إنشاء بنك إسلامي في الجزائر يعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، أين تم إعداد قانونه الأساسي وجمع رأسماله من طرف كبار رجال أعمال مدينة الجزائر المسلمين، وتم اقتراح إسم البنك الإسلامي الجزائري له، إلا أنه قد تم إجهاضه من طرف قوات الاحتلال الفرنسية¹.

وتعود المبادرة الثانية لفتح المجال للصيرفة الإسلامية إلى قانون النقد والقرض 90-10، الذي فتح المجال للقطاع الخاص والأجنبي لإنشاء البنوك ومنها البنوك الإسلامية، الذي لم ينعكس على حجم هذا النشاط، حيث لم يتم اعتماد سوى بنكين إسلاميين آخرهما حصل على الاعتماد سنة 2008 م²، ويتعلق الأمر بكل من بنك البركة الجزائري، وهو أول بنك برأس مال مختلط (عام وخاص)، تم إنشاؤه بتاريخ 20 ماي 1991 م برأس مال 500 000 000 دج، الذي بدأ بمزاولة نشاطه بصفة فعلية خلال شهر سبتمبر 1991 م، أما فيما يخص المساهمين، فهناك بنك Badr (بنك الفلاحة و التنمية الريفية)، بنسبة 44% ومجموعة البركة المصرفية (البحرين) بنسبة 56% في إطار قانون رقم: 03-11 المؤرخ في 26 سبتمبر 2003 م، والذي له الحق في مزاولة جميع العمليات المصرفية من تمويلات وإستثمارات، وذلك موافقة مع مبادئ أحكام الشريعة الإسلامية، ليتم بعد ذلك بسنوات إنشاء بنك جديد في هذا المجال وهو "مصرف السلام الجزائري"، الذي باشر أعماله حديثاً من خلال تقديم مجموعة من الخدمات المالية وفقاً بما تقتضيه الشريعة الإسلامية، ليكون بذلك ثاني مصرف إسلامي يدخل السوق المصرفية الجزائرية، ويقدر رأسماله عند افتتاحه بتاريخ 20 أكتوبر 2008 م بـ 72 مليار دينار جزائري، أي ما يعادل 100 مليون دولار ليصبح عندها أكبر المصارف الخاصة العاملة بالجزائر، في حين لم يقم بنك الجزائر باعتماد بنوك إسلامية أخرى رغم الطلبات التي تم إيداعها منذ سنوات.

إضافة إلى ذلك، سمحت السلطات الرقابية الجزائرية لبعض البنوك التقليدية بتقديم خدمات مصرفية متوافقة مع الشريعة الإسلامية في نفس الوقت الذي تقدم فيه خدماتها المصرفية التقليدية، ومن أبرز هذه التجارب في هذا المجال تجربة بنك الخليج الجزائري AGB التابع لشركة مشاريع الكويت القابضة، الذي

¹ عبد الرزاق بوعطية، "واقع وأفاق مساهمة الصيرفة الإسلامية في النظام المصرفي الجزائري"، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، العدد: 03، المجلد: 09، لا توجد سنة نشر، ص: 247.

² بعزیز سعيد، مخلوف طارق، "تفعيل الصيرفة الإسلامية في الجزائر لتعزيز تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، عنوان مداخله في الملتقى الوطني حول إشكالية إستدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يومي 06 و07 ديسمبر 2017، جامعة الشهيد حمة لخضر-الوادي-2017، ص ص: 10-11.

بدأ نشاطه بالجزائر سنة 2002 م، حيث يقوم بتقديم خدمات مصرفية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من خلال النواخذ الإسلامية المتواجدة بفروعه¹، أين تم الاعتماد في ذلك على المعايير المحاسبية المطبقة في البنوك الإسلامية، ويتعلق الأمر بـ:

- القانون رقم: 11-07 الصادر في: 2007/11/25 م والمتعلق بتنظيم المحاسبة المالية؛
 - التنظيم رقم: 04-09 المؤرخ في: 2009/07/23 م والمتعلق بوضع الحسابات المصرفية والقواعد المحاسبية المطبقة في البنك والمؤسسات المالية؛
 - التنظيم رقم: 05-09 المؤرخ في 2009/10/18 م المتضمن نشر القوائم المالية؛
 - بناء على ذلك تم اعتماد خدمتين وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، ويتعلق الأمر بمنتج Poline، والتمويل التأجيري Leasing وفق صيغتي السلم والمرابحة.
- في حين اعتمدت ترست بنك الجزائر Trust تطبيق النواخذ الإسلامية بتوفير صيغ تمويلية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث اعتمد البنك على إطلاق دورات تدريبية في هذا المجال، ويتعلق الأمر بالتمويل التأجيري الموجه للمهن المحترفة بداية من: 2018/01/17 م، وهي:

- ترست إجارة صيدلية Trust Ijara Medical
 - ترست إجارة نقل Trust Ijara Transport
 - ترست إجارة الأشغال العمومية Trust Ijara BTP (TIBTP) BTP
 - ترست إجارة سيارات Trust Ijara Auto (TIA)
 - ترست إجارة معدات Trust Ijara Equipements (TIE)
 - ترست إجارة فلاحية Trust Ijara Falaha (TF)
- أما بنك BNP Paribas فقد تم تبني فكرة النواخذ الإسلامية تماشيا مع رغبة زبائنه وكذا خصوصية المجتمع الجزائري، حيث أشار إلى إطلاق منتجين وفق المبادئ الإسلامية ويتعلق الأمر بمنتج البديل وكذا الإجارة².

ثانيا: صيغ التمويل في المصارف الإسلامية في الجزائر

جاء في نص المادة رقم: 02 من القانون رقم: 02/18 والمتضمن قواعد ممارسة العمليات المصرفية المتعلقة بالصيرفة التشاركية من طرف المصارف والمؤسسات المالية على:

" تعد عمليات مصرفية متعلقة بالصيرفة التشاركية كل العمليات التي تقوم بها المصارف والمؤسسات المالية التي تقوم بها المصارف و المؤسسات المالية التي تندرج ضمن فئات العمليات المذكورة في المواد

¹ عوادي مصطفى، "متطلبات تفعيل الصيرفة الإسلامية في الجزائر لتعزيز تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، عنوان مداخلة في الملتقى الدولي حول إشكالية إستدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمة لخضر-الوادي"، يومي 06 و07 ديسمبر 2017، ص: 10.

² زين زكورة العوينة، "التحول إلى الصيرفة الإسلامية في الجزائر- آفاق وتطلعات"، المغاربية للإقتصاد والمانجمنت، المجلد: 07، العدد: 02، سبتمبر 2020، ص ص: 254-255.

66 إلى 69 من الأمر رقم: 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 هـ الموافق لـ 26 أوت سنة 2003 م والمتعلق بالنقد والقرض المعدل والمتمم، والمتمثلة في عمليات تلقي الأموال وعمليات توظيف الأموال وعمليات التمويل والإستثمار التي لا يترتب عنها تحصيل أو تسديد الفوائد، وتخص هذه العمليات بالتحديد فئات المنتجات التالية:

• المرابحة، المشاركة، المضاربة، الإجارة، الإستصناع، السلم، وكذا الودائع في حسابات الإستثمار¹.

• مع العلم أن البنوك الإسلامية في الجزائر لا تحتكم إلا على بعض الصيغ الإسلامية، والتي على رأسها: المرابحة والمرابحة المنتهية بالتملك والمشاركة، المضاربة، على أن يتم تفعيل باقي الصيغ الإسلامية بالتدرج مستقبلاً².

ثالثاً: مبررات استخدام الصكوك لتمويل البنية التحتية

إن الحديث عن الإقتصاد الجزائري وتحليل قدراته التنموية والتمويلية يشكل تحدياً في حد ذاته، حيث من المعلوم أن النفط فيه يشكل مصدراً أساسياً لتمويل التنمية بجميع مجالاتها، الشيء الذي جعل من هذا الإقتصاد عرضة للهزات والتغيرات التي تحدث في أسعار النفط دولياً، وهذا ما حدث في أعقاب أزمة النفط الأخيرة في 2014 م مما انعكس سلباً على مساره التنموي، الأمر الذي تطلب ضرورة البحث عن مصادر جديدة للتمويل وإستحداث آليات إقراض جديدة للخزينة العمومية، والتي إنتهت في الأخير بإجراء تعديلات على قانون النقد والقرض في أكتوبر 2017 م، ومن هنا باتت من الضرورة إعادة النظر في الميكانيزمات والآليات الإقتصادية السائدة، من خلال البحث عن وسائل جديدة ومنتجات تمويلية مبتكرة تستجيب للاحتياجات الإستثمارية والتمويلية المطلوبة للنهوض بالإقتصاد الجزائري، وذلك من خلال تقديم حزمة من المنتجات المالية الإبتكارية ذات جودة وجاذبية ولها القدرة على حل مشاكل التمويل وفي مقدمة هذه المنتجات الصكوك الإسلامية³.

وبناء عليه، هناك العديد من المبررات التي تدعو إلى ضرورة الإسراع في تطبيق تجربة الصكوك الإسلامية في الجزائر، أهمها:

- تذبذب أسعار المحروقات في الأسواق العالمية، وما نتج عنها من توقف للمشاريع التنموية؛
- عدم فعالية أدوات التمويل التقليدية في دعم خطط التنمية لرفض شريحة كبيرة من الجزائريين التعامل وفق هذه الأدوات لما تتضمنه من مخالفات شرعية؛

¹ تخضع منتجات الصيرفة التشاركية- هذه الأحكام المادة 03 من القانون رقم: 13-01 المؤرخ في 26 جمادى الأولى عام 1424 الموافق لـ 08 أبريل سنة 2013 الذي يحدد القواعد العامة المتعلقة بالشروط البنكية المطبقة على العمليات المصرفية.

² عبدلي حبيبة، عبدلي وفاء، عبدلي هالة، " الصيرفة الإسلامية في الجزائر- واقع وتحديات-"، مجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة خنشلة، المجلد: 07، العدد: 02، جوان 2020، ص ص: 69-70.

³ بوشناق فايزة، بارك نعيمة، بن داودية وهيبية، "الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل العجز الموازي في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد: 26، المجلد: 17، 2021، ص: 252.

- أفضلية التمويل بالصكوك الإسلامية على التمويل بواسطة القرض بفائدة؛ على اعتبار أن مخاطر المشروع توزع على جميع المستثمرين (الحكومة وحملة الصكوك)¹؛
- النجاح الكبير الذي حققته الصكوك على المستوى العالمي يجعل من الجزائر ملزمة بمواكبة هذا التطور وإيجاد نقطة على خارطة الصناعة المالية الإسلامية؛
- إن جملة الإجراءات التي إتخذتها الحكومة لمواجهة العجز المزمن في الموازنة العامة للدولة هي إجراءات ناجحة على المدى القصير فقط، لأن الهوامش الوقائية للمالية العامة (صندوق ضبط الإيرادات) سيتآكل بشكل نهائي، كما أن تخفيض العملة ورفع الضرائب وتخفيض الإنفاق العام "، هي إجراءات قد تكون سببا في حدوث حالات من عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي دون أن ننسى أنها لا تحظى بالقبول والدعم الشعبي؛
- فكرة التمويل غير التقليدي في الجزائر مبنية على فكرة الإصدارات الجديدة، وقيام بنك الجزائر بشراء سندات الخزينة العمومية مباشرة دون المرور على السوق ما بين البنوك، ولكن دون تغطية؛ أي بدون شرط سقف الإصدار المعتمد من قبل قانون 10/17 والمحدد بـ 10% من الإيرادات العادية للسنة الماضية، وهي سياسة استثنائية لمدة 05 سنوات، فهي حلول ممكنة وليست أساسية².

رابعا: أهمية تطبيق الصكوك في الإقتصاد الجزائري

من المعروف أن الصكوك من المنتجات المالية الجديدة والمستحدثة على الساحة الإقتصادية، الغرض منها تجميع الأموال من أصحابها إستخدامها في الإستثمار، والذي يتجسد ويتحقق باستحداث أصول وموجودات منتجة وخطها مع بعضها البعض في إطار نشاط إقتصادي إنتاجي (إنتاج الطيبات من السلع والخدمات) أو تجاري (شراء وبيع السلع والخدمات) أو تجاري (شراء وبيع السلع والخدمات)، والمقصود بالإستثمار في حالة الصكوك إقتناء الموجودات المدرة للدخل، وهي بذلك تحقق منافع كبرى للإقتصاد الوطني على مستوى حشد الموارد المالية وتطوير السوق المالية وتشجيع الإستثمارات الجديدة. وعلى هذا الأساس فإن توظيف هذه الأدوات المالية في المنظومة الإقتصادية الجزائرية، يمكن أن يحقق جملة من المنافع والفوائد نذكر منها:

- مشاركة الإقتصاد الجزائري فيما تشهده الإقتصاديات العالمية والإقليمية من التوجه نحو أدوات ومنتجات التمويل الإسلامي ومنها الصكوك؛
- المساهمة في تعبئة الموارد المعطلة في الإقتصاد الجزائري واستقطاب الإستثمارات الخارجية؛
- الصكوك الإسلامية وتمويل المشاريع الإقتصادية ومرافق البنية الأساسية؛

¹ عبد الغني محلق، الطيب بولحية، "الصكوك الإسلامية بديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر عل ضوء التجربة الماليزية"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، العدد: 01، المجلد: 08، مارس 2021، ص: 434.

² بوشناق فايزة، برك نعيمة، بن داودية وهيبه، مرجع سابق، ص: 265.

- المساهمة في تخفيف عجز الموازنة؛
 - المساهمة في تنشيط سوق رأس المال في الجزائر؛
 - المساهمة في تهيئة بيئة الإستثمار والأعمال في الإقتصاد الجزائري¹.
- المطلب الثاني: عوائق إدماج الصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري**

يشكل غياب الإطار القانوني والتشريعي الذي ينظم العمل بالمالية الإسلامية في الجزائر أهم المعوقات والتحديات التي تحول دون الاستفادة من أداة الصكوك، إذ لم يتضمن القانون المصرفي الجزائري المتمثل في قانون النقد والقرض أحكاما تراعي الضوابط الشرعية للعمل المالي الإسلامي عامة والصكوك خاصة، ونفس الأمر بالنسبة للقوانين المنظمة للضرائب لما لها من علاقة مباشرة بالعمل المصرفي والمالي.

أولاً: غياب الإطار التشريعي والقانوني

يوجد في هذا السياق الأمر 11-03 المؤرخ في 26 أوت 2003 م المتعلق بالنقد والقرض في الجزائر والمنظم للسوق المصرفية والنقدية، والذي تقع تحت طائلته المصارف الإسلامية، لا يوجد فيه ما ينص على صفة التمويل الإسلامي عامة وعلى الصكوك الإسلامية خاصة، وبالرجوع إلى التقرير السنوي لسنة 2010 م، فقد رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى السندات الإسلامية ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق المالي الجزائري، وذلك لعدم وجود سند قانوني لذلك، ولعدم وجود شركة ذات الغرض الخاص² التي تقوم عليها هذه الأدوات³.

كذلك فإذا ما احتاجت البنوك الإسلامية للسيولة فإنه من البديهي أن لا تلجأ إلى البنك المركزي في إطار عملية الإحتياط القانوني المودعة لديه لأنه في الأساس لا يوجد إحتياطي قانوني خاص بالمعاملات الأساسية على مستوى العمليات المحاسبية أو على خصم الأوراق التجارية، فهو يستلزم نظام محاسبي جديد خاص مفصول نهائيا على النظام الربوي القديم من حيث القيد المحاسبي والإحتياطي القانوني على مستوى البنك المركزي.

وبموجب إقتراح وموافقة نواب البرلمان على مشروع رئيس الوزراء، تم إجتماع الأخصائيين في الصيرفة الإسلامية يوم 05 أفريل 2018 م، أين تم تقديم مشروع قانون يعدل ويتم الأمر 11-03، من

¹ أحمد بلخير، "الصكوك الإسلامية وأهمية تطبيقها في الإقتصاد الجزائري"، مجلة البحوث الإقتصادية والمالية، المجلد: 05، العدد: 02، ديسمبر 2018، ص: 366-369.

² الشركة المتخصصة أو ذات الغرض الخاص حسب القانون رقم: 05/06 المتضمن توريق القروض الرهينة، تسمى مؤسسة التوريق، "وهي هيئة لها صفة مالية تقوم بعمليات التوريق في سوق الأوراق المالية، حيث تضمن الفصل الثاني من القانون رقم: 05/06 في المواد من 3-7 أحكام إصدار الأوراق المالية عن طريق هذه المؤسسة، كما تعرض الفصل الثاني منه تنازل المؤسسة المتنازلة عن القروض على هيئة التوريق في المواد من 8-21، وأخيرا العقوبات المفروضة على مسؤولي هيئة التوريق في المادة 25 منه.

أنظر:

برحابلية بدر الدين، "إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري"، عنوان مداخل في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، يومي: 08-09 ديسمبر 2013، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المدرسة العليا للتجارة، 2013.

³ زين زارع حياة، عائشة عبد الحميد، "تحديات إصدار الصكوك الإسلامية في الجزائر"، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، العدد: 95، أفريل 2020، ص: 111.

خلال محاولة مطابقة القوانين المعمول بها في المنظومة المصرفية الجزائرية بما يتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية في المعاملات المالية والمصرفية. ومتابعة لمسار إصلاحات المنظومة المصرفية الجزائرية، تم الإعلان عن تبني صيغ مصرفية إسلامية تشاركية بناء على النظام 18-02¹.

غير أن هذا الأجراء بقي حبرا على ورق إلى غاية إصدار القانون 02-20² الذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها في البنوك والمؤسسات المالية، ولاسيما فيما يتعلق بفتح النوافذ الإسلامية، وذلك من خلال مادة 22³.

فمن حيث هيكل الصكوك، فإن الصكوك الإسلامية تصدر على أساس العقود الشرعية، فغياب العقد الشرعي يستلزم غياب الصنف المكافئ له من الصكوك⁴، ومن الملاحظ في النظام 02-20 المتعلق بالمصرفية الإسلامية في الجزائر غياب بعض هذه العقود المشار إليها كالمزارعة والمغارسة والمساقاة، رغم أن هذه الصيغ ذات أهمية عالية خاصة وأن الجزائر تتربع على مساحة هائلة لو استغلّت بطريقة صحيحة لكان ذلك أساسيا للخروج من العجز المالي الذي عانت ولا تزال تعاني منه الخزينة العمومية. في المقابل قد يعد الإطار القانوني للصكوك السيادية شبه موجود، وهذا ما أشارت إليه المادة 93⁵ من قانون المالية تحت مسمى السندات السيادية، حيث ذكرت أنه من صلاحيات الدولة إصدار سندات سيادية متوسطة وطويلة الأجل تكون موجهة للأشخاص الطبيعيين والمعنويين من أجل المشاركة في تمويل المنشأة و/أو المشاركة في التجهيزات العمومية ذات الطابع التجاري للدولة⁶.

ثانيا: القانون التجاري

يعتبر القانون التجاري من الركائز القانونية لإصدار الأوراق المالية في الجزائر، ورغم التعديلات التي توالى على مواد القانون التجاري، إلا أنه لا يزال خال من أي تعريف يتعلق بالإستثمار الإسلامي أو الصكوك، فالسندات المذكورة في القانون التجاري غير متوافقة مع خصائص الصكوك الإسلامية من حيث ملكية الأصول والمديونية، فهو يفتقر إلى تعريف صريح لمصطلح صكوك الإستثمار، والأطراف المشاركة في عملية الإصدار، وهذا ما يشكل عقبة رئيسية أمام إصدار الصكوك.

¹ النظام 18-02 المؤرخ في 26 صفر 1440 الموافق 04 نوفمبر، يتكون من 12 مادة تحدد وتنظم العمليات المصرفية المتعلقة بالعمليات التشاركية.

² القانون 02-20 المؤرخ في 20 رجب 1441 الموافق لـ 15 مارس 2020، الذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها في البنوك والمؤسسات المالية.

³ بن زكورة العوينة، مرجع سابق، ص: 249-250.

⁴ بنك الجزائر، "التنظيم 02/20 المتعلق بالعمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، الجزائر، 2020. أنظر:

⁵ قانون المالية في الجريدة الرسمية، المادة: 93، الجزائر، وزارة المالية، 2018.

⁶ عبد الحق بادا، "إمكانية تمويل الصكوك الإسلامية لعجز الموازنة العامة في الجزائر"، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، المجلد: 12، العدد: 01، 2021، ص: 100.

ثالثا: القانون المدني

ذكر القانون المدني بعض العقود في المواد من 351 إلى 586، مثل: البيع والشركة، والتأجير المدني والمقاولات والتوكيل، إلا أنها تظل غير مكتملة ولا تتناول الكثير من الشروط التي يجب توافرها لإصدار الصكوك، ويمكن هيكلة الصكوك بشكل أساسي في 14 بنية مذكورة في المعايير الشرعية من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAIOfI، وعليه فإن كل من القانون التجاري والمدني ليسوا على دراية بتعريفات وشروط العقود المالية الإسلامية التي تحكم هذا النوع من العقود، وبدون قوانين تحدد وتحكم هذه العقود بشكل واضح، فإن إصدار الصكوك لن يكون ممكنا من منظور قانوني¹.

رابعا: قانون الضرائب

يظم قانون الضرائب كل من الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة وكذا قانون الإجراءات الجبائية الذي ينظم كافة الضرائب المحصلة لحساب الدولة، وكذا جميع مستويات تحصيلها في كل القطاعات العامة². إلا أن مسألة تقنين الصكوك الإسلامية غائبة تماما عن قانون الضرائب³، لأن إصدار صكوك إسلامية قائمة على صيغ البيوع كالبيع الأجل والسلم وفق القواعد الشرعية بصفتها صيغ ناقلة لملكية أعيان قد تؤدي إلى معاملة ضريبية مجحفة بحق هذه الأدوات إذا ما قورنت بنظيرتها التقليدية؛ أي إذا طبقت عليها الأحكام الضريبية الخاصة بعقود البيع، الذي سوف يطبق على ثمن البيع أو الاستصناع، فإنه سيؤثر على تنافسية هذه الأدوات⁴.

ولقد تضمن قانون المالية التكميلي 2021 م⁵ عدة إمتيازات جبائية تهدف في مجملها لترقية الصيرفة الإسلامية تمثلت على وجه الخصوص في الإعفاء من عدة ضرائب ورسوم تعلقت بالعقود المتضمنة لمنتجات الصيرفة الإسلامية في عدة مجالات بالنسبة لعمليات العقارات وتمليك السكنات وكذا الإستثمارات المنجزة في مناطق الهضاب العليا والجنوب.

لينص الأمر رقم: 07-21 المؤرخ في: 08 جوان 2021 م والتضمن لقانون المالية التكميلي لسنة 2021 م، الذي نشر في العدد 44 من الجريدة الرسمية في الفصل الثاني المتعلق بالأحكام الجبائية، على عل أن تحتسب الضرائب المباشرة والرسوم في غرامات التأخير والمنتجات التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية المحصلة من طرف البنوك والمؤسسات المالية في إطار العقود المتضمنة لمنتجات الصيرفة الإسلامية، وذلك عندما توجه هذه المبالغ لإنفاقها على الأعمال الخيرية، حيث تتم هذه العملية تحت رقابة الهيئة الشرعية الوطنية للإفتاء للصناعة المالية الإسلامية.

¹Rusni Hassan, AhceneLahsasing, Mohamed GHezal, " The feasibility of issingsukukunder the currentlany and regulation in algeria", Journal of Islamic in Asiya, special issue : islamicbanking and finance 2020, international islamicuniversitymalaysia, p p: 278-279.

² قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، نشرة 2019.

³ بن زارع حدة، عائشة عبد الحميد، مرجع سابق: ص: 111.

⁴ محمد الطاهر درويش، حسينة تهدي، تفرات يزيد، "الصكوك الإسلامية البديل الأنسب في تمويل الإقتصاد – عرض تجارب رائدة ك نماذج يمكن الاستفادة منها"، مجلة البحوث الإدارية والإقتصادية، دون سنة نشر، ص: 255.

⁵ قانون المالية التكميلي 2021، " إدراج امتيازات جبائية لصالح الصيرفة الإسلامية والإستثمارات في مناطق الهضاب العليا والجنوب"، بتاريخ: 01 جوان 2021، تاريخ الإطلاع: 2021/08/10، على الساعة 14:27 على الموقع الإلكتروني: <https://www.etv.dz>

ويوضح نص القانون بشأن الضرائب والرسوم بالنسبة للضريبة على الدخل الإجمالي أنه لا تدخل ضمن الأرباح الخاضعة للضريبة كل من؛ فوائض القيمة المحققة من طرف البنوك والمؤسسات المالية عند التنازل عن عنصر من الأصول في إطار عقود التمويل في صيغتي "المرابحة" و"الإجارة المنتهية بالتمليك"، وبالنسبة للعمليات البنكية المتضمنة تسويق منتج الصيرفة الإسلامية في صيغة المرابحة، يشكل الرسم على النشاط المهني من هامش الربح المتفق عليه مسبقا في العقد، حسب ما يوضحه نص القانون، وبالنسبة لعمليات بيع العقارات المنجزة من طرف البنوك والمؤسسات المالية لفائدة زبائنها في إطار عقود تمويل "المرابحة"، يتم حسم هامش الربح المتفق عليه مسبقا في العقد، وفي إطار القانون التكميلي تم سن جملة من الإعفاءات تتمثل في:

- يعفى ممتلكو السكنات التي تم إنجازها في إطار بناء سكنات تستفيد من الدعم المالي للدولة؛
- تعفى أيضا البنوك والمؤسسات تستفيد من الدعم المالي للدولة؛
- تعفى أيضا البنوك والمؤسسات المالية، من دفع تكاليف الموثق المكلف بتحرير العقد المتضمن نقل الملكية إلى زبائنها الذي تم إعداده في إطار عقد تمويل بصيغة "المرابحة"؛
- تعفى أيضا من رسم نقل الملكية البنوك والمؤسسات المالية فيما يخص كل العمليات المتعلقة بنقل ملكية العقارات ذات الإستعمال السكني (السكنات لفائدة الخواص) المقتناة في إطار عمليات التمويل بصيغتي "المرابحة"، وإجارة منتهية بالتمليك؛
- تعفى أيضا من حقوق التسجيل، عمليات نقل ملكية التجهيزات أو العقارات المهنية المتنازل عنها من طرف البنوك والمؤسسات المالية لفائدة "المقرض" والمستأجر " فيعقد "المرابحة" والإجارة المنتهية بالتمليك"؛
- وينص قانون المالية التكميلي بشأن رسم الإشهار العقاري، على إعفاء عملية نقل ملكية العقارات لصالح الخواص المنجزة من طرف البنوك والمؤسسات المالية، من أجل الإستعمال السكني والمقتنى في إطار عمليات التمويل بصيغة المرابحة؛
- تعفى من الرسم على القيمة المضافة عمليات القروض البنكية الممنوحة للعائلات من أجل اقتناء أو بناء مساكن فردية، وتطبق على العمليات البنكية للصيرفة الإسلامية، بصيغ "المرابحة" و"الإستصناع" و"الإجارة المنتهية بالتمليك"؛
- تعفى أيضا عمليات الاقتناء المنجزة من طرف البنوك والمؤسسات المالية في إطار عمليات "القرض الايجاري" و"الإجارة المنتهية بالتمليك"، وتطبق بصيغتي "المرابحة" و"الإجارة المنتهية بالتمليك"؛

- وتستثنى من الحق في الخصم والرسم على القيمة المضافة، وفق نص القانون الإستثناءات من السلع المنقولة أو العقارات المنجزة من طرف البنوك والمؤسسات المالية الموجهة للبيع في إطار عقد "المرابحة"¹.

خامسا: تحديات السياسة النقدية

يتعلق الأمر بمعدل الفائدة المطبقة على الاحتياطي القانوني وفق التعليمات 06-202 المقطرة بـ 2.5%، أين لا يمكن للبنوك الإسلامية الاستفادة مقابل هذا النوع من الودائع، كما لا يمكنها اللجوء إلى البنك المركزي في حالة نقص السيولة².

سادسا: تحديات التنافسية

حيث يغيب طابع التنافسية على جدول أعمال البنوك الإسلامية، نتيجة لعدم تطابق مبدأ أنشطة البنوك الإسلامية مع غيرها من البنوك التقليدية، بل قد تكاد تكون معدومة بين البنوك الإسلامية في حد ذاتها؛ والذي يمكن إرجاعه إلى السياسة المالية للجزائر التي ترى بالتدرج المتخصص للمنتجات المالية الإسلامية على مستوى النواذ الإسلامية للبنوك الإسلامية، بما يراعي مبدأ التنوع من جهة، ونشر وترسيخ للثقافة الإسلامية من جهة.

سابعا: تحديات الرقابة الشرعية

والتي تتمثل في غياب هيئة شرعية متخصصة ومؤهلة تعمل على متابعة إجراءات البنك المتعلقة بالجانب الإسلامي فيها، تجنباً للوقوع في شبهة الحرام خلال إجراءات إتمام العملية المالية الإسلامية.

ثامنا: ضعف مؤشر التداول في السوق المالي الجزائري في ظل غياب الوعي الإستثماري

حسب النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، فإن أداء بورصة الجزائر ضعيف جداً، فعدد أيام التداول لا يتجاوز 8 أيام في الشهر بمعدل يومين كل أسبوع، مما يؤدي إلى صعوبة تسهيل الصكوك ونقص العوائد ما يشكل تحدياً أمام نجاح إدماجها للتداول، ناهيك عن غياب السوق الثانوية (سوق التداول)³.

تاسعا: ضعف تأهيل العنصر البشري

يمكن إجمالها في النقاط التالية:

- عدم فهم المتعاملين مع المصارف الإسلامية لطبيعة عملها، والذي أدى إلى الخلط بين نظام التمويل الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية، مما دفع بالكثير من المتعاملين من المسلمين ذاتهم إلى الاعتقاد بأن الأمر مجرد تحايل، ولأن الصيرفة الإسلامية هي مجرد ربا مقنن وتلاعب بالمصطلحات بين معدل الفائدة وهامش الربح التي تقوم عليه الصيرفة الإسلامية؛

¹ قانون المالية التكميلي 2021، المرجع السابق، على الموقع الإلكتروني:

<https://www.etv.dz>

² بن زكورة العوينة، مرجع سابق، ص: 252.

³ صادقي أمينة، قدي عبد المجيد، مرجع سابق، ص ص: 521-522.

- إفتقار موظفي المصارف الإسلامية للتأهيل والتكوين والكفاءة، وذلك لعدم الاهتمام الكافي بالجانب الشرعي في المصارف الإسلامية الجزائرية، حيث نلاحظ أن معظم إدارات وموظفي هذه المصارف غير ملمة بالمعلومات الكافية حول العمل المصرفي الإسلامي؛
- مؤسسات التعليم العالي مازالت بعيدة عن مستوى مثيلاتها في آسيا وأوروبا التي أدخلت برامج المالية الإسلامية في مختلف أطوار التعليم العالي، وأنشأت مراكز أبحاث متخصصة لمتابعة تطورات هذه الصناعة ورصد الفرص الإستثمارية التي تنتجها لبلدانها، كلما أنشأت العديد من مكاتب الإستشارات وبيوت الخبرة، والأمر كذلك يتطور في البلدان الإسلامية الخليجية والأسبوية الأخرى، ولذلك فإن التردد والتخوف والنظرة غير الإستراتيجية جعلت الجزائر في المؤخرة على مستوى التدريب المهني والتكوين المتعدد الإختصاصات المتعلقة بهذه الصناعة¹.

المطلب الثالث: متطلبات تفعيل الصكوك الإسلامية في الجزائر

إن غياب الإرادة السياسية وغياب الإطار التشريعي وضعف ثقافة الصكوك الإسلامية لدى المستثمرين يشكل عائقا وتحديا كبيرا في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية وخاصة في مجال الخطط التنموية للجزائر، بالإضافة إلى غياب نظام للرقابة الشرعية يعنى بمراقبة إحترام هذه المؤسسات للضوابط الشرعية في إصدارها وتعاملها بالصكوك الإسلامية، وكذا غياب القانون المطبق على هذه الصكوك². وعليه ومن أجل تهيئة المناخ التشريعي السليم المبني على أحكام الشريعة الإسلامية للصكوك الإسلامية، يجب مراعاة النقاط التالية:

أولاً: على مستوى قانون النقد والقرض

يمكن تفعيل الصكوك الإسلامية على مستوى النقد والقرض من خلال الإجراءات التالية:

- إطلاق توعية شاملة للتعريف بالصكوك من خلال صحف ووسائل إعلام إقتصادية؛
- إضافة بند في قانون النقد والقرض يعترف بعقود التمويل الإسلامية، وإضافة فقرة إلى الفصل المتعلق بمراقبة البنوك وتكون خاصة بالمؤسسات المالية المتعاملة بالصكوك الإسلامية من خلال:

➤ إحداث التعديلات المناسبة في القوانين المدنية، التجارية، المنافسة، حماية المستهلك،

الضريبة، الإجراءات، النقد والقرض؛

➤ تحديد مصادر القانون المطبق على هذه الصكوك (القانون الخاص بالصكوك ثم الشريعة

الإسلامية)، ومنح الإختصاص القضائي للأقطاب المتخصصة مع ضرورة تكوينها في

¹ صالح صالح، "مشروع إقامة أكبر منطقة لتوطين الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بحجم 150 مليار دولار في أفق 2024"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد: 14، 2014، ص: 06.
² بن زارع حياة، عائشة عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 117.

هذا المجال، وتضييق نطاق ضابط للنظام العام في تنفيذ القرارات التحكيمية الخاصة
بمنازعات الصكوك؛

➤ فرض العقوبات الملائمة عند مخالفة الإصدارات للنصوص المنظمة (المخالفات الشرعية
أو التنظيمية)¹.

- التحديد الدقيق للطبيعة القانونية للصكوك كأدوات ملكية وليس دين؛
- تعديل التنظيم المتعلق بالشروط المصرفية (أسعار الخدمات المالية الإسلامية) بالسماح بإدراج
العوائد المتغيرة للصكوك الإسلامية مع إستبعاد ضمان القيمة الإسمية للصكوك والعائد²؛
- تعيين هيئة رقابة شرعية من ذوي الكفاءة والإختصاص من قبل الجمعية العامة للمساهمين تعنى
بمراقبة إحترام هذه المؤسسات للضوابط الشرعية عند إصدارها وتعاملها بالصكوك الإسلامية؛
- إعتبار المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAIOfI
إطارا مرجعيا لتقييم مدى إلتزام المؤسسات المتعاملة بالصكوك الإسلامية بضوابطها الشرعية³.

ثانيا: على مستوى البورصة
وذلك من خلال النقاط التالية:

- إضافة الصكوك كنوع من أنواع القيم المنقولة المتداولة في السوق المالي الجزائري والمذكورة
في أحكام القانون التجاري، وتداولها في بورصة الجزائر، مع إعتداد الصكوك السيادية كمنطلق
لعملية الإصدار؛
- أن تستفيد الصكوك المسعرة في البورصة أو المتداولة في السوق المنظمة إبتداء من أول إدراج
في السوق المالي من الإعفاء من الضرائب بهدف تشجيع التعامل بالصكوك الإسلامية، وهذا تبعا
للمادة 45 من قانون المالية لسنة 2009 م والمطبقة على الأسهم والسندات في بورصة الجزائر⁴.

ثالثا: على مستوى القانون التجاري

إضافة فقرة للفصل المتعلق بالقيم المنقولة التي تصدرها شركات المساهمة، تؤسس للصكوك الإسلامية
بإعتبارها تمثل:

- حقوق ملكية مشاعة في أعيان أو منافع أو خدمات لصكوك المرابحة والسلم والإستصناع
والإجارة؛
- حقوق ملكية مشاعة في موجودات مشروع معين دون ان يكون لحاملها صفة وحقوق وإلتزامات
المساهم (صكوك المشاركات مثل صكوك المشاركة والمضاربة)¹؛

¹صادقي أمينة، قدي عبد المجيد، مرجع سابق، ص ص: 522-523.

²بوشناق فايزة، بارك نعيمة، بن داودية وهيبة، مرجع سابق، ص ص: 264-265.

³بن زارع حياة، عائشة عبد الحميد، مرجع سابق، ص ص: 112-113.

⁴صادقي أمينة، قدي عبد المجيد، مرجع سابق، ص ص: 522.

- التنظيم المتعلق بالشروط المصرفية (أسعار الخدمات المالية)، من خلال السماح بإدراج العوائد المتغيرة للصكوك الإسلامية مع إستبعاد ضمان القيمة الإسمية للصكوك والعائد؛
- التنظيم الإحترازي (معياري كفاية رأس المال)، أي الأخذ في الاعتبار الطبيعة الإستثمارية للصكوك الإسلامية في ترجيح المخاطر المرتبطة بها، وذلك بالإستئناس بمعايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB في هذا الشأن، والمتمثل في معيار متطلبات رأس المال للصكوك والتصكيك والإستثمارات العقارية؛
- لابد من الإستفادة ومراقبة التجارب الدولية خاصة التجربة الماليزية والسودانية؛
- ضرورة التمييز بين المنشأ ORIGINATOR ووكيل الإصدار ISSUER، حيث أن هذا الأخير عادة ما يكون الشركة ذات الغرض الخاص SPV، والفصل بينهما في الذمة المالية ضروري حتى لا يمكن لدائني المنشئ إدخال أموال وكيل الإصدار في الضمان العام؛
- تشكيل هيئة حملة الصكوك في كل إصدار أو هيئة وطنية عامة (جمعية وطنية) ممولة من جزء من مرسوم الإصدار لحماية مصالح حملة الصكوك على الأقل، مع إقتراح أن تتولى هذه المهمة شركة إعادة التمويل ألرهنى SRH، وهو ما يتطلب إضافة بند في المادة 02 من القانون رقم: 05-06 المتعلق بتوريق القروض الرهنية، يتضمن التعريف بالتصكيك الإسلامي، وإضافة مادة في الفصل الثاني من هذا القانون تتضمن كيفية إصدار وتداول وإطفاء الصكوك الإسلامية².

رابعا: على مستوى العنصر البشري³

من خلال:

- تأهيل الكفاءات الموجودة وتدريبها ودفعها للعمل على تطوير هذه الصناعة وإثمارها وجعلها منافسا حقيقيا للمنتجات التقليدية الموجودة في الساحة؛
- إنشاء مركز تعليمي وتدريبى متخصص في العلوم المصرفية الإسلامية، وذلك لإعداد وتدريب وتخريج الإطارات المصرفية المؤهلة، وإذا لم يتسن ذلك في القريب العاجل، فيمكن إنشاء قسم خاص لهذا الغرض بالمدرسة العليا للبنوك في الجزائر؛
- قيام البنوك الإسلامية في الجزائر بإنشاء مراكز متخصصة لتدريب العاملين محليا أي داخل البنك، وفي هذا الإطار يمكن الاستفادة من تجارب بنوك إسلامية رائدة في هذا المجال، كالمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة، ومركز الإقتصاد الإسلامي التابع للمصرف الإسلامي الدولي للإستثمار والتنمية بالقاهرة.

¹ ناصر سليمان، ربيعة بن يزيد، "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الإستفادة منها في الجزائر"، عنوان مداخلته في المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية، بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، يومي: 5-6 ماي 2014، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص: 113.

² بن زارع حياة، عائشة بن حدة، مرجع سابق، ص: 114.

³ إسماعيل نسرين، دردوري لحسن، "تفعيل التمويل الإسلامي بالجزائر في ظل تجارب بعض الدول العربية (السودان وماليزيا أنموذجا)"، مجلة الإقتصاد والمالية، المجلد: 06، العدد: 01، 2020، ص: 87.

• خامسا: الإهتمام بجانب الإبداع والإبتكار

وذلك من خلال النقاط التالية:

- لا بد للصناعة المالية الإسلامية الإنتقال من طور المحاكاة والتقليد إلى مرحلة الإبداع والتطوير وأن تنتقل من منتجات تتطابق مع الشريعة الإسلامية إلى منتجات تنطلق من الشريعة، وهي مرحلة أساسية تحتاج إلى الإبتكار والإبداع؛ لأن التراث الإسلامي غني جدا، يسمح بالإبتكار لما هو أبعد من الإجارة والإستصناع والمرابحة والسلم وغيرها من المنتجات والخدمات الإسلامية؛
- قيام البنوك الإسلامية في الجزائر بإنشاء أقسام متخصصة في تطوير الهندسة المالية الإسلامية وتدعيم الإبتكار المالي.

خلاصة الفصل الثالث

استطاعت الصكوك الإسلامية أن تبرهن في أكثر من موقف على الجودة والكفاءة العالية والقدرة على منافسة السندات والتفوق عليها، ولعل تجارب الدولية في إصدار الصكوك خير برهان على ذلك، فقد قامت ماليزيا بتجربتها الرائدة منذ 1990 م تبني صناعة الصكوك الإسلامية، من خلال أول صك تم إصداره من شركة MDS الماليزية.

وتعرف الصكوك الإسلامية في ماليزيا على أنها تلك الصكوك أو الوثائق المتساوية القيمة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من جهة، والموجهة بقواعد الإشراف والرقابة المخولة من طرف المجلس الاستشاري الشرعي في كل من هيئة الأوراق المالية الماليزية الإسلامية، المجلس الاستشاري الشرعي فيها.

ويعود نجاح تجربة إصدار الصكوك في ماليزيا إلى المساعي الجادة والتكامل بين مختلف الهيئات التنظيمية والتشريعية والشرعية من خلال العمل على توفير البيئة السليمة لعملية إصدارها وتداولها، وأيضا القدرة على مسايرة الظروف والأحداث العالمية المفاجئة، في خضم عالم لا يؤمن إلا بلغة الأرقام. كما عملت ماليزيا على إدراج صناعة الصكوك الإسلامية في القطاع الخاص والعام من خلال خطة تنموية متكاملة، للنهوض بالإقتصاد المحلي والدولي على حد سواء.

وتعد سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا النموذج الأمثل لإدارة الصكوك الإسلامية إصدارا وتداولاً، والقطب الذي من خلاله استطاعت ماليزيا ترقية الإقتصاد المحلي وأيضا جذب الإستثمارات الأجنبية، من خلال التحكم في صناعة المالية الإسلامية التي على رأسها الصكوك الإسلامية.



الفصل الرابع:

الدراسة القياسية لأثر الصكوك

على أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا

يهدف الفصل الرابع من الأطروحة إلى قياس وإختبار إثر الصكوك على بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا، والمتمثلة في كل من مؤشر الحجم والتداول، مؤشر كمية التداول، مؤشر القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2012-2020. وفي هذه الدراسة سيتم الإعتماد على المنهجين من التحليل وهما التحليل الوصفي والتحليل الإحصائي القياسي الكمي، من خلال تقديم عرض مفصل لنتائج التحليل القياسي لمتغير الصكوك وفق إختبار إستقراره السلاسل الزمنية للبيانات الشهرية لكل متغير خلال فترة الدراسة لمعرفة مستوى إستقرارها بالاعتماد على:

- إختبار ديكي-فولار ADF الموسع ؛
- إختبار فليب بيرون PP؛
- إختبار التكامل المشترك -إختبار الحدود-؛
- إجراء اختبار نموذج تصحيح الخطأ Vec لتحديد العلاقة التوازنية الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات.

ولقد تم تناول محتوى الفصل تبعا ترتيب التالي للبحوث:

- إستعراض الدراسات السابقة وتوظيف المنهجية المستخدمة؛
- إختبار أثر المتغيرات الإقتصادية الصكوك، على حجم التداول وكمية التداول؛
- إختبار أثر الصكوك على القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

المبحث الأول: إستعراض الدراسات السابقة وتوظيف المنهجية المستخدمة

في المبحث الأول من الفصل سيتم التطرق إلى أهم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الصكوك، الإستثمار، الكفاءة ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، إضافة إلى التعريف بمختلف متغيرات الدراسة، وكذا جدولة وتصنيف البيانات وتحديد مختلف خصائصها الإحصائية، وأخيرا توضيح المنهجية التي سيتم إستخدامها في الدراسة، مع ذكر مختلف الإختبارات التي سيتم الإستعانة بها في عملية تحليل البيانات. وعليه سيتم تقسيم المبحث إلى المطالب:

- الدراسات السابقة؛
- تحديد متغيرات الدراسة؛
- المنهجية المستخدمة

المطلب الأول: الدراسات السابقة

كثيرا ما تناولت الأبحاث والدراسات العلمية موضوع سوق الأوراق المالية الإسلامية بشيء من العصرية المتأصلة على الرغم من أنها تحمل جذور مثبتة على قيامها وتأسيسها ولا يمكن إرجاع هذه الفكرة المستحدثة إلى عدة عوامل وظروف ساهمت في عدم تطورها وتطور أدواتها بالشكل المناسب كما هو الحال بالنسبة لنظيرتها التقليدية وعليه فالحدثة المنسوبة إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية ليست حدثة ظهور بالمفهوم النظري وإنما حدثة إسترجاع وتكييف لمفاهيم ومقومات إسلامية تكييفها تقنيا وكميا على إعتبار أنها باتت مجهولة نسبيا الأمر الذي جعل رؤوس الأموال المستثمرة بعيدة عن فكرة التداول في نطاق عملياتها وما يزال المستثمرون ينظرون إليه بعين الريبة ومحدودية المردودية المالي المتأتي منها.

أولا: الدراسات المتعلقة بمتغير الإستثمار المالي في الإسلام

لا يختلف إثنان على أن متغير الإستثمار المالي في الفقه الإسلامي من الأهمية بمكان، بحيث يعتبر الركيزة الأساسية الداعمة لسوق الأوراق المالية، وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية من خلال طرح أدوات إستثمار متوافقة معها، والعمل على تنقيح المعاصرة منها أو تقديم بديل مناسب عنها بما يكفل المصادقية الشرعية والكفاءة الإقتصادية.

1- قط سليم، مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة مقارنة -2016-) - أطروحة دكتوراه.

وقد جمعت هذه الدراسة بين المفاهيم النظرية للإستثمار في الإقتصاد الوضعي وما إرتبط بها من مفاهيم في الإقتصاد الإسلامي مع التركيز على أهم أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية وتكمن أهمية هذه الدراسة في الدراسة التطبيقية من خلال المفاضلة بمؤشر داوجونز الوضعي والإسلامي بين السوقيين المعاصرة والإسلامية من خلال تقنيات المفاضلة بين الإستثمارات في ظل ظروف التأكد وعدم التأكد.

وتوصلت الدراسة إلى أن عملية الإستثمار وإستقرار العوائد في سوق الأوراق المالية الإسلامية أفضل منه في السوق المعاصرة، إضافة إلى أنه أقل مخاطرة.

2- محمد علي سميران " تشجيع الإستثمار في الفقه الإسلامي، دراسة مقارنة مع القانون الأردني (2019)، دراسات علوم الشريعة والقانون، الأردن.

إهتم الباحث في هذه الدراسة بدراسة الجانب النظري لدالة الإستثمار من خلال تحديد مفهوم الإستثمار وطرق تشجيعه وأهم ضوابطه وأحكامه مع الإشارة إلى أن الحكم الشرعي للإستثمار الأجنبي المباشر، وخلص الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- جواز مشاركة المسلم لغير المسلم عند جميع الفقهاء إذ كانت الولاية بيد المسلم؛

- إباحة التسهيلات والمنح الضمانات للمستثمر وفق الضوابط الشرعية؛
 - جواز الإستثمار الأجنبي بشرط جلب المنافع للدولة المسلمة ووجود حاجة ماسة لذلك.
- 3- سامر مظهر قنطجني "أيهما أصلح في الإستثمار معيار الربح أو معيار الفائدة"، 2001، سلسلة فقه المعاملات.

ركز الباحث في الدراسة على مفهوم الإستثمار في الفقه الإسلامي وآليات تشجيعه مع إعطاء البديل المناسب لسندات القرض ذات الفائدة المحرمة على إعتبار إنها أداة من أدوات الإستثمار من خلال عرض اثني عشر بابا من أبواب العقود الحلال متوزعة على أدوات تمويلية متمثلة في أصول الديون.

4- عبد الحفيظ بن ساسي "ضوابط الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي" (2007) مذكرة ماجستير، جامعة الحاج لخضر باتنة.

جاءت هذه المذكرة لتبرز أهم الضوابط التي تحكم النشاط الإستثماري وترشده أي المبادئ والمعايير التي يتحدد بها معالم المنهج الإسلامي للإستثمار، وتكمن أهمية هذه الدراسة في أنها جاءت بأهم المفاهيم الأساسية للإقتصاد والإستثمار والقيم مع أفراد التفصيل في كل من الضوابط العقدية والفقهية والأخلاقية للإستثمار، ثم ضوابط الإستثمار المتعلقة بالأولويات وبعناصر السلامة، وأخيرا تبيان ضوابط الإستثمار المتعلقة بالصيغ الإستثمارية، مع تبيان الأهمية الإستثمارية لكل صيغة لتحقيق الرشادة في أقصى درجاتها.

5- خالد بن عبد الرحمن المشعل: "الجانب النظري لدالة الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي" (2002) جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية السعودية.

جاء في هذا الكتاب تحديد ماهية الإستثمار ودراسة العلاقة بينه وبين الدخل القومي مع تسليط الضوء على بعض المفاهيم الأساسية التي لها دلالة إقتصادية: دالة الإستثمار، دالة الإستهلاك والإنفاق الإستهلاكي والإنفاق الإستثماري، كما بين الكاتب ضرورة التفرقة بين المعنى الإقتصادي للإستثمار من غيره، من خلال تحديد مكونات الإستثمار الحقيقي بما يلي:

- الإستثمار في الآلات والمعدات(المصانع والمشروعات)؛
- الإستثمار في المباني (المنشآت)؛
- الإستثمار في المخزون السلعي.

أما بالنسبة للإستثمار المالي فقد أشار الكاتب بأن واقع التعامل في أسواق المالية المعاصرة يخالف أحكام الشريعة الإسلامية في كثير من نشاطاته، لذلك دعا إلى أن الأمر يتطلب السعي الجاد لإيجاد سوق مالية إسلامية تقوم على الأسس والقواعد التي جاء بها الشرع.

ثانيا: الدراسات المتعلقة بمتغير سوق الأوراق المالية الإسلامية

إضافة للدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية الإسلامية في دعم الإقتصاد وتنمية المدخرات، تعد الفضاء الأمتل الذي تفعل فيه أدوات التمويل من خلال فتح قنوات إستثمارية تنسجم وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي على رأسها الصكوك الإسلامية.

1- محمد الأمين ولد عالي "التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية، السوق الإسلامية في ماليزيا البحرين كمثال تطبيقي" الطبعة الأولى، 2011.

وقد شرح الكاتب العنوان بـ"التطبيقات المعاصرة لمقاصد الشريعة في مجال إقامة سوق مالية إسلامية فقها وقانونا" على إعتبار انه مستوحى من كتاب مقاصد الشريعة الإسلامية للطاهر بن عاشور¹. وتتمثل أهمية الدراسة حسب الكاتب في وجود مشكلة قائمة فعلا وهي ما هو موقف الباحث المسلم في ظل وجود تنامي وتطور الإستثمار في الأسواق العالمية ووجود رؤوس أموال إسلامية مهاجرة؟. وكذلك في تكاثف وجود مؤسسات مالية إسلامية تربو على 300 وتقدر إستثماراتها ب 400 مليار دولار؟ وقد خلصت الدراسة إلى أن السوق المالية الإسلامية المنشودة التي يسعى الكاتب إليها هي سوق مالية متطورة (بورصة إسلامية) تشمل الأدوات والأوراق المالية من أسهم وصكوك إسلامية كما تشمل التعامل في النشاطات المالية الأخرى حسب البدائل الشرعية التي إبتكرها الإجتهد المعاصر، كالبدايل عن بطاقة الإئتمان والخيارات والمستقبليات وعمليات الصرف.

أما بالنسبة لتقييم تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية لكل من ماليزيا والبحرين، على إعتبار أنهما يحملان المبادرة الأولى في إقامة السوق المالية الإسلامية فقد أثبت الباحث أن هذه التجربة ناجحة ورائدة وجريئة، لكنها حسب راية تحتاج إلى ترشيد، كما وأكد الباحث على ضرورة توفير كل العناصر التشريعية والتنظيمية والمقاصدية لإقامة هذه السوق المالية الإسلامية بشكل فعال محليا كان أو دوليا.

2- احمد محي الدين احمد حسن" سوق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الإقتصاد الإسلامي"(1989)جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية أطروحة دكتوراه.

جاءت هذه الدراسة للتعريف بأسواق الأوراق المالية والإشارة إلى وظائفها الإقتصادية وإلى هياكلها وإداراتها وعملياتها حتى يمكننا استبعاد ما يتعارض مع أحكام المعاملات في الفقه الإسلامي، ما يحتاج إلى تعديل في الصيغة والشروط ثم الإشارة إليه في الأطروحة، كما أن الباحث أشار إلى وجود بعض المعاملات والعمليات لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية فقد تم تركه على أمل وهو الإباحة حتى يقرر المختصون وفقا للظروف الإقتصادية السائدة إمكانية العمل بها من عدمه.

1 بن عاشور محمد الطاهر " مقاصد الشريعة الإسلامية " تحقيق و مراجعة الشيخ محمد الحبيب بن الخوجة مطابع قطر الوطنية الدوحة، قطر، 2004م.

وقد إختتم الباحث دراسته في الحديث عن أسواق الأوراق المالية في البلدان الإسلامية إلى أن هناك بعض الدول صدرت عنها قوانين لتنظيم سوق الأوراق المالية الإسلامية بها، إلا أن السوق لم ينشأ بعد مثل السودان الذي أصدر قانوناً بذلك عام 1982م، وهناك دول يوجد بها نوع من التنظيم الجزئي غير المكتمل لتداول الأوراق المالية مثل السعودية التي صدر فيها قرار حصر خدمات وساطة الأسهم في المصارف السعودية المرخص لها بذلك وهناك نوع آخر من الدول بها نوع من التداول وتوسع لإصدار التشريعات اللازمة لتنظيم التداول مثل الإمارات والبحرين، كما وقال الباحث بوجود عدد آخر من الدول لا تحتكم لأية مظهر لأسواق التداول.

3- نبيل خليل طه سمور "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا" (2007)، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة.

وقد جاءت هذه المذكرة للإجابة على العديد من الإشكالات المطروحة على الساحة الاقتصادية والتي من أهمها: مدى توافق معاملات وأنشطة سوق الأوراق المالية مع أحكام الشريعة الإسلامية، والى أي مدى يتطابق الواقع العملي التطبيقي مع نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية وهل استطاعت توفير فرص التمويل المربحة في النشاطات الاقتصادية المختلفة وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا ظل محصوراً ولم يشكل بذاته بورصة مستقلة للأوراق المالية الإسلامية؛
- صكوك البيع بالثمن الأجل وصكوك المرابحة و صكوك الإستصناع لا تعتبر من الأدوات المالية الشرعية لأنها لا تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء؛
- لأنه يتم على أساس بيع العينة ويشتمل على بيع الدين (عقود صكوك الإستصناع) (صكوك البيع بالثمن الأجل وصكوك المرابحة)؛
- عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يتم وفقاً للمعايير الشرعية المعتمدة من هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية واللجنة الإستشارية الشرعية؛
- سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعمل وفق التعليمات والتشريعات الخاصة به إلا أنها غير مستقلة عن السوق التقليدية، وفي نفس الوقت يختلف إختلاف كلي عنها؛
- الاعتراف الدولي بالصكوك الدولية الماليزية من خلال بورصة لإيوان والمصدرة وفق مبدأ الإجارة؛

- نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب، بل يرتبط أيضا بالرقابة الشرعية؛
- نسبة أسهم الشركات الخاصة والمتوافق نشاطها مع أحكام الشريعة المدرجة في بورصة ماليزية تفوق نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- 4- مرعي علي ضو، أبو بكر صالح نصر، عبد السلام معمر شذولة، "أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أنموذج،- (2015)، الجامعة الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية.
- جاءت هذه المقالة لتسلط الضوء على الدور الذي تلعبه السوق المالية الإسلامية في دعم الاقتصاد وتنمية المدخرات من خلال فتح قنوات استثمارية تنسجم وأحكام التشريع الإسلامية، على أساس أنها تمثل الحل والبدل الأمثل لتسهيل حركة رؤوس الأموال بتنوع صيغ الاستثمار التي تقرها الشريعة الإسلامية والتي على رأسها الصكوك الإسلامية، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة نتائج أهمها:
- سوق رأس المال الإسلامي من أهم الأسواق الداعمة للتنمية الاقتصادية بشكل عام وللمصارف الإسلامية بشكل خاص من خلال السيولة المتوافرة فيها ويحقق أهدافها التنموية؛
- تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية، وإحتضان الأدوات المالية الإسلامية؛
- تحقق أهداف التنوع والتحوط في المحفظة المالية من تقليل الخسائر والمخاطر وزيادة العوائد المالية؛
- محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة مما يعمل على زيادة معدل النمو الاقتصادي؛
- نجحت ماليزيا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال الإستراتيجيات المطبقة.

ثالثا: الدراسات المتعلقة بمتغير كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية

- من منطلق مختلف الإختلالات المسجلة على نشاط سوق الأوراق المالية، وكيفية تأثيرها على الحركة العشوائية للأسعار وكيفية تأثيرها على الحركة العشوائية للأسعار وكيفية تفسير تقلبات عوائدها، كان لا بد من القول أن إكتمال سوق الأوراق المالية الإسلامية لا يكون إلا بتوافر مبدئي الرشادة والكفاءة الإسلامية.
- 1/- برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، دراسة حالة بورصة باريس ولندن (2019)، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف -1.

جاءت هذه الدراسة بنظرة حديثة لمفهوم كفاءة الأسواق المالية كتفسير لمختلف التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية وكيفية تأثيرها على الحركة العشوائية للأسعار وكيفية تفسير تقلبات عوائدها، وذلك

بإستخدام نماذج للإندجار الذاتي ذات التباين الشرطي ARCH.GARCH ونموذجي EGARCH- GJRGARCH ولقد تم الوصول إلى النتائج التالية:

- تتسم نظرية الكفاءة بالإعتماد على الرياضيات والصيغ الإحصائية لأجل نمذجة الظواهر الملاحظة، فهي إذن نظرية معيارية أكاديمية تحاول تكييف الواقع بما يناسب قوانينه، إلا أنها في ظل التغيرات التي شهدتها الأسواق المالية أصبحت هذه النظرية غير قادرة على تفسير التشوهات الملاحظة في الأسواق المالية؛
- إن ظهور كفاءة أسواق رأس المال المتكيفة أعطت مقارنة جديدة بالتزاوج بين نظرية كفاءة أسواق رأس المال والتمويل السلوكي لأنها ترى أن المستثمرين عقلانيين، لكن هذه العقلانية غير منتظمة وتتأثر بعوامل أخرى ترجع للطبيعة السرية للمستثمر والظروف التي يمر بها ثم قياس كفاءة سوق رأس المال؛
- نظرية المالية السلوكية تعتبر كبديل لفرضية كفاءة الأسواق المالية؛
- السوقين المالي الفرنسي والبريطاني يتسمان بالحركة العشوائية لأسعار الأسهم وبالكفاءة على المستوى الضعيف.

2/- حفيظ عبد الحميد، براهيم زرزور، كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي(2018) مجلة ريادة الأعمال الإسلامية، لندن المملكة المتحدة.

هدفت هذه الدراسة لمدى أهمية توفر الرشادة والكفاءة في سوق الأوراق المالية بإعتبارها ركنا رئيسيا من أركان السوق التمويلية، ومصدر من مصادر الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، على أساس وجود نظام معلومات فعال يجعلها في حالة توازن دائم، وإتجاه الأسعار فيها يتبع مسارا عشوائيا يعكس الصورة الحقيقية لسعر الورقة المالية في ظل انتشار المعلومة في كامل السوق ليتحقق بذلك التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، مع الإشارة إلى أهم الخصائص التي تحتكم عليها سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، وقد خلصت الدراسة إلى أن لها خصائص تميزها عن الأسواق الأخرى خاصة من حيث الطابع التنظيمي، من خلال العمل على بناء نظام معلومات فعال يعمل على توحيد إنتشار المعلومة والإستفادة منها على كامل مستويات السوق ولكل المستثمرين بنفس الدرجة وفي نفس الوقت، والتي يمكن أن تضى بصيغ مختلفة، القوية منها والمتوسطة والضعيفة.

رابعا: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

تطرقت الدراسات السابقة لأهم المتغيرات التي تشمل هيكل البحث، ويكمن موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في النقاط الموالية:

1. أوجه التشابه

تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في العناصر التالية:

- ألمت الدراسات السابقة في جوانبها المختلفة بأهم الجزئيات (المتغيرات) المكونة لموضوع البحث؛
- عالجت معظم الدراسات السابقة الجانب الشرعي لمتغيرات البحث؛
- ركزت الدراسات السابقة على الدور الإيجابي الذي تلعبه أدوات التمويل الإسلامي، والتي على رأسها الصكوك الإسلامية، في زيادة كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية الإسلامية،

2. أوجه الاختلاف

على الرغم من أن الدراسات السابقة قد شكلت ملامح البحث محل الدراسة في كثير من جزئياته، إلا أنه يختلف عنه فيما يلي:

- حداثة الفترة الزمنية للدراسة "2012-2020"؛
- التعرض بشيء من التفصيل والعصرنة للمفاهيم النظرية من الناحية الشرعية من خلال الإستشهاد بمراجع التأصيل الفقهي والمجمعات الفقهية الدولية؛
- جمعت أهم الأدوات المالية الإسلامية في الجانب النظري؛
- اعتمدت في الجانب التطبيقي للبحث على أهم نماذج الإقتصاد القياسي التحليلي:
 - إختبار ديكي-فولار - ADF الموسع ؛
 - إختبار فليب بيرون pp؛
 - إختبار جونسون للتكامل المشترك لتحديد العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات وتقدير الاتجاه العام؛
 - إجراء اختبار نموذج تصحيح الخطأ Vec لتحديد العلاقة التوازنية الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات؛
 - جمعت الدراسة الحالية بين الجانبين النظري والتطبيقي التحليلي، وأيضا الجانب التطبيقي القياسي.

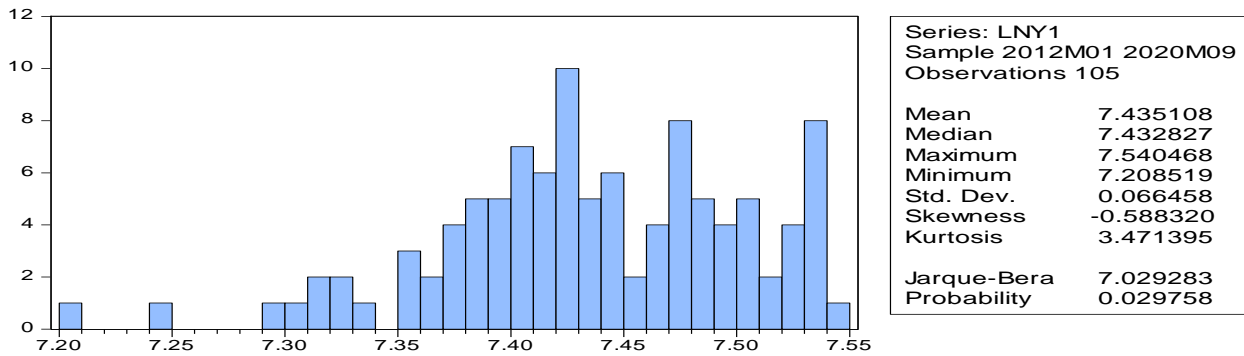
المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة

في هذه الدراسة سيتم استخدام أربع متغيرات تابعة الأكثر تعبيراً عن أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وسبعة أنواع من الصكوك المتداولة في السوق الماليزية، وتتمثل هذه المتغيرات في:
أولاً: المتغيرات التابعة: والتي تم حصرها في المتغيرات التالية:

1_ حجم التداول VT

حجم التداول هو القوة الدافعة خلف حركة الأسعار، وعامل جد مهم من العوامل التي يبني عليها القرار الإستثماري، لأنه مرآة لمدى إقبال المتعاملين في الشراء أو البيع من خلال قياس قوة الضغط خلف حركة الأسعار، على إعتبار انه يعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق وإحتمالية صعوده أو هبوطه في المستقبل، ويحسب حجم التداول VT بضرب عدد الأسهم المتداولة في السوق في أسعارها المستقبلية، وقد تم إعتاده في هذه الأطروحة كمؤشر لتغيرات أداء سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال البيانات الشهرية 2012-2020، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

شكل رقم (63): الخصائص الإحصائية لمتغير حجم لتداول VT

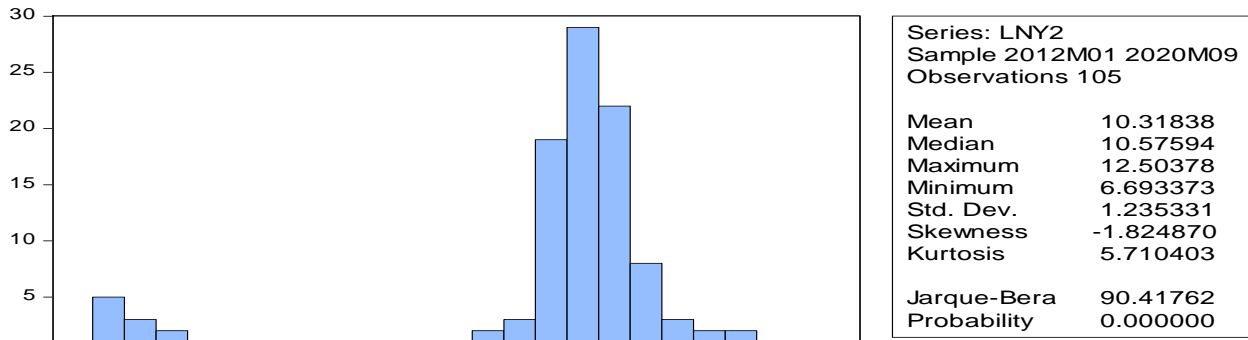


المصدر: إنطلاقاً من الملحق رقم: 01 بالإعتماد على برنامج Eviews9.

2_ عدد الأسهم المتداولة AT

عدد الأسهم المتداولة في هذه الدراسة يعبر عن إجمالي أسهم الشركات المطروح للتداول والمعلن عنه في عمليات البيع والشراء داخل بورصة ماليزيا للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من جانفي 2012 حتى ديسمبر 2020، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

شكل رقم (64): الخصائص الإحصائية لمتغير AT



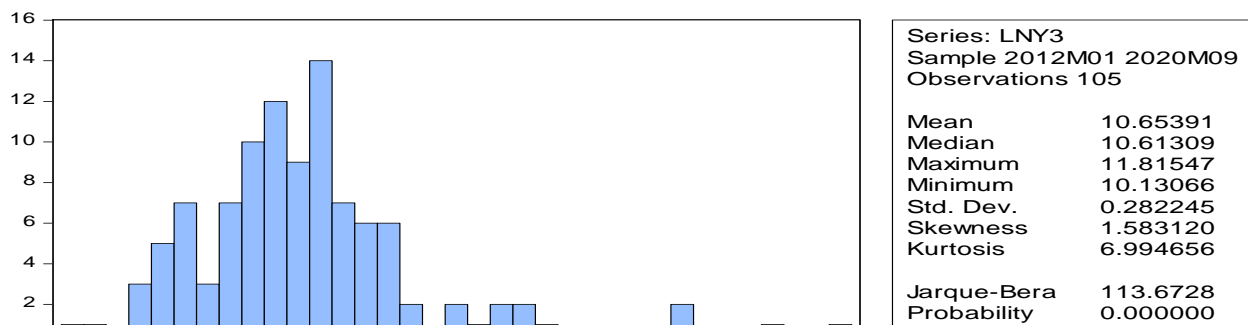
المصدر: إنطلاقاً من الملحق رقم: 01 بالإعتماد على برنامج Eviews9.

3_ القيمة السوقية VC

القيمة السوقية هي السعر الذي يمكن أن يباع به الفاصل في السوق، وهي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق، كما وتشير القيمة السوقية للسهم إلى سعر إغلاق سهم الشركة في نهاية المدة الزمنية وتحسب وفق المعادلة التالية: القيمة السوقية = عدد الأسهم المكتتب بها × سعر سهم الشركة عند الإغلاق.

وقد تم إعتماده في هذه الأطروحة كمؤشر تابع راصد للتطورات الشهرية للأسعار التي شهدتها سوق الأوراق المالية خلال الفترة من جانفي 2012 إلى غاية ديسمبر 2020، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

شكل رقم (65): الخصائص الإحصائية لمتغير القيمة السوقية VC



المصدر: إنطلاقاً من الملحق رقم: 01 بالإعتماد على برنامج Eviews9.

4_ مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX

مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، على أساس أنه يهتم برصد أسعار أسهم كبرى الشركات ذات القيمة السوقية العالية، ويحتسب بالصيغة التالية:¹

$$index_t = \frac{\sum_{i=1}^t (P_{it} x S_{it} * F_{it})}{D_t}$$

حيث:

P_{it}: سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن t؛

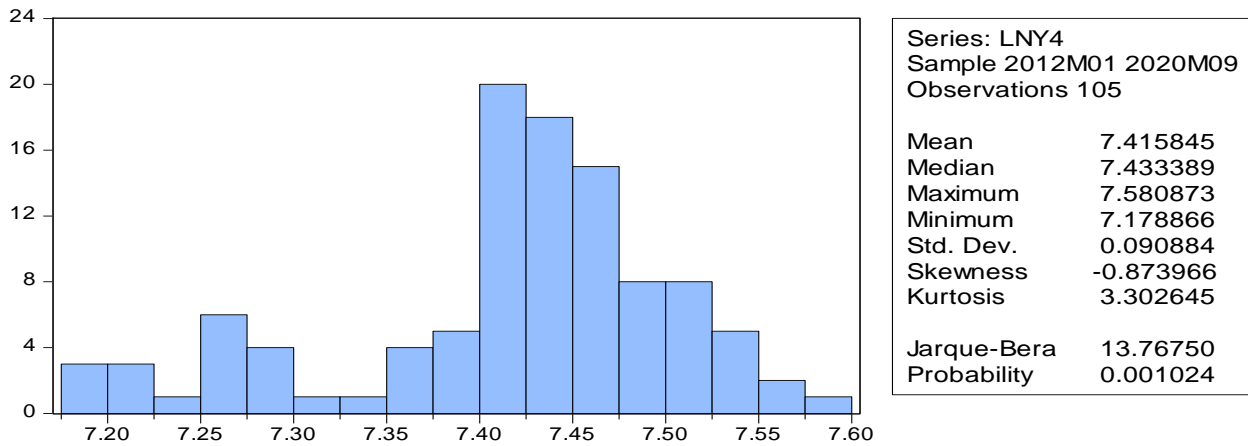
S_{it}: عدد الأسهم المدرجة للشركة i كما في الزمن t؛

F_{it}: المعامل للشركة i كما هي في الزمن t؛

D_t: معامل أكبر من الصفر و أقل من 1، ويتم احتسابه بناء على نسبة الأسهم الحرة في الشركة.

وقد جاء في هذه الدراسة كمتغير تابع يعبر به عن أداء سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال المتغيرات الشهرية خلال الفترة الممتدة من جانفي 2012 وحتى ديسمبر 2020، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أظهر أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

شكل رقم (66): الخصائص الإحصائية لمتغير مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX



المصدر: إنطلاقاً من الملحق رقم: 01 بالإعتماد على برنامج Eviews9.

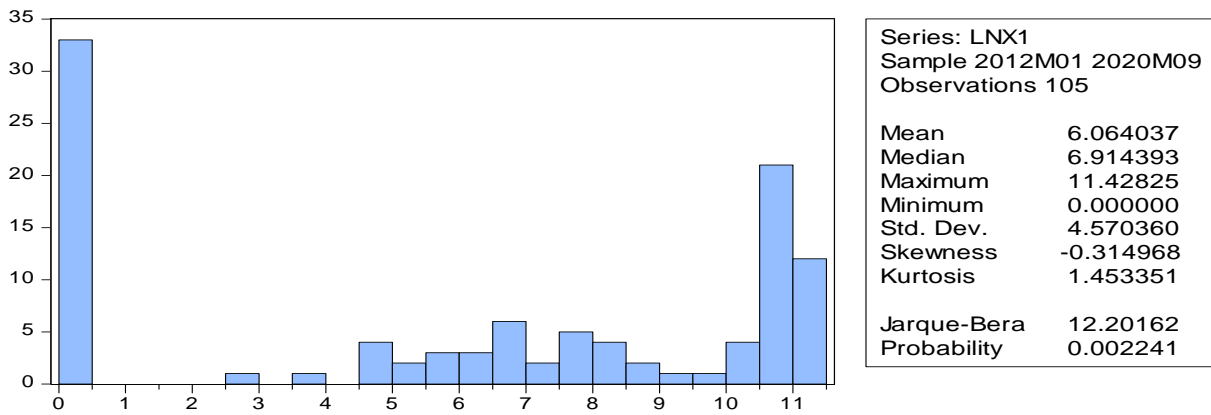
¹ خالد لافي النيف، "العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية"، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد: 05، العدد: 02، 2018، ص: 134.

ثانيا: المتغيرات المستقلة

والتي تتمثل فيما يلي:

1_ الأوراق المالية الماليزية SMG: وهي صكوك طويلة الأجل تستخدم لتمويل نفقات قطاع التنمية بسوق الأوراق المالية في ماليزيا؛ وقد تم الاعتماد عليه لمعرفة تأثير الصكوك ذات الأجل الطويلة المستخدمة كنفقات للتنمية في السوق الماليزي للفترة من جانفي 2012 إلى ديسمبر 2020، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أظهر أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

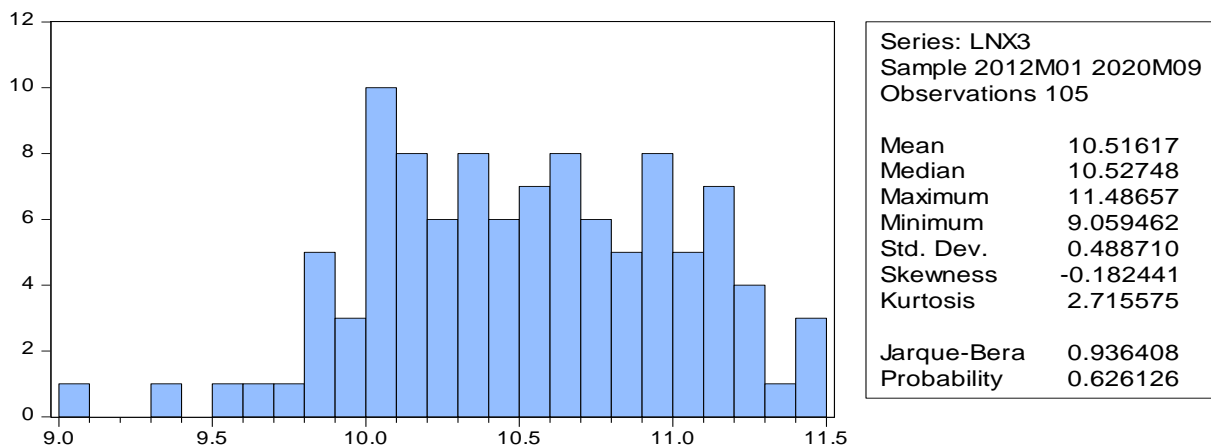
شكل رقم (67): الخصائص الإحصائية لمتغير SM



المصدر: إنطلاقا من الملحق رقم: 01 بالاعتماد على برنامج Eviews9.

2_ سندات الإستثمار الحكومي SG: تمثل أوراق مالية طويلة الأجل لا تحمل فائدة، تعمل وفقا للمبادئ الإسلامية في ماليزيا، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أظهر أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

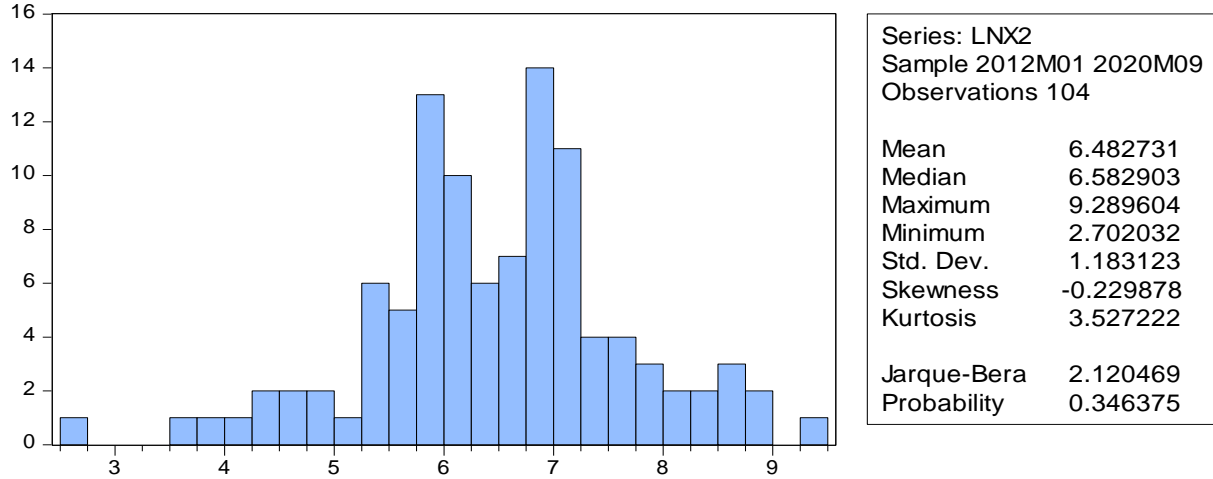
شكل رقم (68): الخصائص الإحصائية لمتغير SG



المصدر: إنطلاقا من الملحق رقم: 01 بالاعتماد على برنامج Eviews9.

3_ سندات الخزنة الماليزية ST: تمثل أوراق مالية قصيرة الأجل تستخدم في تمويل رأس المال العامل؛ وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

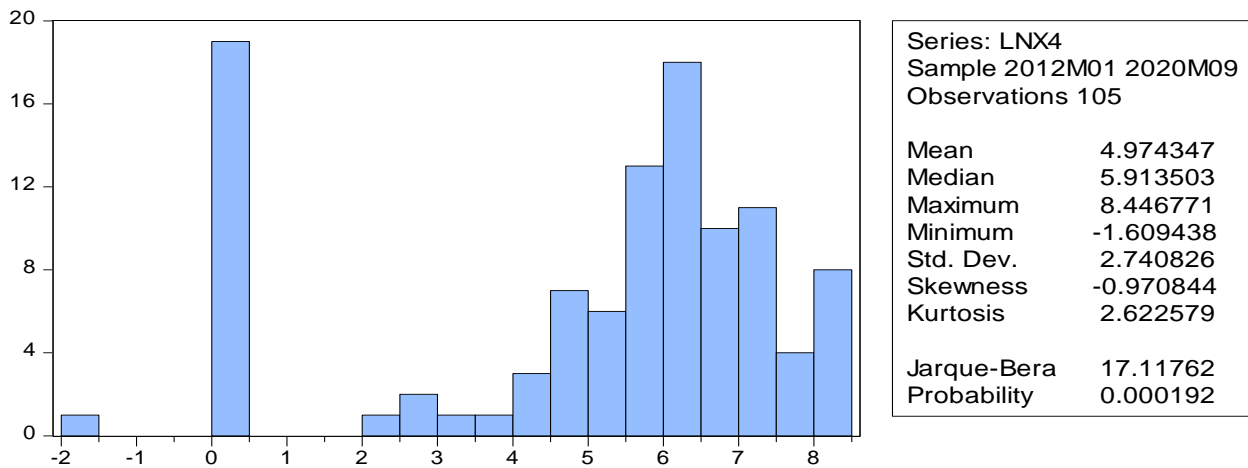
شكل رقم (69): الخصائص الإحصائية لمتغير ST



المصدر: إنطلاقاً من الملحق رقم: 01 بالإعتماد على برنامج Eviews9.

4_ صكوك الإسكان الحكومية SH: وهي صكوك تحمل نفس صيغة صكوك الإيجار المنتهية بالتملك، وتتم العملية في إطار عقد الإستصناع، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

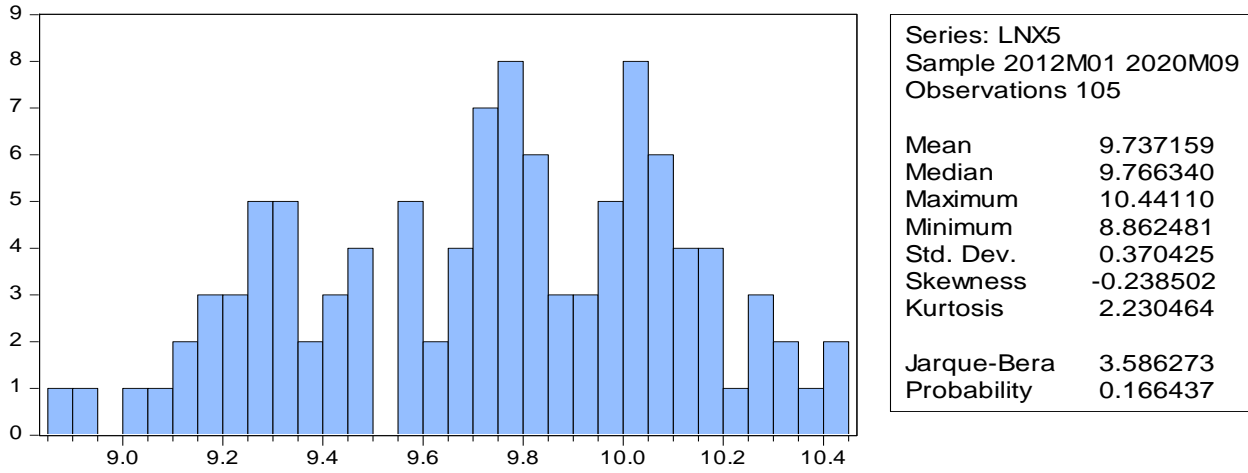
شكل رقم (70): الخصائص الإحصائية لمتغير SH



المصدر: إنطلاقاً من الملحق رقم: 01 بالإعتماد على برنامج Eviews9.

5_ صكوك القطاع الخاص SP: تصدرها المؤسسات الخاصة ويتم تداولها على مستوى البورصة الماليزية، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

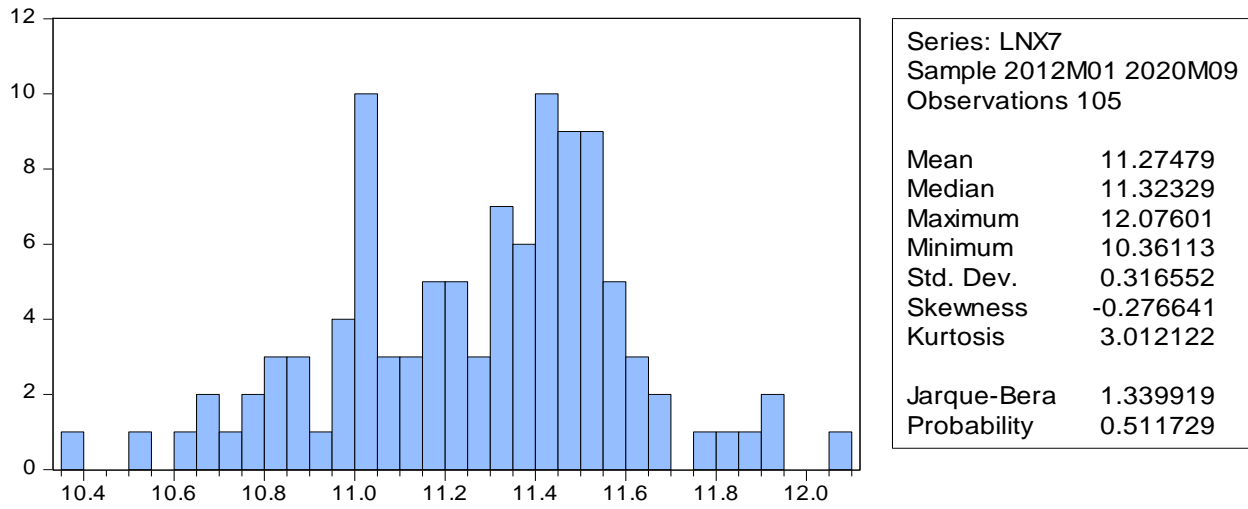
شكل رقم (71): الخصائص الإحصائية لمتغير SP



المصدر: إنطلاقاً من الملحق رقم: 01 بالإعتماد على برنامج Eviews9.

6_ إتفاقيات صكوك SGS الماليزية: وهي أوراق مالية قصيرة الأجل لا تحمل فائدة بناء على المبادئ الإسلامية في ماليزيا، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أظهر أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

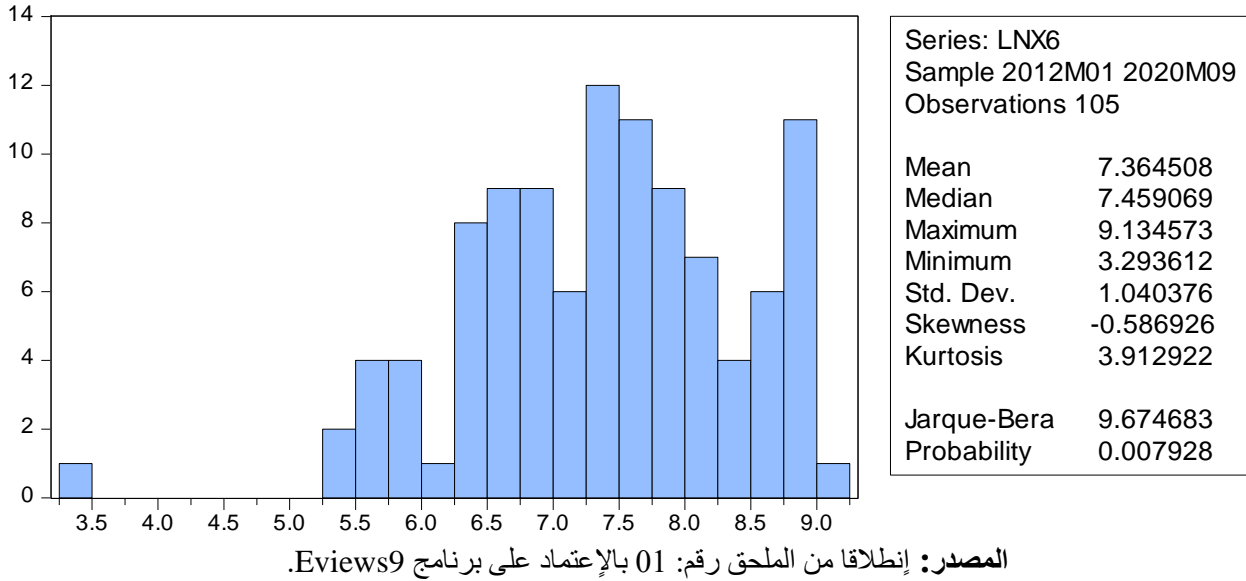
شكل رقم (72): الخصائص الإحصائية لمتغير SGS



المصدر: إنطلاقاً من الملحق رقم: 01 بالإعتماد على برنامج Eviews9.

7- إتفاقيات صكوك SGT الماليزية: وهي صكوك تحمل نفس صيغة صكوك الإيجار المنتهية بالتمليك، وتتم العملية في إطار عقد الإستصناع، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي لقيم هذا المتغير وفق برنامج Eviews9 أظهر أنه يخضع لتوزيع طبيعي وله الخصائص الإحصائية في الشكل الآتي:

شكل رقم (73): الخصائص الإحصائية لمتغير SGT



المطلب الثالث: المنهجية المستخدمة

إعتمدت إحصائيات الدراسة على البيانات الشهرية الخاصة ببعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الماليزية كمتغيرات تابعة، وكذا بعض أنواع الصكوك كمتغيرات مستقلة، خلال الفترة 2012_2020، ولقياس أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة تم استخدام المنهجية التالية:

1_ صياغة النموذج

لقياس الأثر تمت صياغة النماذج وفق الصيغة اللوغاريتمية التالية:

$$(LNVT) = c + \beta_1 LNSM + \beta_2 LNST + \beta_3 LNSG + \beta_4 LNSH + \beta_5 LNVP + \beta_6 LNSGS + \beta_7 LNSGT$$

$$(LNAT) = c + \beta_1 LNSM + \beta_2 LNST + \beta_3 LNSG + \beta_4 LNSH + \beta_5 LNVP + \beta_6 LNSGS + \beta_7 LNSGT$$

$$(LNVC) = c + \beta_1 LNSM + \beta_2 LNST + \beta_3 LNSG + \beta_4 LNSH + \beta_5 LNVP + \beta_6 LNSGS + \beta_7 LNSGT$$

$$(LNIDX) = c + \beta_1 LNSM + \beta_2 LNST + \beta_3 LNSG + \beta_4 LNSH + \beta_5 LNVP + \beta_6 LNSGS + \beta_7 LNSGT$$

حيث:

VT: حجم التداول؛

AT: عدد الأسهم المتداولة؛

VC: القيمة السوقية؛

IDX: مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة؛

SM: صكوك نقدية؛

- ST: صكوك الخزينة؛
 SG: صكوك حكومية؛
 SH: صكوك الإسكان؛
 SP: صكوك خاصة؛
 SGS: إتفاقيات الصكوك الحكومية؛
 SGT: إتفاقيات الصكوك الحكومية الخاصة؛
 C: ثابت؛
 B1,B2,B3,B4,B5,B6: معاملات؛

Ln: لوغار يتم نيبيري

2_ إختبار جذر الوحدة

والذي يعتبر من الطرق الأكثر دقة والأوسع إنتشاراً، فإستقرار السلاسل الزمنية يعتبر من المواضيع المهمة التي تعتمد بيانات زمنية كما هو الحال في الإقتصادية والمالية منها، على إعتبار أن عملية الإستدلال للمتغيرات غير المستقلة يعطي نتائج مضللة (زائفة)، إذ تكون العلاقة بين المتغيرات غير المستقرة غير حقيقية، وهذا ما يسمى بالإنحدار الزائف.

2_1 إختبار ديكي فولار الموسع

إختبار ديكي فولار الموسع Augmented Dekey_Fuller، هو تعديل لإختبار ديكي_ فولار الموسع وهو من أشهر الإختبارات المستعملة لإختبار إستقرار السلاسل الزمنية وتحديد درجة Dekey_Fuller تكاملها، ويعتمد DF لتحديد مدى إستقراره السلسلة الزمنية من عدمها على ثلاثة صيغ تتمثل في:

أ_ الصيغة الأولى: إذ يلاحظ بعدم احتواء هذه الصيغة على الحد الثابت والاتجاه الزمني

$$\Delta V_t = \lambda VT_{t-1} + \varepsilon_t$$

ب_ الصيغة الثانية $\Delta V_t = (\beta_t + \lambda VT_{t-1}) = \varepsilon_t$

ج_ الصيغة الثالثة $\Delta V_t = \beta_t + \lambda VT_{t-1} + \varepsilon_t$

حيث:

ΔVT_t : هي سير عشوائي

ΔVT_t : هي سير عشوائي بإتجاه.

ΔVT_t : هي سير عشوائي بإتجاه ولها إتجاه عام.

T: هو الزمن أو متغير الإتجاه العام.

والفروض المراد إختبارها في DF هي:

H₀: فرض العدم

$\lambda=0$ وجود جذر وحدة_ السلسلة الزمنية غير مستقرة

فرض العدم H₁:

$\lambda < 0$ عدم وجود جذر وحدة_ السلسلة الزمنية مستقرة

ε_t : الخطأ العشوائي (التشويش الأبيض)¹.

وتعديل معادلة إختبار DF إلى إختبار ADF، لابد من زيادة قيم فترات زمنية متأخرة للمتغير التابع في المعادلات السابقة، وبذلك فان إختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة يتم عن طريق تقدير الإنحرافات التالية:

$$\Delta VT_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda VT_{t-1} + \sum_{i=1}^n \beta_i VT_{t-i} + U_t$$

$$\Delta AT_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda AT_{t-1} + \sum_{j=1}^m \beta_j AT_{t-j} + U_t$$

$$\Delta VC_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda VC_{t-1} + \sum_{k=1}^l \beta_k VC_{t-k} + U_t$$

$$\Delta IDX_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda IDX_{t-1} + \sum_{r=1}^o \beta_r IDX_{t-r} + U_t$$

$$\Delta SM_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda SM_{t-1} + \sum_{y=1}^p \beta_y SM_{t-y} + U_t$$

$$\Delta ST_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda ST_{t-1} + \sum_{d=1}^F \beta_d ST_{t-d} + U_t$$

$$\Delta SG_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda SG_{t-1} + \sum_{q=1}^S \beta_q SG_{t-q} + U_t$$

$$\Delta SH_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda SH_{t-1} + \sum_{x=1}^w \beta_x SH_{t-x} + U_t$$

¹التشويش الأبيض: هو عبارة عن سلسلة من المشاهدات العشوائية غير المترابطة، بحيث تكون ذات درجة عالية من الإستقلالية، بمتوسط صفري وتباين ثابت.

$$\Delta SP_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda SP_{t-1} + \sum_{z=1}^v \beta_z SP_{t-z} + U_t$$

$$\Delta SGH_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda SGH_{t-1} + \sum_{e=1}^h \beta_e SGH_{t-e} + U_t$$

$$\Delta SGT_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \lambda SGT_{t-1} + \sum_{b=1}^c \beta_b SGT_{t-b} + U_t$$

حيث أن:

n,m,I,o,p,F,s,w,v,h,c طوال فترات الإبطاء.

من المعادلة السابقة، نجد أنها تتضمن حدا ثابتا (α)، وإتجاهها زمنيا αt إضافة إلى أن μ يمثل مقدار الخطأ العشوائي الصافي، كما وأنه:

$$\begin{cases} \Delta VT_{t-1} = VT_{t-1} + VT_{t-2} \\ \Delta VT_{t-2} = VT_{t-2} + VT_{t-1} \end{cases}$$

وعليه، فإن فروق الفترات الزمنية المتأخرة والذي يجب احتواؤه في هذا الإنحدار يتم إختباره عمليا، من خلال الفروض التالية:

- فرضية العدم (السلسلة غير مستقرة)؛
- الفرضية البديلة (السلسلة مستقرة).

H_1 بحيث $0 < \beta < 1$ أو $0 < \alpha < 1$ وحتى هذا يتم هذا لإختبار لا بد من حساب

الإحصاءة ($\tau * \lambda$) لمعلمة المتغير المبطن لفترة واحدة:¹

حيث أن:

λ : معلمة المتغير المبطن لفترة واحدة y_{t-1} ؛

s_λ : الإنحراف المعياري لهذه المعادلة.

والقرار في الصيغ الثلاث المذكورة يكون بمقارنة المحسوبة ($\tau * \lambda$) مع القيمة الجدولية لـ (DF) مع

(ADF).

2_2 إختبار فيليبس

وهو من أشهر الإختبارات الخاصة بإختبار إستقراريه السلاسل الزمنية والتأكد من درجة تكاملها، غير أنه يختلف عن إختبار (ADF) في كيفية تعامله مع مشكلة الارتباط المتسلسل في مقادير الخطأ، بحيث يستخدم طرق إحصائية لا معلمية دونما إضافة مقادير الفروق في الفترات الزمنية المتأخرة¹.

¹Mackinron, J,G, « Critical values for cointegration tests », chapter 13 in long-run economic relationships : readings in cointegration, ed,R,F,engle and C,W,J, granger, Oxford,Oxford University press, p:276

ويطلب إختبار فيليبس- بيرون (PP) تقدير المعادلة الآتية باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS):²

$$\Delta y_t = \beta + \lambda y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$S^2 = T^{-1} + \sum_{t=1}^T B_t^2 + 2T^{-1} \sum_{s=1}^L \sum_{t=1}^T B_t B_s$$

ويتم تقدير تباين الخطأ كما يلي:

حيث أن:

T: تمثل حجم العينة؛

L: عامل الإبطاء.

3_ تحليل التكامل المشترك

تركز نظرية التكامل المشترك على تحليل السلاسل الزمنية غير الساكنة، حيث تشير الدراسات إلى إمكانية توليد مزيج خطي يتصف بالسكون إنطلاقاً من السلاسل الزمنية غير الساكنة في هذه الحالة تعتبر متكاملة من نفس الرتبة، وبالتالي فإنه يمكن استخدام مستوى المتغيرات في الإنحدار ولا يكون الإنحدار في هذه الحالة زائفاً³.

ففي لغة الإقتصاد القياسي أي متغيرين يكونان متكاملين تكامل مشترك فقط إذا كان لديهما علاقة طويلة الأمد أو توازن في الأجل الطويل، فإختبارات التكامل المشترك تعتمد كثيراً على إختبارات جذر الوحدة. ويوجد هناك العديد من الطرق لإختبار وجود التكامل المشترك، أهمها:

1.3 إختبار إنجل-جرانجر

قدم جرانجر رابطاً رائعاً بين عدم السكون ومفهوم التوازن طويل الأجل، أطلق عليه مفهوم التكامل المشترك⁴، ويعد إختبار إنجل-جرانجر من أبسط الطرق المستخدمة في إختبار وجود التكامل المشترك في السلاسل الزمنية، والذي يشترط أن تكون المتغيرات متكاملة من نفس الرتبة، ولغرض تحديد هذه الأخيرة يتم استخدام إختبار ADF و PP المتعلق بجذر الوحدة⁵.

2.3 طريقة جوهانس-جسليس

ينطوي هذا الإختبار على تقدير نموذج متجه الإنحدار الذاتي (var)، باستخدام دالة الإمكانية العظمى، حيث يتم عمل إنحدار للمتغيرات التابعة على المتغيرات المستقلة في النموذج، ثم إجراء إختبارات جذر

¹ دامو دار جارات، ترجمة: هند عبد الغفار عودة، " الإقتصاد القياسي"، دار المريخ، الرياض، 2015، ص: 1052.

² عبد الله حسن، علي عبد الزهرة، " تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل بإستعمال إختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتياً ونماذج توزيع الإبطاء ARDL"، العلوم الإقتصادية، ع، 34- م- 9، 2013، بغداد، ص: 182.

³ حفيف عبد الحميد، "أثر المتغيرات الإقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية_ دراسة حالة سوق الأوراق المالية الأردنية" أطروحة دكتوراه علوم، جامعة باجي مختار، عناية، 2016، ص: 233.

⁴ خالد محمد السواعي، " أساسيات القياس الإقتصادي بإستخدام إيفوز، دار الكتاب الثقافي، 2012، ص: 197

⁵ عمار حميد خلف، " تطبيقات الإقتصاد القياسي Eviews أمثلة-تطبيقات- تقدر نماذج- تفسير نتائج-تنبؤ"، الطبعة الأولى، دار الدكتوراه للعلوم الإقتصادية والإدارية والعلوم الأخرى، بغداد، 2015، ص: 91.

الوحدة على بواقي المعادلة، وذلك للتعرف على هذه البواقي فيما إذا كانت ساكنة أم لا، فإذا كانت ساكنة فإن المتغيرين يكونا متكاملين تكاملاً مشتركاً¹.

4- تحديد معلمات نموذج تصحيح الخطأ

تصاغ نماذج تصحيح الخطأ للمتغيرات التابعة كالاتي:

$$\begin{aligned}\Delta(LNVT) &= c + \beta_1 \Delta LNSM + \beta_2 \Delta LNST + \beta_3 LNSG + \beta_4 \Delta LNSH + \beta_5 \Delta LNSP \\ &+ \beta_6 LNSGS + \beta_7 LNSGT + \beta_8 \Delta \varepsilon_{t-1} + E_t \\ \Delta(LNAT) &= c + \beta_1 \Delta LNSM + \beta_2 \Delta LNST + \beta_3 LNSG + \beta_4 \Delta LNSH + \beta_5 \Delta LNSP \\ &+ \beta_6 LNSGS + \beta_7 LNSGT + \beta_8 \Delta \varepsilon_{t-1} + E_t \\ \Delta(LNVC) &= c + \beta_1 \Delta LNSM + \beta_2 \Delta LNST + \beta_3 LNSG + \beta_4 \Delta LNSH + \beta_5 \Delta LNSP \\ &+ \beta_6 LNSGS + \beta_7 LNSGT + \beta_8 \Delta \varepsilon_{t-1} + E_t \\ \Delta(LNIDX) &= c + \beta_1 \Delta LNSM + \beta_2 \Delta LNST + \beta_3 LNSG + \beta_4 \Delta LNSH + \beta_5 \Delta LNSP \\ &+ \beta_6 LNSGS + \beta_7 LNSGT + \beta_8 \Delta \varepsilon_{t-1} + E_t\end{aligned}$$

حيث:

Δ

: ترمز إلى الفرق الأول؛

ε_{t-1}

: قيم الإبطاء للفترة الواحدة للخطأ عن إنحدار التكامل المشترك.

يستخدم نموذج الخطأ كوسيلة لتكييف سلوك المتغير في الأجل القصير مع سلوكه في الأجل الطويل، حيث تستخرج الفروقات بين القيم المقدرة، والقيم الفعلية للمتغير التابع في النموذج التكاملي، ثم يعالج التقدير للنموذج بإدخال الفرق الأول للأخطاء².

5- إختبار السببية³

يعتبر الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية العنصر الأهم في تحليل الظواهر الاقتصادية، غير أن الارتباط يحد ذاته لا يعني وجود علة أو سبب ما بين المتغيرات بقدر ما يعبر عن الإقتران زماناً أو مكاناً، وبالتالي يصعب استخدام تقلب المتغيرات في تفسير ما يحدث بالمتغيرات المرتبطة بها، لذلك فإن عدم التعرف الصحيح على العلاقة السببية وتشخيصها يعد مصدراً ممثلاً للخطأ.

ويعد تحليل السببية بين التغيرات وقياسها، منهجاً مفضلاً أحياناً في التعرف على العلاقات الاقتصادية مقارنة بمنهج الارتباط والإنحدار الإحصائي، وتعد مساهمة Granger الأبرز بين باقي الدراسات التي

¹رياض المومني، محمد ملاوي، "أثر عرض النقود على أداء بورصة عمان: دراسة قياسية (1978-2006)"، أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، 2011، ص: 1884.

²إياد خالد الجالي، رانيا الدروبي، "أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأسواق المالية خلال الفترة (1994-2009)" - دراسة حالة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد: 27، العدد: 04، جامعة دمشق، 2011، ص: 341.

³شفيق عريش، عثمان نقار، رولي شفيق إسماعيل، "إختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد: 05، 2011، ص: 81-82.

تعرضت لمفهوم السببية والذي يتطلب تقدير نموذج متجه إنحدار ذاتي Var ثنائي الإتجاه الذي يصف سلوك المتغيرين x و y:

$$\gamma_t = \partial_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \gamma_{t-1} + \sum_{i=1}^p \Phi Y_{T-1} + \varepsilon_{t1} \dots (1)$$

$$\gamma_t = \partial_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \gamma_{t-1} + \sum_{i=1}^p \Phi Y_{T-1} + \varepsilon_{t2} \dots (2)$$

وتتمثل خطوات إختبار Granger بما يلي:

أ- تقدير الصيغة المقيدة: ونقصد بها المعادلة التالية:

$$\gamma_t = \partial_0 + \sum_{i=1}^k \beta_i VT_{t-1} + \varepsilon_{t2} \dots (3)$$

والتي تفترض أن يكون الجزء الثاني من المعادلة (1) تساوي الصفر، بمعنى أن المتغير x لا يؤثر على المتغير y، ثم نحصل على مجموع مربعات البواقي المقدر من معادلة الصيغة المقيدة (3).
ب- تقدير الصيغة غير المقيدة:

$$VT = \sum_{i=1}^k \beta \alpha VT_{t-1} + \varepsilon_{t3} \dots (3)$$

6. إختبار دالة الإستجابة لردة الفعل¹

يظهر دور دالة الإستجابة لتتبع التفاعل بين المتغيرات، فإذا كانت المتغيرات مستقرة ومتكاملة فإنها تكون في حالة توازن في فترة زمنية معينة، وأن أية صدمة لأي من المتغيرات المستخدمة ستعمل على التأثير على وضعية التوازن لفترة زمنية معينة، ثم تعود المتغيرات إلى التوازن شريطة عدم حدوث أي صدمة أخرى في نفس الوقت.

وتواجه دالة الإستجابة الفورية مشكلة ترتيب المتغيرات الداخلة في النموذج، فعند حدوث صدمة مقدارها إنحراف معياري واحد في متغير ما نتيجة بسياسة إقتصادية معينة أو لسبب آخر فإن دالة الإستجابة تقيس ذلك على القيمة الحالية والمستقبلية لذلك المتغير والمتغيرات الأخرى، وهذا في حالة إفتراض عدم وجود ترابط بين المتغيرات العشوائية، فهذا يعني أنهما مشتركان في قيمة غير معرفة أو محددة، وبيروز دور هذه الدالة كيفية الإستجابة المفاجئة التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيرات

¹أياد خالد شلال المجال، "محددات الطلب على الإستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني"، أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، 2012، ص: 122.

المتضمنة في النموذج، كما وتعكس أيضا كيفية إستجابة كل متغير من هذه المتغيرات لأي متغير عشوائي، أو صدمة مفاجئة في أي متغير من متغيرات النموذج مع مر الزمن.

المبحث الثاني: إختبار أثر الصكوك على حجم التداول وكمية التداول

تبعاً لما تم تناوله في المبحث الأول من إستعراض الدراسات السابقة حسب كل متغير على حدى في المطالب الأول، وكذا المنهجية المستخدمة في الدراسة، ومختلف النماذج القياسية التي يفترض أن يتم تطبيق أساليب التحليل الإحصائي عليها، ثم تم تحدي متغيرات الدراسة وإختبار أثرها على سوق الأوراق المالية الماليزية، والمتمثلة في المتغيرات المستقلة التي تضم سبعة أنواع من الصكوك وهي: SM,ST,SG,SP,SH، كأهم الأنواع التي تنشط على مستوى سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مع إستحداث اتفاقيات صك SGT,SGS، على المتغيرات التابعة لكل من: حجم التداول VT، وكمية التداول AT في سوق الأوراق المالية الماليزية، وذلك وفقاً لنموذجين قياسيين مستقلين. وعليه ولتحليل أثر المتغيرات المستقلة على كل من حجم التداول وكمية التداول، تم الإعتماد على إختبارين للإستقراريه المتمثل في إختبار ديكي فولار الموسع ADF وإختبار فيلبس_بيرون PP، ثم إجراء إختبار التكامل المشترك لتحديد ما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والتابعة.

إنطلاقاً مما تآتى ذكره، سيتم تقسيم المبحث الثاني إلى المطالب:

- إختبار أثر المتغيرات المستقلة على حجم التداول؛
- إختبار أثر المتغيرات المستقلة على كمية التداول.

المطلب الأول: إختبار أثر المتغيرات المستقلة على حجم التداول

سيتم في هذا المطلب إختبار أثر المتغيرات المستقلة المتمثلة في SM,ST,SG,SH,SP,SGT,SGS على المتغير التابع الأول حجم التداول VT من خلال الإختبارات التي تم تحديدها، ثم تحليل النتائج المتحصل عليها وتفسيرها.

ويهدف إختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من المتغيرات الدراسية خلال فترة الدراسة (2012_2020)، إستقراره السلاسل الزمنية للمتغيرات المستقلة والتابعة في الأشكال التالية:

أولاً: إختبار الإستقراره

سيتم الإستقراره وفقاً للإختبارات التالية:

1. إختبار ديكي فولار الموسع:

هذا الإختبار هو الآخر يهتم بفحص إستقراره الصكوك بتغير الزمن من خلال التأكد من مدى إستمرارية كل من SM , ST,SG ,SH ,ST ,SGT ,SGS كمتغيرات مستقلة وحجم التداول VT كمتغير تابع.

وبتطبيق إختبار ديكي فولار الموسع على كل من الرتبة الأصلية والفروق الأولى عند مستوى ADF ومستوى 5% و 1% تم الحصول على النتائج المسجلة في الجدول أدناه:

جدول رقم (31): نتائج إختبار ديكي فولار الموسع

ADF Test of unit Root										
Series	Lags	Levels				Lags	stDifferencial			
		Mac Val		ADF	Prob		Mac Val		ADF	Prob
		1%	%5				1%	%5		
VT	0	-	-	-	0.2809	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	2.0131			3.4950	2.8897	10.2449	
SM	0	-	-	-	0.4044	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	1.7477			3.4950	2.8879	16.7581	
ST	0	-	-	-	0.0000	9	-	-	-8.3052	0.0000
		3.4943	2.8900	6.7870			3.4999	2.8918		
SG	0	-	-	-	0.0000	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	5.6673			3.4950	2.8897	15.0025	
SH	0	-	-	-	0.0000	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	6.7410			3.4950	2.8897	14.7435	
SP	0	-	-	-	0.0000	1	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	5.5472			3.4956	2.8900	10.1075	
SGT	2	-	-	-	0.0000	5	-	-	-8.0274	0.0000
		3.4950	2.8897	4.8680			3.4984	2.8912		
SGS	0	-	-	-	0.0000	1	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	6.2748			3.4956	2.8900	11.3753	

المصدر: الملحق رقم: 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews9 وفق تطبيق TEST dickey-fuller Augmented

تشير نتائج الجدول السابق أن كل من السلاسل الزمنية ST,SG,SH,SP,SGT,SGS مستقرة المستوى-لا تحتوي على جذر وحدة-، لكون t المحسوبة أكبر من t الجدولية، وعليه يتم قبول الفرض

الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر الصكوك على آدا سوق الأوراق المالية في ماليزيا

البديل H_1 الذي يقضي بعدم وجود جذر وحدة عند مستوى المعنوية 5% و 1% ، وبما أن هذه المتغيرات مستقرة عند المستوى، فهي متكاملة من الدرجة (0).

ويستثنى من هذا التحليل كل من VT و SM حيث أظهرت النتائج أنها غير مستقرة عند المستوى، أي أنها تحتوي جذر وحدة، وهذا لكون t المحسوبة (-2.0131، -1.7477) على التوالي أقل من t الجدولية (-2.8894)، لهذا نقبل فرصة فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، لهذا السبب تم أخذ الفرق الأول الذي أظهرت نتائجه أن السلسلتين الزميتين VT و SM هي سلاسل مستقرة عند الفرق الأول، بدرجة تكامل I_1 ، أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى، أما بالنسبة لفترات التباطؤ، فحسب معيار S/C تراوحت ما بين 0 و 2 عند المستوى، وبين 0، 1، 5، 9 عند الفرق الأول.

2. إختبار فيليبس بيرون

يقوم إختبار فيليبس بيرون لغرض إختبار جذر الوحدة على السلاسل الزمنية للمتغيرات الزمنية المستقلة المتمثلة في الصكوك SM,ST,SG,SH,SP,SGT,SGS وحجم التداول VT وتطبيق إختبار PP على برنامج VT تم الحصول على النتائج التالية أدناه:

جدول رقم (32): إختبار فيليبس-بيرون

ADF Test of unit Root																
Series	Band width	Levels				Band width	stDifferencial1				Series	Band width	stDifferencial2			
		Mac Val		PP	Prob		Mac Val		pp	Prob			Mac Val	PP	Prob	
		1%	%5				1%	%5								
VT	11	-	-	-	0.2283	0	-3.450	-	-	0.0000						
		3.4943	2.8894	2.1435				2.8897	10.2449							
SM	0	-	-	-	0.4044	12	-3.450	-	-	0.0000						
		3.4943	2.8894	1.7477				2.8897	15.5640							
ST	0	-	-	-	0.0000	0	-	-	-	0.0001	ST	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8900	6.7870			3.4970	2.8906	18.8736			4.0505	3.4544	8.8808		
SG	0	-	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000						
		3.4943	2.8894	5.6673				2.8897	15.0025							
SH	0	-	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000						
		3.4943	2.8894	6.7410				2.8897	14.7435							
SP	0	-	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000						
		3.4943	2.8894	5.5472				2.8897	13.2514							
SGT	0	-	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000						
		3.4943	2.8894	7.2235				2.8897	17.1189							
SGS	0	-	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000						
		3.4943	2.8894	6.2748				2.8897	15.4628							

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج 9 EViews وفق تطبيق TEST PP of unit root

من الجدول السابق وبعد تطبيق PP Test of unit root ، أشارت النتائج إلى أن إختبار PP قد وافق تماما إختبار ADF في تحديد مدى إستقراره السلاسل الزمنية للصكوك بالنسبة لحجم التداول، من خلال النقاط التالية:

- VT و SM غير مستقرة المستوى عند مستوى معنوية 5% و 1%، على إعتبار أن t المحسوبة أقل من t الجدولية (-2.1435، -1.7477) على التوالي أقل من t الجدولية (-2.8894)، وهو ما يعني قبول الفرض H_0 ورفض الفرض H_1 الذي يقضي بعدم وجود جذر وحدة عند مستوى معنوية 5% و 1%؛

• وكما هو الحال في إختبار ADF فإنه وبعد إجراء إختبار الفرق الأول أصبحت كل من SM و VT مستقرة عند مستوى معنوية 5% و 1%، لكون t المحسوبة (-15.5640، -10.2449) أكبر من t الجدولية (-2.8897)، وعليه فهي متكاملة من الدرجة الأولى (I(1)؛

• أما بالنسبة لباقي الصكوك المتمثلة في ST,SG,SH,SP,SGT,SGS، فهي مستقرة عند المستوى، وعلى الرغم من ذلك كانت t المحسوبة لها (-6.7870، -5.6673، -6.7410، -5.5472، -7.2235، -6.2748) للصكوك أكبر من t الجدولية (-2.8900، -2.8894، -2.8894، -2.8894، -2.8894، -2.8894)، وهو ما يعني رفض الفرضية البديلة H_1 التي تقول بوجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5% و 1% أي أنها مستقرة المستوى ومتكاملة من الدرجة الأولى (I)؛

وتجدر الإشارة أن prob ST عند الفرق الأول كانت 0.0001، وبتطبيق PP Test of unit root في المستوى الأول بالأخذ ب Trend and entercept كانت أيضا مستقرة عند المستوى المعنوية 5%، لأنه كانت t المحسوبة (-8.5508) أكبر من t الجدولية (-3.4544)، وعليه فهي أيضا متكاملة من الدرجة I_0 ، عند المستوى في إختبار كل من القاطع والاتجاه العام، ونفس الملاحظة بالنسبة لعدد فترات التباطؤ التي تراوحت بين 0،12 عند المستوى و 0،12 عند أخذ الفروقات.

ثانيا: نتائج التكامل المشترك- إختبار الحدود-

بعدما تم إثبات أن السلاسل الزمنية لمعظم الصكوك مستقرة المستوى، والبعض الآخر مستقرة الفرق الأول؛ أي يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى I_1 سيتم استخدام أسلوب الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الذي يتماشى مع هذه الحالات، وسيتم توضيح ذلك في النتائج المبينة في الجدول أدناه:

جدول رقم (33): نتائج التكامل المشترك "إختبار الحدود"

Test Statistic	Value	K
F-statistic	2.504849	7
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	02.03	03.13
5%	02.32	03.50
2.5%	02.60	03.84
1%	02.96	04.26

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EVIEWS9 وفق تطبيق Coefficient diagnostics – bounds test. تشير نتائج إختبار الحدود للتكامل المشترك في الجدول أعلاه إلى رفض فرضية العدم H_0 القائلة بعدم وجود تكامل مشترك والأخذ بالفرضية البديلة H_1 التي تقوم بوجود تكامل مشتركين متغيرات نموذج الدراسة عند مستوى معنوية 5% لكون F-Statistic أكبر من I_0 bound وأقل من I_1 bound، الأمر الذي يدل على وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيرات ومن ثمة وجود علاقة سببية بينهما.

ثالثاً: نموذج تصحيح الخطأ VECM

بعد أن تم التأكد أن جميع المتغيرات الداخلة في التحليل والمتمثلة في المتغيرات المستقلة SM,ST,SG,SH,SP,SGT,SGS وعلاقتها بحجم التداول VT هي مستقرة، سواء عند الرتبة الأصلية أو عند أخذ الفروقات، فإنه يتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ VT وذلك باستخدام برنامج Vector error correction تم التوصل إلى النتائج التالية:

جدول (34): العلاقة التوازنية طويلة الأجل

LnVT= 9.3267-0.001408lnSM -0.0111lnST-0.0921lnSG+0.0014lnSH-0.0987lnSP+0.0167lnSGT-0.0037lnSGS								
SM	ST	SG	SH	SP	SGT	SGS	CointEq(-1)= -0.2139	T
0.6695	0.2807	0.1272	0.1151	0.0830	0.2131	0.9604	0.0002	

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews9 وفق التطبيق Cointegration – diagnostics and long run form.

من نتائج الجدول السابق يتضح لنا أن معامل الضبط أو تصحيح الخطأ سالب ومعنوي، مما يدل على وجود تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بسرعة تصل إلى (-0.2139)، هذا وبالنسبة إلى العلاقة الدالة بين المتغيرات تشير إلى أن:

• وجود علاقة عكسية ذات معنوية بين التطورات الحاصلة في قيمة صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول في ماليزيا SM وبين مؤشر حجم التداول في بورصة ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2020، حيث تشير النتائج إلا أن ارتفاع قيمة صكوك SM وبنسبة 1% يؤدي إلى تراجع بسيط جدا في مؤشر بورصة ماليزيا بنسبة 0.1408% وهذا ما يتوافق مع معظم نظريات الإستثمار التي ترى أن الإستثمار في الأدوات القصيرة الأجل يعتبر بديل عن الإستثمار في سوق الأوراق المالية، وهو ما يفسر العلاقة العكسية؛

• وجود علاقة عكسية معنوية بين صكوك أدوات الخزانة الإسلامية الماليزي ST ومؤشر حجم التداول VT في بورصة الأوراق المالية الماليزية، حيث تشير النتائج إلى التراجع في صكوك ST أدى إلى تراجع المؤشر بنسبة 1% وهو ما لا يتفق مع وجود العلاقة الإيجابية بين الإستثمار في الأدوات القصيرة الأجل ونشاط سوق الأوراق المالية الماليزية؛

• أشارت النتائج إلى العلاقة التي تربط بين الإستثمار في صكوك الإستثمار الحكومي SG ومؤشر حجم التداول في بورصة ماليزيا على أنها علاقة عكسية، حيث أن التغير في قيمة هذه الصكوك بنسبة 1%، أدى التراجع في قيمة المؤشر بـ 9.2%، وهو ما لا يتفق مع منطق الإستثمار المالي الذي يرى أن زيادة نشاط سوق الأوراق المالية، ربما يرجع الأمر هنا انه لم تتخذ هذه الصكوك كداعمة أساسية للإستثمار في سوق الأوراق المالية في السوق الماليزي؛

- ما يلاحظ انه كان لصكوك الإسكان الحكومية SH التأثير الإيجابي المعنوي على حجم التداول في بورصة ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة حيث دلت الدراسة على أن التغير في قيمة صكوك SH بـ 1%، تؤدي إلى زيادة حجم التداول في السوق بشكل جد بسيط يقدر بـ 0.14% (يكاد يكون معدوم)، وهو ما يعني أن SH لمتعامل على تفعيل السوق بالشكل المطلوب؛
 - وجود علاقة عكسية بين صكوك القطاع الخاص SP ومؤشر حجم التداول لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة المدروسة، حيث أن أي تغير في SP بنسبة 1% أدى إلى التراجع في قيمة هذه الصكوك بنسبة 1.16% وهذا ما يعني أن صكوك القطاع الخاص كان لها التأثير العكسي على مؤشر حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية، رغم سياسة تشجيع الإستثمار في القطاع الخاص التي كانت منتهجة من طرف ماليزيا؛
 - وجود علاقة إيجابية معنوية بين إتفاقيات القطاع الحكومي SGT ومؤشر حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة المدروسة إذ أن التغير في قيمة الصكوك الحكومية بـ 1% تؤدي إلى زيادة بمؤشر حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية بنسبة 1.67%، وهو ما يتفق مع منطق الإستثمار المالي الذي يرى أن زيادة الاعتماد على الصكوك كأدوات إستثمار طويلة الأجل يؤدي إلى زيادة نشاط سوق الأوراق المالية على الرغم أن التأثير كان جد بسيط؛
 - وجود علاقة عكسية بين SGS و VT في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال فترة الدراسة، حيث أن أي تغير في قيمة SG بـ 1%، يؤدي إلى التراجع في قيمة الصكوك بنسبة 0.37%.
- وعليه ومن خلال تحليل النتائج السابقة وعلاقة الصكوك بحجم التداول لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، نستنتج أن تأثير الصكوك في مجملها على حجم التداول كان ضعيف أو قد لا يذكر، وهذا يدل على انه وحسب مفهوم VT الذي يعمل علي قياس قوة الضغط خلف حركة الأسعار، وبما أن هذه الأخيرة سجلت حركة ضعيفة، وبالتالي فتأثير الصكوك على حجم التداول أدى إلى هبوط سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا على عكس المتوقع بالنسبة للعلاقة التوازنية طويلة الأجل.

المطلب الثاني: إختبار اثر المتغيرات المستقلة على كمية الأسهم المتداولة

سيتم في هذا المطلب إجراء نفس الإختبارات السابقة الخاصة بالنموذج الذي يقيس علاقة تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في صكوك SM,ST,SG,SH,SP,SGT,SGS على كمية التداول AT وفقاً للاتي:

أولاً: إختبار الإستقرائيه

1. الوحدة إختبار ديكي فولار الموسع

هذا الإختبار يهتم بفحص إستقراريه الصكوك بتغير الزمن من خلال إثبات إستمرارية المتغيرات المستقلة المتمثلة في الصكوك محل الدراسة SM,ST,SG,SH,SP,SGT,SGS عدد الأسهم المتداولة كمتغير تابع، وبتطبيق إختبار ADF عند كل مستوى معنوية 5% و 1%، تم تسجيل النتائج التالية:

جدول رقم (35): نتائج إختبار ديكي فولار الموسع

ADF Test of unit Root										
Series	Lags	Levels				Lags	stDifferencial1			
		Mac Val		ADF	Prob		Mac Val		ADF	Prob
		1%	%5				1%	%5		
AT	12	-	-	-	0.3133	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8897	1.9393			3.4950	2.8897	10.2449	
SM	0	-	-	-	0.4044	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	1.7477			3.4950	2.8879	16.7581	
ST	0	-	-	-	0.0000	9	-	-	-8.3052	0.0000
		3.4943	2.8900	6.7870			3.4999	2.8918		
SG	0	-	-	-	0.0000	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	5.6673			3.4950	2.8897	15.0025	
SH	0	-	-	-	0.0000	0	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	6.7410			3.4950	2.8897	14.7435	
SP	0	-	-	-	0.0000	1	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	5.5472			3.4956	2.8897	10.1075	
SGT	2	-	-	-	0.0000	5	-	-	-8.0274	0.0000
		3.4950	2.8897	4.8680			3.4984	2.8912		
SGS	0	-	-	-	0.0000	1	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	6.2748			3.4956	2.8900	11.3753	

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج 9 EViews وفق تطبيق TEST dickey –fuller Augmented

أشارت نتائج إختبارات الجدول السابق إلى أن متغير AT وصكوك SM غير مستقرة عند المستوى، وذلك لان t المحسوبة (-1.9393، -1.7477) أقل من t الجدولية (-2.8897، -2.8894) عند مستوى 5%، وهذا يؤدي إلى قبول فرضية العدم H0 التي تقضي بوجود جذر الوحدة، ورفض الفرضية البديلة H1 التي تقول بعدم وجود جذر وحدة .

وبعد إجراء إختبار الفرق الأول عند مستوى معنوية 5% و 1%، أضحت كل من AT و SM مستقرة، لكن t المحسوبة (-12.8770، -16.7581) باتت أكبر من t الجدولية (-2.8897)، ومنه نرفض فرضية العدم H0، التي ونقبل الفرضية البديلة H1 التي تقول بعدم وجود جذر وحدة عند مستوى معنوية 5%، وعليه فالسلسلتين الزميتين AT و SM متكاملتين عند الدرجة الأولى (1)I.

وبالنسبة لباقي المتغيرات المتمثلة في صكوك ST,SG,SH,SP,SGT,SGS، فهي مستقرة عند المستوى، لكون t المحسوبة لها (-6.7870،-5.6673،-6.7410،-5.5472،-4.8680،-6.2748،-6.2748) أكبر من t الجدولية (-2.8894،-2.8900،-2.8894،-2.8894،-2.8894،-2.8897،-2.8894)، وهذا يقود إلى رفض فرضية العدم H0 التي وقبول الفرضية البديلة H1 التي تقضي بعدم وجود جذر وحدة، وعليه فالسلاسل الزمنية السابقة متكاملة عند درجة تكامل I(0) وأيضا متكاملة عند درجة تكامل I(1) عند أخذ الفروقات.

وحسب معيار S/C فان فترات التباطؤ تراوحت بين 2،0،12 عند المستوى 0،1،5،9 عند الفرق الأول.

2. إختبار فيليبس بيرون

بتطبيق إختبار PP على المتغيرات المستقلة المتمثلة في الصكوك محل الدراسة وعدد الأسهم المتداولة AT على برنامج Eviews9 تم الحصول على النتائج التالية:

جدول (36): إختبار فيليبس بيرون

Series	Band width	Levels				Band width	stDifferencial I			
		Mac Val		PP	Prob		Mac Val		pp	Prob
		1%	%5				1%	%5		
AT	11	-3.4943	-	-	0.2283	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	2.1394				2.8897	10.2449	
SM	0	-3.4943	-	-	0.4044	12	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	1.7477				2.8897	15.5640	
ST	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-	-	-	0.0001
			2.8900	6.7870			3.4970	2.8906	18.8736	
SG	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	5.6673				2.8897	15.0025	
SH	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	6.7410				2.8897	14.7435	
SP	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	5.5472				2.8897	13.2514	
SGT	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	7.2235				2.8897	17.1189	
SGS	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	6.2748				2.8897	15.4628	

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج 9 EViews وفق تطبيق TEST PP of unit root

إنطلاقاً من الجدول السابق نجد أن نتائج TEST PP of unit root قد وافقت نتائج TEST ADF of unit root حيث أسفرت على أن كل من AT و SM غير مستقرة المستوى عند مستوى معنوية 5% و 1%، وبالتالي قبول فرضية العدم التي تقول بوجود جذر وحدة H0 وذلك لأن t المحسوبة (-2.1394،-1.7477) أقل من t الجدولية (-2.8894)، وبأخذ الفرق الأول أصبحت AT و SM مستقرة عند مستوى معنوية 5% و 1%، حيث أصبحت t المحسوبة (-10.2449، -15.56640) أكبر من t الجدولية (-2.8897)، وبالتالي نرفض فرض العدم H0 ونقبل الفرض البديل H1 الذي يفيد بوجود جذر الوحدة، وعليه فالمتغيرين متكاملين من الدرجة الأولى I(1).

أما عن باقي الصكوك فقد كانت مستقرة عند المستوى، وبالتالي فهي مستقرة عند أخذ الفرق الأول، لان المحسوبة اكبر من t الجدولية عند مستوى معنوية 5% و 1%، ومنه فهي متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ ومتكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$.

وبأخذ معيار S/C نجد أن فترات التباطؤ lags كانت 0 لكل المتغيرات عند المستوى وتراوحت بين 12،0 عند اخذ الفرق الأول.

ثانيا: نتائج التكامل المشترك – إختبار الحدود-

بعدما تم إثبات أن السلاسل الزمنية لبعض المتغيرات المكونة للنموذج مستقرة عند الفرق الأول، والباقي مستقرة عند المستوى، فهي متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، سيتم استخدام أسلوب الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة من خلال:

جدول (37): نتائج التكامل المشترك – إختبار الحدود-

Test Statistic	Value	K
F-statistic	2.678166	7
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	02.03	03.13
5%	02.32	03.50
2.5%	02.60	03.84
1%	02.96	04.26

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews9 وفق تطبيق Coefficient diagnostics – bounds test. من خلال نتائج إختبار التكامل المشترك أعلاه تم رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرض البديل H_1 الذي يفيد بوجود تكامل مشترك بين متغيرات نموذج الدراسة عند مستوى معنوية 5%، لكون F-statistic أكبر من قيمة I_0 bound أي أنها في المجال بين I_0 bound $<$ F-statistic $<$ I_1 bound مما يعني وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين المتغيرات، أي وجود علاقة سببية.

ثالثا: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

وفق نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction وباستخدام برنامج EViews9 نأخذ العلاقة التوازنية طويلة الأجل الشكل التالي:

جدول رقم (38): العلاقة التوازنية طويلة الأجل

LnAT= 11.5789-0.0975lnSM+0.2254lnST- 1.2429lnSG+0.2711lnSH+3.0476lnSP+0.5486lnSGT- 2.1112lnSGS							
SM	ST	SG	SH	SP	SGT	SGS	CointEq(-1)=-0.1729
0.5065	0.0175	0.0147	0.0883	0.0188	0.000	0.0385	0.0000
							T

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews9 وفق التطبيق Coefficient diagnostics – Cointegration and long run form.

أشارت نتائج الجدول أعلاه أن معامل الضبط أو تصحيح الخطأ سالب أو معنوي، أي أن هناك تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بسرعة يصل إلى (-0.1729)، أما عن العلاقة الدالية بين المتغيرات، فالنتائج تشير إلى:

• وجود علاقة عكسية ذات معنوية بين قيمة صكوك بنك نيجار القابلة للتداول الماليزية وبين مؤشر كمية التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2012-2020)، حيث تشير النتائج إلى أن إرتفاع قيمة صكوك SM بنسبة 1% تؤدي إلى تراجع مؤشر كمية التداول بنسبة 9.75%، وهذا طبعا يصادق معظم نظريات الإستثمار التي ترى أن الإستثمار في الأدوات القصيرة الأجل يعتبر بديل عن الإستثمار في سوق الأوراق المالية وهو ما يفسر العلاقة العكسية؛

• وجود علاقة إيجابية معنوية بين صكوك اذونات الخزانة الإسلامية الماليزية ST وبين مؤشر كمية التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة المدروسة، إذ أن زيادة ST بـ 1% يؤدي إلى زيادة معتبرة في مؤشر كمية التداول تقدر بـ 22.54% وهو ما يعزز فكرة توجه الإستثمار للأدوات القصيرة في نشاط سوق الأوراق المالية؛

• وجود علاقة عكسية بين الإستثمار في صكوك الإستثمار الحكومي الماليزي SG ومؤشر كمية التداول AT، فكل زيادة في قيمة هذه الصكوك بنسبة 1% يعمل على تراجع في قيمة المؤشر بشكل كبير يقدر بـ 124.29% وهو ما لا يتفق مع النظرية الإستثمارية التي تقول بأن زيادة الإعتماد على الصكوك كأداة إستثمار طويلة الأجل حتما تساهم في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية، ويمكن تبرير النتيجة أن الصكوك كأداة إستثمار لم تعتمد كداعمة أساسية للإستثمار في سوق الأوراق المالية الماليزية.

• أشارت النتائج السابقة إلى انه كان لصكوك الإسكان الحكومية التأثير الإيجابي والمعنوي على مؤشر كمية التداول في السوق خلال الفترة المدروسة، حيث أن كل زيادة بنسبة 1% في هذه الصكوك تؤدي إلى زيادة بـ 27.11% في قيمة المؤشر، وهو ما يعني أن صكوك SH تعمل على تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية في ماليزيا؛

• وجود علاقة ايجابية بين صكوك القطاع الخاص SP وقيمة المؤشر في السوق خلال الفترة محل الدراسة، فكل زيادة من SP بـ 1% تعمل على زيادة قيمة المؤشر بشكل كبير يقدر بـ 304.76% وهو ما يعني أن صكوك SP لها تأثير كبير على كمية التداول في سوق الأوراق المالية في ماليزيا؛

• شكلت اتفاقيات صكوك القطاع الحكومي علاقة إيجابية معنوية ومؤشر كمية التداول AT في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، إذ أن زيادة صكوك SGT بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة كمية التداول بـ 54.86% في كمية التداول للسوق، أن زيادة الإعتماد على الصكوك كأداة إستثمار طويلة الأجل يعمل على تفعيل سوق الأوراق المالية بشكل ملحوظ؛

• كان لصكوك SGS التأثير العكسي والمعنوي على الكمية المتداولة في سوق الأوراق المالية في نفس الفترة، فقد كان لكل زيادة في صكوك SGS بنسبة 1% تراجع في قيمة كمية التداول بنسبة 211.12%؛

نستنتج من النتائج المحللة أعلاه، أن تأثير متغيرات الصكوك كان قوي على AT، سواء بالنسبة للعلاقات الايجابية التي تحمل معنوية مثل: ST,SH,SP,SGT، والتي تعني أن هذه الصكوك تم طرحها وتداولها بيعا وشراء بقوة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، أما فيما يخص صكوك SM,SG,SGS التي أدت إلى علاقة سلبية معنوية، فقد كان لها على العموم التأثير العكسي الكبير على كمية التداول في السوق الماليزي.

المبحث الثالث: إختبار اثر الصكوك على القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة

بعد أن تم التطرق في المبحث الثاني إلى إختبار اثر الصكوك على حجم التداول VT وكمية التداول AT على المتغيرات المستقلة المتمثلة في صكوك SM,ST,SG,SH,SP,SGT,SGS والتوصل إلى النتائج وتفسيرها، سيتم في هذا المبحث أيضا إختبار اثر الصكوك في السوق الماليزي المتمثلة في SM,ST,SG,SH,SP,SGT,SGS كمتغيرات مستقلة على كل من القيمة السوقية VC ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX كمتغيرات تابعة في سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال نفس الإختبارات التي تم تطبيقها في المبحث الثاني. وعليه سيتم تقسيم المبحث إلى:

- إختبار اثر المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية VC؛
- إختبار اثر المتغيرات المستقلة على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

المطلب الأول: إختبار اثر المتغيرات المستقلة على القيمة السوقية VC

سيتم في هذا المطلب إجراء الإختبارات السابقة وتحليل وتفسير النتائج الخاصة بالنموذج الذي يقيس مدى تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في: SM,ST,SG,SH,SP,SGT,SGS على المتغير التابع للقيمة السوقية VC.

أولاً: إختبار الإستقرارية

1. إختبار ديكي فولار الموسع

بتطبيق إختبار ADF عند كل من مستوى معنوية 5% و 1% تم تسجيل النتائج التالية:

جدول رقم (39): نتائج إختبار ديكي فولار الموسع

ADF Test of unit Root										
Series	Lags	Levels				Lags	stDifferencial1			
		Mac Val		ADF	Prob		Mac Val		ADF	Prob
		1%	%5				1%	%5		
VC	1	-	-	-	0.5445	0	-	-	-	0.0000
SM	0	3.4950	2.8897	2.8897	0.4044	0	3.4950	2.8897	14.8964	0.0000
ST	0	3.4943	2.8894	1.7477	0.0000	9	-	-	-8.3052	0.0000
SG	0	3.4943	2.8900	6.7870	0.0000	0	3.4999	2.8918	15.0025	0.0000
SH	0	3.4943	2.8894	5.6673	0.0000	0	3.4950	2.8897	15.0025	0.0000
SP	0	3.4943	2.8894	6.7410	0.0000	0	3.4950	2.8897	14.7435	0.0000
SGT	2	3.4943	2.8894	5.5472	0.0000	1	-	-	-	0.0000
SGS	0	3.4950	2.8897	4.8680	0.0000	5	3.4956	2.8897	10.1075	0.0000
		3.4950	2.8897	4.8680	0.0000		3.4984	2.8912	-8.0274	0.0000
		3.4943	2.8894	6.2748	0.0000	1	-	-	-	0.0000
		3.4943	2.8894	6.2748	0.0000		3.4956	2.8900	11.3753	0.0000

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews9 وفق تطبيق TEST dickey-fuller Augmented

نستنتج من الجدول السابق أن المتغيرات لا تحمل نفس درجة التكامل، بحيث نجد أن متغير VC وصكوك SM غير مستقرة عند المستوى على إعتبار أن t المحسوبة اقل من t الجدولية، وعليه يتم رفض الفرض البديل H_1 وقبول فرضية العدم H_0 ، أي وجود جذر وحدة عند مستوى معنوية 5% و 1% وإجراء إختبار الفرق الأول، نجد أن السلسلتين الزمنيةين باتتا مستقرين عند مستوى المعنوية المطلوب، ومنه تم رفض فرضية العدم H_0 ، وقبول فرضية البديل H_1 ، التي تفيد بعدم وجود جذر وحدة، مما يعني أنها متكاملة من الدرجة I(1) الأولى.

وفي نفس السياق نجد أن المتغيرات كل من ST,SH,SG,SH,SP,SGT,SGS مستقرة عند المستوى، في مستوى معنوية 5% و 1%، لأنها هي الأخرى t المحسوبة اقل من t الجدولية، الأمر الذي يقضي برفض H_0 وقبول H_1 ، ومن ثمة فهي متكاملة من الدرجة الصفر I(0)، وأيضاً متكاملة من الدرجة الأولى I(1).

أما بالنسبة لتحديد عدد فترات التباطؤ، وحسب معيار S/C نجد أن الفترات كانت 2.1.0 عند المستوى، وتراوحت بين 9.5.1.0 عند اخذ الفروقات.

2. إختبار فيليب بيرون

جدول (40): إختبار فيليب بيرون

Series	Band width	Levels				Band width	stDifferencial1			
		Mac Val		PP	Prob		Mac Val		pp	Prob
		1%	%5				1%	%5		
VC	2	-3.4943	-	-	0.0349	2	-	-	-	0.0000
			2.8894	3.0357			2.5876	1.9439	16.7162	
SM	2	-3.4950	-	-	0.3133	2	-	-	-	0.0000
			2.8897	1.9393			2.5876	1.9439	12.7857	
ST	0	-3.4943	-	-	0.0000	2	/	/	/	/
			2.8900	6.7870			/	/	/	/
SG	0	-3.4943	-	-	0.0000	1	/	/	/	/
			2.8894	5.6673			/	/	/	/
SH	0	-3.4943	-	-	0.0000	1	/	/	/	/
			2.8894	6.7410			/	/	/	/
SP	0	-3.4943	-	-	0.0000	1	/	/	/	/
			2.8894	5.5472			/	/	/	/
SGT	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	/	/	/	/
			2.8894	7.2235			/	/	/	/
SGS	0	-3.4943	-	-	0.0000	1	/	/	/	/
			2.8894	6.2748			/	/	/	/

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج9 EViews وفق تطبيق TEST PP of unit root وأسفرت نتائج TEST PP of unit root المدونة في الجدول أعلاه، أن بعض المتغيرات مستقرة عند المستوى والبعض الآخر مستقرة الفرق الأول، فالمتغيرات المستقرة تتمثل في صكوك VC,ST,SH,SG,SH,SP,SGT,SGS وذلك بإعتبار أن t المحسوبة اكبر من t الجدولية، الأمر الذي يفيد برفض H₀ وقبول H₁ ، وبالتالي فهي متكاملة من الرتبة صفر I(0) عند المستوى وأيضا متكاملة من الدرجة الأولى عند اخذ الفرق الأول.

أما بالنسبة لمتغير صكوك SM فهي غير مستقرة عند المستوى الأول، وبأخذ الفرق الأول نجد إنها أصبحت مستقرة عند الفرق الأول في مستوى معنوية 5% و 1%، وبالتالي رفض H₀ وقبول H₁، الذي يقضي بعدم وجود جذر وحدة، مما يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1). وحسب معيار S/C نلاحظ أن فترات التباطؤ تراوحت بين 12،0 عند الفرق الأول و12،0 عند أخذ الفروق.

كما وتجدر الإشارة إلى أن TEST PP of unit root قد وافقت تماما إختبارات نتائج TEST ADF .of uni troot

ثانياً: نتائج التكامل المشترك إختبار الحدود

من خلال إختبار ADF الإستقراريه جذر الوحدة، تم التوصل إلى أن السلاسل الزمنية لبعض الصكوك مستقرة عند المستوى، والبعض الأخر مستقرة عند الفرق الأول، مما يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى، وعليه سيتم إستخدام أسلوب الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة من خلال:

جدول رقم (41): نتائج التكامل المشترك - إختبار الحدود-

Test Statistic	Value	K
F-statistic	0.851132	7
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	02.03	02.13
5%	02.32	03.50
2.5%	02.60	03.84
1%	02.96	04.26

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews9 وفق تطبيق Coefficient diagnostics – bounds test. نلاحظ من نتائج التكامل المشترك في الجدول أعلاه، أن قيمة F-Statistic كانت أقل من $I(0)$ ، وبالتالي أقل من $I(1)$ ، مما يعني يرفض الفرضية البديلة H_0 وقبول فرضية العدم H_1 وعليه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، ومنه لا توجد علاقة سببية بينهما،

المطلب الثاني: إختبار أثر المتغيرات المستقلة على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة **IDX**

سيتم في هذا المطلب أيضا إجراء الإختبارات التالية وتحليلها وتفسيرها الخاصة بالنموذج الذي يقبس مدى تأثير الصكوك كمتغيرات مستقلة على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، وفقا للاتي:

أولاً: إختبار جذر الوحدة

1. إختبار ديكي فولار الموسع

بتطبيق إختبار ADF عند كل من مستوى معنوية 5% و 1%، تم الحصول على النتائج المسجلة في

الجدول أدناه:

جدول رقم (42): إختبار ديكي فولار الموسع

ADF Test of unit Root										
Series	Lags	Levels				Lags	stDifferencialI			
		Mac Val		ADF	Prob		Mac Val		ADF	Prob
		1%	%5				1%	%5		
IDX	0	-3.4943	-2.8894	-	0.0657	0	-3.4950	-2.8897	-10.1035	0.0000
SM	0	-3.4943	-2.8894	-	-	0	-3.4950	-2.8879	-16.7581	0.0000
ST	0	-3.4943	-2.8900	-	-	9	-3.4999	-2.8918	-8.3052	0.0000
SG	0	-3.4943	-2.8894	-	-	0	-3.4950	-2.8897	-15.0025	0.0000
SH	0	-3.4943	-2.8894	-	-	0	-3.4950	-2.8897	-14.7435	0.0000
SP	0	-3.4943	-2.8894	-	-	0	-3.4956	-2.8900	-10.1075	0.0000

				5.5472	5.5472	1				
SGT	2	-3.4950	-2.8897	-	-	5	-3.4984	-2.8912	-8.0274	0.0000
SGS	0	-3.4943	-2.8894	-	-	1	-3.4956	-2.8900	-11.3753	0.0000
				4.8680	4.8680					
				6.2748	6.2748					

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج 9 EViews وفق تطبيق TEST dickey-fuller Augmented

من الجدول أعلاه، نجد أن كل من المؤشر IDX الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، وصكوك SM غير مستقرة عند المستوى، وذلك لأن t المحسوبة أقل من t الجدولية، وعليه يتم رفض الفرضية البديلة H_1 وقبول فرضية العدم H_0 التي تعني بوجود جذر الوحدة، عند مستوى معنوية 5% و 1%، وعند اخذ الفرق الأول عند مستوى المعنوية المطلوب، أشارت النتائج إلى أن SM و IDX أصبحت مستقرة عند أخذ الفروقات، الأمر الذي يقضي برفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تقول بعدم وجود جذر وحدة عند مستوى الفرق الأول؛ أي أن السلسلتين الزميتين متكاملتين من الدرجة الأولى $I(1)$ ؛ كما ونجد أن ST, SH, SG, SP, SGH, SGS مستقرة عند المستوى، على حساب أن t المحسوبة كانت اكبر من t الجدولية، وهذا يستلزم رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية H_1 ، أي عدم وجود جذر الوحدة مما يعني بأنها متكاملة من الدرجة $I(0)$ ، ومتكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$. وفيما يخص تحديد فترات التباطؤ، فقد تراوحت بين 0، 12 عند اخذ الفرق الأول، وكانت ثابتة عند الصفر عند المستوى بالنسبة لكل المتغيرات.

2. إختبار فيليبس-بيرون

بتطبيق إختبار فيليبس بيرون عند كل من مستوى معنوية 5% و 1%، على المتغيرات المستقلة المتمثلة في $SM, ST, SG, SH, SP, SGT, SGS$ والمتغير التابع IDX تم الحصول على النتائج التالية:

جدول رقم (43): إختبار فيليبس بيرون

Series	Band width	Levels				Band width	stDifferencial I			
		Mac Val		PP	Prob		Mac Val		Pp	Prob
		1%	%5				1%	%5		
IDX	0	-3.4943	-	-	0.0657	0	-	-	-	0.0000
			2.8894	2.7726			3.4950	2.8897	10.2449	
SM	0	-3.4943	-	-	0.4044	12	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	1.7477			2.8897	2.8897	15.5640	
ST	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-	-	-	0.0001
			2.8900	6.7870			3.4970	2.8906	18.8736	
SG	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	5.6673			2.8897	2.8897	15.0025	
SH	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	6.7410			2.8897	2.8897	14.7435	
SP	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	5.5472			2.8897	2.8897	13.2514	
SGT	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	7.2235			2.8897	2.8897	17.1189	
SGS	0	-3.4943	-	-	0.0000	0	-3.450	-	-	0.0000
			2.8894	6.2748			2.8897	2.8897	15.4628	

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج 9 Eviews وفق تطبيق TEST dickey-fuller Augmented

من الجدول السابق وكما هو الحال ، نلاحظ أن نتائج إختبارات فيليبس-بيرون قد وافقت تماما نتائج إختبار ديكي-فولار الموسع، حيث أشارت النتائج أن كل من SM و IDX كانت غير مستقرة عند المستوى، وبأخذ الفرق الأول عند مستوى معنوية 5% و 1%، أصبحت المتغيرات مستقرة ، فقد أصبحت t المحسوبة أكبر من t الجدولية عند المستوى المعنوي المطلوب، وبالتالي تم رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 التي تقول بعدم وجود جذر وحدة في السلسلتين ومما يعني أنهما متكاملتين عند درجة تكامل من الدرجة الأولى $I(1)$.

أما فيما يخص باقي الصكوك، فقد كانت مستقرة عند المستوى، على إعتبار أن t المحسوبة أكبر من t الجدولية، وهذا يؤدي أيضا إلى رفض H_0 وقبول H_1 الذي يستلزم خلو السلسلتين من جذر الوحدة، وعليه فهم متكاملون من الدرجة الصفر $I(0)$ عند المستوى وأيضا من الدرجة الأولى $I(1)$ عند الفروق، كما وأن عدد قدرات التباطؤ كانت 0 لكل المتغيرات عند المستوى، وبين 12، عند أخذ الفروقات.

ثانيا: نتائج التكامل المشترك – إختبار الحدود-

من خلال ما أسفرت عليه نتائج ADF و PP حول إستقراريه المتغيرات سواءا عند المستوى أو عند الفرق الأول، سيتم إستخدام أسلوب الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة تماشيا مع هذه الحالة.

جدول رقم (44): نتائج التكامل المشترك – إختبار الحدود-

Test Statistic	Value	K
F-statistic	2.448063	7
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	02.03	03.13
5%	02.32	03.50
2.5%	02.60	03.84
1%	02.96	04.26

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews وفق تطبيق Coefficient diagnostics – bounds test.

تشير نتائج إختبار الحدود للتكامل المشترك الواردة في الجدول أعلاه إلى رفض H_0 (فرضية العدم) وقبول H_1 (الفرضية البديلة) أي وجود تكامل مشترك بين متغيرات نموذج الدراسة عند مستوى معنوية

5% لكون F -statistic أكبر من قيمة I_0 و أقل من قيمة I_1 ، أي $I_1 \text{bound} < F\text{-statistic} < I_0 \text{bound}$

وعليه توجد علاقة توازنية في المدى الطويل بين متغيرات الدراسة، كما وتوجد علاقة سببية.

ثالثا: العلاقة التوازنية طويلة الأجل

لتحديد العلاقة التوازنية طويلة الأجل، بعد التأكد من إستقراريه المتغيرات الداخلة في التحليل سواء عند المستوى أو عند الفروقات سيتم إستخدام نموذج تصحيح الخطأ Vector error correction بعد تطبيق برنامج Eviews9 ولقد تم التوصل إلى النتائج التالية:

جدول رقم (45): العلاقة التوازنية طويلة الأجل

LnIDX=8.9058 -0.0086lnSM-0.0036lnST+0.0005lnSG+0.0088lnSH-0.0395lnSP+0.0519lnSGT-0.1285lnSGS.							
SM	ST	SG	SH	SP	SGT	SGS	CointEq(-1)= -0.316724
0.0389	0.7710	0.0633	0.1125	0.4442	0.1663	0.0522	T

المصدر: الملحق 01 بعد المعالجة ببرنامج EViews9 وفق التطبيق Cointegration – Coefficient diagnostics and long run form.

يتضح من نتائج الجدول السابق أن معامل الضبط أو تصحيح الخطأ سالب ومعنوي أي أن هناك تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل بسرعة تصل إلى (-0.2026)، أما عن العلاقة الدالية بين المتغيرات فقد أشارت النتائج إلى:

- وجود علاقة سالبة ذات معنوية بين صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول في ماليزيا SM ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX في السوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2020/2012، حيث أن كل زيادة بنسبة 1% في قيمة الصكوك أدت إلى تراجع بنسبة 0.86% من قيمة IDX أي أن الإستثمار في الأدوات قصيرة الأجل لا يعتبر بديل للإستثمارات في سوق الأوراق المالية وهو ما يفسر العلاقة العكسية؛

- جود علاقة عكسية ذات معنوية بين صكوك اذونات الخزانة الإسلامية ST ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX خلال فترة الدراسة إذ أن كل زيادة بنسبة 1% في قيمة ST، تؤدي إلى تراجع طفيف جدا في IDX بنسبة 0.36%، وهو ما يلغي فكرة توجه الإستثمار للأدوات قصيرة الأجل في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهذا تأكيد للنتيجة السابقة فيما يخص تأثير SM على IDX؛

- أسفرت النتائج على وجود علاقة موجبة ذات معنوية بين SG و IDX خلال الفترة المدروسة، فكل زيادة بنسبة 1% في قيمة SG تعمل على زيادة تكاد تكون معدومة تقدر بـ 0.88% في قيمة IDX؛

- وجود علاقة إيجابية ذات معنوية بين صكوك الإسكان SH و IDX في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال فترة الدراسة، بحيث أن كل زيادة بنسبة 1% في قيمة صكوك SP تؤدي إلى زيادة صغيرة جدا تقدر بـ 0.88% في قيمة مؤشر IDX؛

- وجود علاقة عكسية ذات معنوية بين صكوك القطاع الخاص SP و IDX خلال فترة الدراسة، بحيث أن كل زيادة بنسبة 1% في قيمة SP تؤدي إلى تراجع يقدر بـ 3.95% من قيمة IDX؛

- كان لتأثير SGT على مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX التأثير الإيجابي والمعنوي، فكل زيادة بنسبة 1% على قيمة SGT تؤدي إلى زيادة تقدر بـ 16.63% من قيمة IDX؛

- وجود علاقة عكسية بين صكوك SGS وIDX خلال الفترة 2012/2020، إذ أن كل زيادة بنسبة 1% من قيمة SGT تعمل على تراجع يقدر بـ12.85% من قيمة IDX؛

خلاصة الفصل الرابع

إستطاعت ماليزيا من خلال السياسات المسطرة الهادفة والهيئات التنظيمية الكفاءة أن تبرز كتجربة تنموية رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية، بحيث أصبحت الأولى من حيث الإصدار والتداول المحلي والدولي، وقد جاء هذا الفصل من هذه الدراسة لتحديد علاقة ودرجة تأثير الصكوك الإسلامية المتمثلة في صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول في ماليزيا SM، صكوك الإستثمار الحكومي SG، صكوك الخزانة الماليزية ST، صكوك الإسكان الحكومية SH، صكوك القطاع الخاص SP، إتفاقيات صكوك القطاع الخاص SGS، إتفاقيات صكوك الخزانة الحكومية SGT، على بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا المتمثلة في حجم التداول VT، وكمية الأسهم المتداولة AT، القيمة السوقية VC، مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، من خلال إستخدام بعض نماذج الإقتصاد القياسي المخصصة للدراسة، المتمثلة في إختبار جذر الوحدة بإستخدام إختبار ديكي فولار الموسع ADF وإختبار فيليب بيرون PP، من أجل تحديد مستوى الاستقرارية لكل من المتغيرات المستقلة والتابعة، ثم إختبار جونسون للتكامل المشترك الذي يعمل على تحيد العلاقة التوازنية طويلة الأجل فيما المتغيرات تقدير الإتجاه العام، وكذا إختبار نماذج تصحيح الخطأ، وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- بالنسبة لإختبارات جذر الوحدة لتحديد الإستقراريه، فقد أثبتت الدراسة بأن هناك بعض المتغيرات كانت مستقرة عند المستوى الأول والبعض الأخر مستقرة الفرق الأول؛ أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى؛

- بالنسبة لإختبار جونسون للتكامل المشترك، فقد أشارت النتائج لكل من حجم التداول VT، وكمية التداول AT، ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، وعلاقتها بالصكوك من SM، SG، ST، SH، SP، SGS، SGT أن هناك تكامل مشترك فيما بينها؛ أي أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل وسببية فيما بينها، في حين أسفرت النتائج على أن القيمة السوقية VC كمتغير تابع لا تشكل علاقة طويلة الأجل مع كل المتغيرات المستقلة المتمثلة في الصكوك؛

- أما بالنسبة لإختبار نموذج تصحيح الخطأ Vec، فقد كانت النتائج كالتالي:

➤ وجود علاقة عكسية معنوية بين SM، ST، SG، SP، SGS، و VT؛

➤ وجود علاقة إيجابية معنوية بين SH، SGT، و VT؛

➤ وجود علاقة عكسية معنوية بين SM، SG، SGS، و AT؛

➤ وجود علاقة إيجابية معنوية بين SH، ST، SP، SGT، و AT؛

➤ وجود علاقة عكسية معنوية بين SM، ST، SP، SGS، و IDX؛

➤ وجود علاقة إيجابية معنوية بين SH، SG، SGT، و IDX.



الخطبة العظمى

تعد سوق الأوراق المالية المعاصرة إحدى أهم منافذ الإقتصاد الحديث ومن متطلبات نموه، إلا أنه وعلى اثر ما خلفته أزمة الرهن العقاري الأخيرة، أفقدت شريحة كبيرة من المستثمرين الثقة فيها، لما تحتكم إليه من أدوات مالية عالية المخاطرة، وفي خضم هذه الظروف الغير مستقرة من جهة، ومع الطلب المتزايد لمنتجات مالية جديدة تكون أكثر إستقرار وأمان، جاءت أسواق الأوراق المالية الإسلامية لتلبي حاجة المستثمرين من خلال إبتكار الهندسة المالية الإسلامية لمنتجات مالية تجمع بين الكفاءة الإقتصادية والمصادقية الشرعية، والتي تقوم على أساس المساهمة في ملكية رأس المال وإقتسام المخاطرة.

ويمكن القول أن سوق الأوراق الإسلامية في الوقت الراهن تؤدي دورا هاما في مختلف النظم الإقتصادية الحديثة، وعلى قائمة مخططات وصفقات كبرى إقتصاديات العالم، فالإستثمار في الأوراق المالية الإسلامية وعلى رأسها الصكوك الإسلامية أصبحت أداة الإستثمار الأولى التي تزداد أهميتها يوما بعد يوم، لإنتشار التعامل بها بين فئات المستثمرين وأيضا لضخامة الأموال المستثمرة فيها.

وعلى الصعيد الدولي أثبتت العديد من التجارب الدولية قدرت الصكوك على تحقيق ففزة نوعية مست كل القطاعات خاصة فيما يخص البنية التحتية منها، وتعد التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية الأوفر حظا والأكثر تداولاً على المستويين المحلي والدولي، نظرا للمجهودات الكبيرة التي تعمل على توفيرها والهيئات الإسلامية التي تسهر على تنظيم عملية إصدارها وتداولها بعيدا على كل التعقيدات وذلك من أجل تعزيز صناعة الصكوك الإسلامية فيها، وهو ما أدى إلى الإهتمام بدراسة هذه التجربة ومحاولة الوقوف على أهم الركائز والمقومات التي جعلت منها التجربة الرائدة في الصكوك الإسلامية بدون منازع من خلال دراسة موضوع التعامل من منظور قيمي و دوره في تفعيل سوق الأوراق المالية – تجربة ماليزيا أنموذجا-.

وبناء على ما تقدم تم طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى تأثير الصكوك في تنشيط أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية؟

ولمزيد من التوضيح تم الإستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

- فيما تتمثل طبيعة الأدوات المالية الإستثمارية التي توفرها سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة مع نظيرتها المعاصرة من حيث الحداثة والكفاءة؟
- هل تعمل أدوات الإستثمار الإسلامية على خلق قيمة إيجابية وتحقيق أعلى مستوى ربحية مع أقل مخاطرة على مستوى سوق الأوراق الإسلامية، مقارنة منها في السوق المعاصرة؟
- إلى أي حد إستطاعت الصكوك الإسلامية منافسة السندات الربوية في سوق الأوراق المالية الماليزية؟
- ما هو واقع أداء نشاط سوق الأوراق المالية الماليزية؟

- فيما تتمثل طبيعة تأثير إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشرات المالية لسوق الأوراق المالية الماليزية؟

وبناء على الأهداف المرجوة من الدراسة، وللإحاطة بموضوع الدراسة وكذا معالجة الإشكالية المطروحة، فقد تم تقسيم الموضوع في أربعة فصول جمعت بين الأدبيات النظرية والتحليل والأساليب القياسية؛ حيث جاء في الفصل الأول الذي يحمل عنوان الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية التطرق إلى الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة، فقد جاء في المبحث الأول من الدراسة تناول مفهوم الإستثمار المالي في الإسلام من خلال التعرف على مفهوم الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد المعاصر، مع تبيان حكم الإسلام في الإستثمار، كما سيتم التعرض أيضا إلى أهمية وأهداف الإستثمار في الإسلام وأهم الضوابط التي تعمل على تنظيمه، وأخيرا تم الإشارة إلى آلية تشجيع الإستثمار في الإسلام. أما في المبحث الثاني فقد تم فيه التعرض من خلاله إلى أهم الأدبيات النظرية التي تخص سوق الأوراق المالية الإسلامية، إبتداءا بالمقومات الشرعية لقيامها ثم أهميتها والضوابط الرقابية والشرعية التي توفر عليها، ليأتي أخرا وليس أخيرا المبحث الثالث الذي جاء فيه الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية من الناحية الشرعية من حيث الإطار المفاهيمي للكفاءة ثم أهم الصيغ المحددة لها إلى أساليب قياس فرضية السوق الكفوة والحركة العشوائية للأسعار.

ليأتي الفصل الثاني للوقوف على أهم أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية وقياس الأداء، استهلها المبحث الأول بعنوان الأوراق المالية في الإسلام المتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالية وتوضيح أوجه التحريم والإجازة في مختلف أنواعها بالرجوع إلى ما جاء في الكتاب والسنة ثم مختلف الهيئات الفقهية التي تنظر في المسائل الفقهية المعاصرة وتبحث فيها، أما المبحث الثاني فقد تم إفراده لدراسة الصكوك الإسلامية من خلال تبيان الإطار النظري للصكوك من تعريف ونشأة، وخصائص وأهمية، مع ذكر أهم أنواع الصكوك المتداولة وتعريفها إقتصاديا وفقهيا، وأيضا محاولة تبيان أهم وأحدث الأحكام الفقهية المتعلقة بأدق تفصيلاتها تلبية لمتغيرات لمقتضيات السوق الذي يتمتع بالديناميكية المستمرة والحركة السريعة، وجاء عنوان قياس الأداء في المبحث الثالث ليسلط الضوء على مفهوم الأداء المالي وأهمية الأداء الجيد في ضبط مسار سوق الأوراق المالية الإسلامية وزيادة كفاءتها، مع تقديم أهم النماذج المستخدمة لتقييم أداء الأوراق المالية، هذا مع الإشارة إلى أهم مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث فقد تم تخصيصه لعرض أهم التجارب الدولية الرائدة في إصدار الصكوك، بدءا بالإقتصاد الماليزي وسوق الأوراق المالية في ماليزيا في المبحث الأول، الذي تم فيه دراسة واقع مراحل تطور الإقتصاد الماليزي ثم دراسة سوق الأوراق المالية في ماليزيا في إطار الماهية والهيكل التنظيمي لها، وأهم الإجراءات المتخذة للإشراف والرقابة عليها، ثم قد تم التطرق إلى أهمية وتحديات سوق رأس

المال الإسلامي، ليختتم المبحث بأقسام سوق رأس المال الإسلامي، أما في المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لدراسة تجربة ماليزيا في صناعة الصكوك الإسلامية وذكر أهم أنواع الصكوك المتداولة على مستواها وحجم تطورها وفق بيانات سنوية خلال الفترة من 2001-2019 بشيء من التحليل والتفسير، ليتم بعدها توضيح دور الصكوك الإسلامية في تمويل القطاعات الاقتصادية في ماليزيا، وقد أتى المبحث الثالث من الفصل الثالث بأهم التجارب العالمية العربية والأجنبية التي تسعى إلى دخول دائرة الصكوك تداولاً أو إصداراً.

أما الفصل الرابع والأخير فقد جاء كدراسة قياسية لأثر الصكوك على أداء نشاط سوق الأوراق المالية في ماليزيا، في مباحث ثلاث؛ تم في المبحث الأول إستعراض أهم الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع أو تناولت جزء منه مع توظيف المنهجية المستخدمة المتمثلة في منهجية Ardel لتحديد علاقة ودرجة تأثير الصكوك الإسلامية المتمثلة في صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول في ماليزيا SM، صكوك الإستثمار الحكومي SG، صكوك الخزانة الماليزية ST، صكوك الإسكان الحكومية SH، صكوك القطاع الخاص SP، إتفاقيات صكوك القطاع الخاص SGS، إتفاقيات صكوك الخزانة الحكومية SGT، على بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا المتمثلة في حجم التداول VT، وكمية الأسهم المتداولة AT، القيمة السوقية VC، مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، من خلال استخدام بعض نماذج الإقتصاد القياسي المخصصة للدراسة، المتمثلة في إختبار جذر الوحدة باستخدام إختبار ديكي فولار الموسع ADF وإختبار فيليب بيرون PP، من أجل تحديد مستوى الإستقراره لكل من المتغيرات المستقلة والتابعة، ثم إختبار جونسون للتكامل المشترك الذي يعمل على تحيد العلاقة التوازنية طويلة الأجل فيما المتغيرات تقدير الإتجاه العام، وكذا إختبار نماذج تصحيح الخطأ Vec، أما في المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لإختبار أثر المتغيرات المستقلة للصكوك على كل من حجم التداول وكمية التداول، ليأتي المبحث الأخير ليختبر أثر المتغيرات المستقلة للصكوك على كل من القيمة السوقية ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، مع تحليل النتائج المتحصل عليها وتفسيرها.

وبعدما تم محاولة الإلمام بأهم العناصر المشكلة لموضوع الدراسة وسعياً للإجابة على الإشكالية المطروحة آنفاً، تم إستخلاص جملة من النتائج أهمها:

- بالنسبة لإختبارات جذر الوحدة لتحديد الإستقراره، فقد أثبتت الدراسة بأن هناك بعض المتغيرات كانت مستقرة عند المستوى الأول والبعض الأخر مستقرة الفرق الأول؛ أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى؛
- بالنسبة لإختبار جونسون للتكامل المشترك، فقد أشارت النتائج لكل من حجم التداول VT، وكمية التداول AT، ومؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة IDX، وعلاقتها بالصكوك من SGT،SGS،SP،SH،ST،SG،SM أن هناك تكامل مشترك فيما بينها؛ أي أن هناك علاقة

- توازنية طويلة الأجل وسببية فيما بينها، في حين أسفرت النتائج على أن القيمة السوقية VC كمتغير تابع لا تشكل علاقة طويلة الأجل مع كل المتغيرات المستقلة المتمثلة في الصكوك؛
- أما بالنسبة لإختبار نموذج تصحيح الخطأ Vec، فقد كانت النتائج كالتالي:
 - وجود علاقة عكسية معنوية تجمع بين صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول، صكوك الخزينة، صكوك القطاع الحكومي، صكوك القطاع الخاص مع مؤشر حجم التداول؛
 - وجود علاقة إيجابية معنوية بين صكوك الإسكان، إتفاقيات صكوك الخزانة الحكومية مع مؤشر حجم التداول؛
 - وجود علاقة عكسية معنوية بين صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول، صكوك القطاع الحكومي، إتفاقيات صكوك القطاع الحكومي الخاص، مع مؤشر كمية التداول؛
 - وجود علاقة إيجابية معنوية بين صكوك الإسكان، صكوك القطاع الخاص، صكوك الخزانة، إتفاقيات صكوك الخزانة الحكومية مع حجم التداول؛
 - وجود علاقة عكسية معنوية بين صكوك بنك نيجارا القابلة للتداول، صكوك الخزانة، صكوك القطاع الخاص، إتفاقيات صكوك القطاع الخاص مع مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة؛
 - وجود علاقة إيجابية معنوية بين صكوك الإسكان، صكوك القطاع الحكومي، إتفاقيات الخزانة الحكومية مع مؤشر الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة.

❖ إختبار فرضيات الدراسة

- الفرضية العامة: محققة بتحفظ رغم بعض الانحرافات التي شهدتها بعض الأنواع من الصكوك المصدرة، ويمكن إرجاع ذلك لجملة من الظروف الاقتصادية التي مرت بها ماليزيا دوناً عن التغيرات السياسية السائدة في العالم.
- الفرضية الأولى: محققة والمتمثلة في بعض الأنواع من الأسهم والسندات إجماعاً، وأخيراً بعض المشتقات مع تقديم البديل المناسب لها في الإقتصاد الإسلامي؛
- الفرضية الثانية: محققة؛ سوق الأوراق المالية الإسلامية غنية بأدوات إستثمار وتمويل، بديلة عن التي تمارس في نظيرتها المعاصرة والتي على رأسها الصكوك الإسلامية.
- الفرضية الثالثة: محققة؛ وهذا طبقاً لمبدأ الغنم بالغرم؛
- الفرضية الرابعة: محققة؛ دولة ماليزيا يشهد لها بالمساعي الكبيرة والخطى المحترفة من خلال تهيئة الساحة الإقتصادية والسياسية وخلق هيئات مختصة لإدارة وتسهيل عملية إصدار وتداول الصكوك في إطار الكفاءة والشرعية؛

➤ الفرضية الخامسة: محققة بتحفظ من خلال:

- إختبار جذر الوحدة: محققة؛
- إختبار جونسون للتكامل المشترك: محققة مع VT,AT,IDX، وغير محققة مع VC؛
- إختبار نموذج تصحيح الخطأ VEC: محققة مع بعض الصكوك وغير محققة مع البعض الآخر.

❖ مقترحات الدراسة

- الإستفادة من إيجابيات التجربة الماليزية لما يتلاءم ومتطلبات وإحتياجات التنمية في الجزائر؛
- مراجعة القوانين والتشريعات التي تنظم الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر؛
- تفعيل دور الزكاة كأداة من أدوات الصناعة المالية الإسلامية لدفع عجلة الإستثمار؛
- إدراج إختصاص الصناعة المالية الإسلامية في الجامعات؛
- إعادة النظر في قانون البنوك الإسلامية وتثمين تجربة الشبايبك الإسلامية؛
- تقبل النسبة المئوية المحتشمة للمجهودات التي تدعم المالية الإسلامية في الجزائر للوصول الى النسبة المرغوبة فعلا؛



قائمة المصادر

والمراجع

أولاً: المصادر

- القرآن الكريم.
- الأحاديث النبوية.
- تقي الدين ابن تيمية، " مجموع فتاوى ابن تيمية "، الجزء: 29، مجمع الملك فهد، السعودية، 1995.
- صحيح البخاري، للإمام أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري الجعفري، الجزء الثاني، مفهوم للنشر، الجزائر، دون سنة نشر.
- يحيى بن شرف النووي، " المجموع شرح المذهب "، مطبعة المنيرية، مصر، دون سنة نشر.
- سنن ابن ماجة، كتاب التجارات، باب الأسواق ودخولها، دون سنة نشر، دون مكان نشر.
- النظام 02-18 المؤرخ في 26 صفر 1440 الموافق 04 نوفمبر، يتكون من 12 مادة تحدد وتنظم العمليات المصرفية المتعلقة بالعمليات التشاركية.
- القانون 20-02 المؤرخ في 20 رجب 1441 الموافق لـ 15 مارس 2020، الذي يحدد العمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها في البنوك والمؤسسات المالية.
- بنك الجزائر، " التنظيم 02/20 المتعلق بالعمليات البنكية المتعلقة بالصيرفة الإسلامية وقواعد ممارستها من طرف البنوك والمؤسسات المالية، الجزائر، 2020.
- قانون المالية التكميلي 2021، " إدراج امتيازات جبائية لصالح الصيرفة الإسلامية والاستثمارات في مناطق الهضاب العليا والجنوب"، بتاريخ: 01 جوان 2021، تاريخ الإطلاع: 2021/08/10، على الساعة 14:27 على الموقع الإلكتروني: <https://www.etv.dz>
- قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة، وزارة المالية، المديرية العامة للضرائب، نشرة 2019.

ثانياً: المراجع

I- المراجع باللغة العربية

1. الكتب

- 1- إبراهيم العيسوي، " التنمية في عالم متغير – دراسة مفهوم التنمية ومؤثراتها "، الطبعة الثانية، دار الشروق، القاهرة، 2001.
- 2- إبراهيم الكراشة، " إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات "، صندوق النقد العربي – معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010.
- 3- ابن رجب الحمبلي، " جامع العلوم والحكم "، الجزء الثاني، مؤسسة الرسالة، بيروت، 2001.
- 4- أبي نصر احمد بن محمد السمرقندي، " كتاب الشروط وعلوم الصكوك"، - دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة وتحقيق : أحمد جابر بدران، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2017.

- 5- أحمد عرفة أحمد يوسف، " الأحكام الفقهية المتعلقة بالرّهون المستجدة "، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020.
- 6- أحمد نعمة عبد النافع، المحاسبة عن المشتقات المالية – الإستثمار في شركات التأمين"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020.
- 7- إخلص باقر هاشم النّجار، " الهندسة المالية الإسلامية "، جامعة البصرة، دون سنة نشر.
- 8- أزهرى الطيب الفكي أحمد، " أسواق المال "، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017.
- 9- أسامة علي الفقير الربابعة، " المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية – دراسة تحليلية "، جامعة اليرموك، المملكة الأردنية الهاشمية، دون سنة نشر.
- 10- أشرف محمد دواية، " دور الأسواق المالية في تدعيم الإستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، الطبعة الأولى، دار السّلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، 2006.
- 11- برايان كوبل، " نظرة عامة على الأسواق المالية "، مصر، دار الفاروق، 2006.
- 12- بن حنة إلياس، " مشروع الإسلام الضاري والتجربة التنموية في ماليزيا – دراسة في دور القيم الإسلامية في التنمية "، مقالة في كتاب، " أبعاد التجربة التنموية في ماليزيا – دراسة تحليلية في الخلفيات، الأسس، الآفاق"، الطبعة الأولى، المركز الديمقراطي العربي للدراسات الإستراتيجية والاقتصادية، برلين، ألمانيا، 2019.
- 13- بن عاشور محمد الطاهر " مقاصد الشريعة الإسلامية "تحقيق و مراجعة الشيخ محمد الحبيب بن الخوجة مطابع قطر الوطنية الدوحة، قطر 2004.
- 14- جويدان الجمل، " الأسواق المالية والنقدية "، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- 15- جيمس بي، أكرباو، ترجمة ليلي زيدان، " الاكتتاب : دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام "، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1999.
- 16- الحارث النّبهان، " قياس الأداء، حلول من الخبراء لتحديات يومية "، مترجم، الطبعة الأولى، العديكان للنشر، المملكة العربية السعودية، 2015.
- 17- حسام الدين بن موسى عثمانة، " يسألونك في المعاملات المالية المعاصرة "، الجزء الرابع، القدس، 2015.
- 18- حسام الدين بن موسى عثمانة، " يسألونك "، الجزء الحادي والعشرون، الأردن، 2016.
- 19- حسّان خضر، " تحليل الأسواق المالية "، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد: 27، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، 2004.

- 20- حمد بن عبد الرحمن الجنيدل، ايها حسين أبو دية "، " الإستثمار والتمويل في الإقتصاد الإسلامي "، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 21- حمزة عبد الكريم حماد، " مخاطر الإستثمار في المصارف الإسلامية "، الطبعة الأولى، دار الجامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
- 22- حمزة محمود الزبيدي، " التحليل المالي لتقييم الأداء والتنبؤ بالفشل "، مؤسسة الوراق، عمان، 2000.
- 23- حمود حمد حمودة، " الإستثمار والمعاملات المالية في الإسلام "، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 24- حنان عبد الرحمن أبو مخ، " زكاة الشركات في الفقه الإسلامي "، الطبعة الأولى، دار المأمون للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 25- حيدر يونس كاظم، " الفكر الحديث في السياسات الإقتصادية "، الجزء السادس، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، دون مكان نشر، دون سنة نشر.
- 26- خالد بن عبد الرحمن المشعل، " الجانب النظري لدلالة الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي "، سلسلة نشر الرسائل الجامعية، رقم : 08، المملكة العربية السعودية، 2002.
- 27- خالد محمد السواعي، " أساسيات القياس الإقتصادي بإستخدام افيزو، دار الكتاب الثقافي، 2012.
- 28- دامو دار جارات، ترجمة: هند عبد الغفار عودة، " الإقتصاد القياسي "، دار المريخ، الرياض، 2015.
- 29- دريد كامل آل شيت، " الأسواق المالية: إطار في التّظيم وتقييم الأدوات "، دار اليازوري العلمية للنشر والتّوزيع، 2019.
- 30- رامي محمد كمال، " الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلا عن السندات التقليدية "، الطبعة الأولى، دون مكان نشر، 2019.
- 31- رفع عبد الرحمان النجدي، " المعيار الشرعي رقم (20)- بيوع السلع في الأسواق المنظمة "، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
- 32- ريجي عبد القادر الجدلي، " إدارة محافظ الإستثمار "، الجامعة الإسلامية، 2004.
- 33- زيد بن محمد الرماني، " عقد المضاربة في الفقه الإسلامي وأثره على المصارف وبيوت التمويل الإسلامي "، دار الصميعي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، 2000.
- 34- سامر مظهر قنطججي، " أيهما أصح في الإستثمار، معيار الربح أم معيار الفائدة "، سلسلة فقه المعاملات، رقم : 01، دون سنة نشر.
- 35- سامر مظهر قنطججي، " صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية "، شعاع للنشر والعلوم، سورية، 2010.
- 36- سامي عبد الباقي أبو صالح، " الشركات التجارية "، كلية التجارة، جامعة القاهرة، 2013.

- 37- سرمد كوكب الجميل، " المدخل إلى الأسواق المالية"، دار الأكاديميين للنشر والتوزيع، 2017.
- 38- سعد بن تركي الخثلان، " فقه المعاملات المالية المعاصرة"، الطبعة الأولى، دار الصمود للنشر والتوزيع، 2012.
- 39- سلطان بن فراج رشيد السبيعي، " تسوية المنازعات في الأسواق المالية – دراسة مقارنة -"، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والإقتصاد، الرياض، 2011.
- 40- سمير الشاعر، " المصارف الإسلامية من الفكرة إلى الاجتهاد"، السلسلة العلمية للمصارف الإسلامية، رقم: 02، الدار العربية للعلوم ناشرون، الطبعة الثانية، بيروت، 2011.
- 41- سمير عبد الحميد رضوان حسن، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 42- سيف هشام صبح الفخري، " صيغ التمويل الإسلامي"، سوريا، 2009.
- 43- شريط صلاح الدين، " أصول صناديق الإستثمار في سوق المالية"، دار حميش للنشر والتوزيع، 2018.
- 44- صالح بن زايد المرزوقي البقيمي، " شركة المساهمة في النظام السعودي – دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي"، جامعة أم القرى، الكتاب التاسع والثلاثون، 1406هـ.
- 45- صالح بن محمد بن سلمان السلطان، " الأسهم، حكمها وآثارها"، الطبعة الأولى، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006.
- 46- صلاح الدين حسن السيبي، " بورصة الأوراق المالية : الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
- 47- عاطف وليم أندرلوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية"، مؤسسة سيبي الجامعة، مصر، 2005.
- 48- عبد الرحمان الجندي، " صكوك الإستثمار"، المعيار الشرعي رقم (17)، " هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، دون مكان نشر، جون سنة نشر.
- 49- عبد الكريم قندوز، " الخيارات المستقبلية والمشتقات المالية الأخرى"، الطبعة الأولى، إي – كتب، لندن، 2017.
- 50- عبد الكريم قندوز، " الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، لبنان، 2008.
- 51- عبد الله بن سليمان الجريش، " تداول الأسهم في السوق المالية – دراسة تأصيلية مقارنة"، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والإقتصاد، الرياض، 2018.
- 52- عبود مهدي السامرائي، "تعامل الداعية مع المستجدات الفقهية- الشيخ القرضاوي أنموذجا-"، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2013.

- 53- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، " الإدارة المالية المتقدمة "، دار البازوزي للنشر والتوزيع، 2019.
- 54- عصام أبو النصر، " أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي "، دار النشر للجامعات، مصر، 2006.
- 55- علاء إبراهيم عبد المعطي، " أدونات وسندات الخزنة العامة – دراسة مقارنة "، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، 2016.
- 56- علاء الدين محمود زهران، خالد عبد العزيز عطية، " مؤشرات سوق رأس المال ودورها في اتخاذ القرارات الإستثمارية وتقييم مدى اتساقها مع مؤشرات الأداء في الإقتصاد القومي "، معهد التخطيط القومي، مصر، 2002.
- 57- علي جمعة محمد، " موسوعة الإقتصاد الإسلامي في المصارف والعقود والأسواق المالية "، موسوعة الإقتصادية المصارف الإسلامية، " الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والتجربة، القاهرة، 2009.
- 58- علي إبراهيم الخضر، " إدارة الأعمال الدولية "، دار مؤسسة أرسلان، دمشق، 2010.
- 59- علي أحمد السالوس، " الإقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة "، الجزء الأول، مؤسسة الريان للطباعة والنشر والتوزيع، دار الثقافة، الدوحة، 1996.
- 60- علي السيّد إسماعيل، " مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية "، دار التّعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020.
- 61- علي بن سلطان محمد القاري، " مرقاة المفاتيح شرح مشكاة المصابيح "، دار الفكر، دمشق، 2002.
- 62- علي بن عباس الحكمي، " البيوع المنهي عنها في الشريعة الإسلامية وأثر النهي فيها من حيث الحرمة والبطلان "، جامعة أم القرى، 1990.
- 63- علي محي الدين القرّة داغي، " أحكام الأسهم وأنواعها على ضوء قواعد الفقه الإسلامي "، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دون مكان نشر، دون سنة نشر.
- 64- عمار حميد خلف، " تطبيقات الإقتصاد القياسي أمثلة-تطبيقات- تقدر نماذج- تفسير نتائج-تنبؤ "، الطبعة الأولى، دار الدكتور للعلوم، دون سنة نشر.
- 65- عمر مصطفى جبر إسماعيل، " ضمانات الإستثمار في الفقه الإسلامي وتطبيقاتها المعاصرة "، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 66- عمرو حامد، " إدارة الأعمال الدولية "، المكتبة الأكاديمية، دون بلد نشر، 1999.
- 67- فاطمة محمد راشد علي، " السياسية المالية ودورها في تحقيق تخصيص الموارد الإقتصادية بين الإقتصاد الوضعي والإسلامي "، الإسكندرية، 2020.

- 68- كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، طبعة تمهيدية، جامعة اليرموك، إربد، دون سنة نشر.
- 69- مبارك بن سلمان آل فواز، "الأسواق المالية في منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، ط1، جامعة الملك عبد العزيز، 2010.
- 70- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان: "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 71- محفوظ جبار، "أسواق الأوراق المالية"، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 72- محمد الأمين ولد علي، "التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية - السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي"، الطبعة الأولى، دار ابن حزم، لبنان، 2011.
- 73- محمد الزحيلي، "موسوعة قضايا إسلامية معاصرة" نظرات في الجنايات والعقوبات الشرعية - تطلعات الاقتصاد الإسلامي -"، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، دار المكتبي، 2009.
- 74- محمد الفاتح، محمد بشير المرغربي، "التمويل والإستثمار في الإسلام"، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، مصر، 2018.
- 75- محمد شيت الرفاعي، "تيسير العلي القدير لإختصار تفسير ابن كثير"، مكتبة المعارف، الرياض، دون سنة نشر.
- 76- محمد صادق إسماعيل، "التجربة الماليزية، مهاتير محمد والصحة الاقتصادية"، الطبعة الأولى، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، 2014.
- 77- محمد صبح، التحليل المالي والاقتصادي للأوراق المالية، "الطبعة الثانية، جامعة عين شمس، مصر، 1996.
- 78- محمد عبده، محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 79- محمد عثمان بشير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، الطبعة السادسة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 80- محمد فتحي البديوي، "أسواق رأس المال - بورصات الأوراق المالية وصناديق الإستثمار - دراسة تحليلية"، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2007.
- 81- محمد محمود الخطيب، "الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة"، الطبعة الأولى، الحامد، دون بلد نشر، 2010.
- 82- مساعد بن عبد الله بن حمد الحقييل، "ربح ما لم يضمن"، دراسة تأصيلية فقهية، الطبعة الأولى، دار الميمان للنشر والتوزيع، الرياض، 2011.

- 83- مصطفى يوسف كافي، " إدارة الأعمال الدولية "، شركة دار الأكاديمية للنشر والتوزيع، 2017.
- 84- مصطفى يوسف كافي، " بورصة الأوراق المالية " الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2009.
- 85- معراج هوارى، حاج سعيد عمر، " التمويل لتأجيري – المفاهيم والأسس"، الطبعة الأولى، كنوز المعرفة، المملكة الأردنية الهاشمية، 2013.
- 86- منظمة الأغذية والزراعة للأمم المتحدة، " إستعراض أسواق السلع"، روما، 1996.
- 87- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.
- 88- منير إبراهيم هندي، " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 89- نزيد حماد، " قضايا فقهية معاصرة في المال والإقتصاد"، الطبعة الأولى، دار التيسير، جدة، 2001.
- 90- هشام السعدني خليفة بدوي، " عقود المشتقات المالية – دراسة فقهية إقتصادية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 2. المذكرات والرسائل الجامعية**
- 1- أنس موسى نايف نوفل، " دور الدولة في حفظ الأموال"، مذكرة مقدمة إكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في الفقه المقارن، غزة، 2016.
- 2- إياد خالد شلال المجال، " محددات الطلب على الإستثمار في أسهم قطاع الصناعة الأردني"، أطروحة دكتوراه علوم غير منشورة، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، دمشق، 2012.
- 3- أيمن حسين السراخنة، " دور بورصة فلسطين في تنمية الإستثمارات المحلية من وجهة نظر المستثمرين المحليين"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، فلسطين، 2015.
- 4- برارمة ريمة، " أثر المالية السلوكية على تقلبات فوائد المحافظ الإستثمارية – دراسة حالة بورصة باريس ولندن"، أطروحة دكتوراه للطور الثالث في العلوم الإقتصادية، تخصص مالية، بنوك وتأمينات، جامعة فرحات عباس، سطيف – 1، 2019.
- 5- بلال محمد سعيد المصري، " تجربة ماليزيا في التنمية الإقتصادية، دروس مستفادة"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2016.
- 6- بلجبلية سمية، " أثر التضخم على عوائد الأسهم – دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996 – 2006"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: تسيير المؤسسات، قسنطينة، 2010.
- 7- بن بعبيش وداد، " تداول الأسهم والتصرّف فيها في شركات الأموال"، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص قانون، جامعة تيزي وزو، 2017.

- 8- بن عزوز عبد الرحمن، " دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، قسنطينة، 2012.
- 9- بوشلاغم نور الدين، " الهندسة المالية الإسلامية كإليه لتطوير صناعة المنتجات المالية – دراسة لنماذج مالية إسلامية مبتكرة"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران 2، 2019.
- 10- بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها - أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية"، الجزائر، 2006.
- 11- توفيق عوض بشير، " بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم – دراسات تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015.
- 12- جبارة مراد، " إنعكاس إعادة توزيع الدخل عن طريق الزكاة على دالة الإستهلاك الكلية مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية"، فرع: نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2009.
- 13- حفيظ عبد الحميد، " أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية _ دراسة حالة سوق الأوراق المالية الأردنية"- أطروحة دكتوراه علوم، جامعة باجي مختار، عنابة، 2016.
- 14- حياة زيد، " دور التحليل الفني في إتخاذ قرار الإستثمار بالأسهم – دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية: الأردن، السعودية وفلسطين"، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، بسكرة، 2015.
- 15- خديم حكيم، " إشكالية النهضة في الجزائر – دراسة مقارنة لتجربة النهضة في ماليزيا والجزائر"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم السياسية والعلاقات الدولية، تخصص: الدراسات الآسيوية، جامعة الجزائر، 03، 2014.
- 16- رحمة نابتي، " النظام الضريبي بين الفكر المالي المعاصر والفكر المالي الإسلامي- دراسة مقارنة"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات استكمال درجة الماجستير في علوم التسيير، 2014
- 17- رفيق مزاهدية، " الإتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الإستثماري"، أطروحة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد دولي، باتنة، 2015.
- 18- شافية كتاف، " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية"، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، 2014.

- 19- العايب عبد الرحمن، " التحكم في الأداء الشامل، المؤسسة الاقتصادية في الجزائر في ظل تحديات التنمية المستدامة"، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، سطيف، 2011.
- 20- عائشة نجالد، " إختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف – دراسة حالة مؤشر داوجونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014"، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية، تخصص: دراسات مالية وإقتصادية، 2015.
- 21- عبد الحفيظ بن ساسي، " ضوابط الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد الإسلامي، باتنة، 2008.
- 22- عبد الحميد فيجل، " تطور السوق الإسلامي لرأس المال – التجربة الماليزية أنموذجا"، مذكرة ماجستير، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
- 23- علي بن الضب، " دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة – دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006 – 2008"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات درجة الماجستير: مالية المؤسسة، ورقلة، 2009.
- 24- غسان محمد خليل النجار: " أثر إدارة المخاطر لدى أصحاب المشاريع الريادية في تحقيق الميزة التنافسية لمشاريعهم – دراسة خاصة للأعمال والتكنولوجيا في الجامعة الإسلامية"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال، غزّة، 2017.
- 25- فالح بن عبد الله بن محمد الحقباني، " العوامل المحددة للإستهلاك في الإقتصاد الإسلامي"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير، المملكة العربية السعودية، 1410هـ.
- 26- فؤاد عبد الحميد النواجحة، " قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين – دراسة تحليلية"، قدّمت هذه الدراسة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزّة، 2014.
- 27- قط سليم، " مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية- دراسة مقارنة-"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، 2016.
- 28- محمد دمان ذبيح، " مؤسسة الزكاة و دورها الإقتصادي"، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في الإقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015.
- 29- محمد غزال، " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية – دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية -"، مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، سطيف، 2013.
- 30- مهدي هندی، " الإستثمار في البورصة رؤية من منظور إسلامي"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص: نقود مالية وبنوك، تلمسان، 2008.

31- نبيل خليل طه سمور، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق – دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، قدّمت هذه الرسالة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، غزة، 2007.

32- نور الدين إبراهيم القاضي، " أثر كفاءة إدارة المحفظة الإستثمارية على ربحية البنوك التجارية - دراسة إختباريه على البنوك التجارية الأردنية للفترة من 2012- 2014 "، قدّمت هذه الدراسة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2016.

3. المقالات

1- إبراهيم محمد عبد السمّيع محمد، " الصكوك الإسلامية كمنتج شرعي بديل عن الأدوات الربوية ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية، دراسة فقهية "، مجلة كلية أصول الدين والدعوة، العدد: 35، الجزء الأول، 2017.

2- إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، " إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية – دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية "، مجلة العلوم الإقتصادية، المجلد: 17، العدد: 02.

3- إسماعيل نسرين، دودوري لحسن، " تفعيل التمويل الإسلامي بالجزائر في ظل تجارب بعض الدول العربية (السودان وماليزيا أنموذجاً) "، مجلة الإقتصاد والمالية، المجلد: 06، العدد: 01، 2020.

4- أحمد بلخير، " الصكوك الإسلامية وأهمية تطبيقها في الإقتصاد الجزائري "، مجلة البحوث الإقتصادية والمالية، المجلد: 05، العدد: 02، ديسمبر 2018.

5- أحمد شوقي سليمان، " مخاطر المشتقات المالية "Future contracts" وموقف الإسلام منها (الجزء الثالث) "، المصرفية الإسلامية – دراسات في المحاسبة والإدارة، 2016.

6- أحمد عبد العليم عبد اللطيف، " تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية "، مجلة الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة العشرون، دون مكان نشر، دون سنة نشر.

7- أركان عبد اللطيف، إسمهان عبد الله جاسم، " الأوراق المالية (الأسهم والسندات) "، مجلة العلوم الإسلامية، العدد: 22، 1435 هـ.

8- إسماعيل كعلة عبد اللطيف، " الأوراق المالية في السوق وحكمها في الشريعة الإسلامية "، مجلة ديالى، العدد: 44، 2010.

9- إلياس خضر الحمودي، " تقييم أداء المحافظ الإستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي "، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد: 04، العدد: 07، 2011.

10- أنعام عبد الزهرة دوش، " التحوط بإستخدام العقود الآجلة – دراسة تطبيقية في شركات التأمين المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية "، جامعة الكوفة، دون سنة نشر.

- 11- إيداد خالد الشالي، رانيا الدروبي، " أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الإستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1994-2009) - دراسة حالة"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد: 27، العدد: 04، جامعة دمشق، 2011.
- 12- إيمان عبد المطلب حسن المولي، " مؤشرات قياس سيولة أسواق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد: 7، العدد: 23، 2011.
- 13- أيمن حامد خيران، " سوق الأوراق المالية وتأثيرها في تحسين الاقتصاد اليمني"، مجلة الأندلس للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد: 15، العدد: 14، 2017.
- 14- باسل يوسف محمد الشاعر، هيام محمد عبد القادر الزيدانين، " الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الأسهم، الصكوك الإستثمارية الإسلامية"، دراسات: علوم الشريعة والقانون، المجلد: 43، ملحق: 03، 2016.
- 15- بريري محمد أمين، موزارين عبد المجيد، كريفار مراد، " مخاطر الإعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية وآليات إدارتها"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد رقم: 02، عدد خاص: 2018.
- 16- بشار ذنون محمد الشكري، ميلاد صلاح الدين تاج الدين، " علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية-دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، تنمية الرافدين، المجلد: 89، العدد: 30، 2008.
- 17- بن أعر حاسين، لحسن جديدين، محمد بن بوزيان، " كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة حالة بورصة السعودية، عُمان، تونس، المغرب"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد: 02، 2019.
- 18- بن لخضر مسعودة، " إختبار بورصة أبو ضبي للأوراق المالية عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومات المحاسبية المفصح عنها"، مجلة أفاق علمية، المجلد: 11، العدد: 3، 2019.
- 19- بن لخضر مسعودة، عطية حليلة، " تكييف صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في تفعيل التنمية إستنادا إلى السوق المالي الإسلامي مع الإشارة إلى تجربة صندوق صائب للفترة (2003- الربع الأول من 2016)، دفاثر البحوث العلمية، العدد: 10، 2016.
- 20- بوشناف فايزة، برك نعيمة، بن داودية وهيبية، "الصكوك الإسلامية كبديل لتمويل العجز الموازي في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد: 26، المجلد: 17، 2021.
- 21- بن زكورة العوينة، "التحول إلى الصيرفة الإسلامية في الجزائر- أفاق وتطلعات"، المغربية للاقتصاد والمانجمنت، المجلد: 07، العدد: 02، سبتمبر 2020.

- 22- بو عبد الله علي، " تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا "، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، 2015.
- 23- بوبكر شماخي، عبد الغني دادان، " تقييم أداء محافظ القيمة في ظل كفاءة الأسواق المالية – دراسة إختباريه في سوق سنغفورة المالي خلال الفترة (2003 - 2016) "، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد: 03، 2017.
- 24- بوحضر رقية، " دور أسهم البنوك الإسلامية في تنشيط أسواق الأوراق المالية، حالة دول منطقة الخليج "، مجلة أوراق اقتصادية، العدد: 01، 2018.
- 25- بوديار أمينة، " دراسة تحليلية وقياسية لنماذج أمثال المحفظة المالية في بورصة المغرب للفترة (2015 - 2018) "، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية JBAES، المجلد رقم (05)، العدد (01)، دون سنة نشر.
- 26- جليل كاظم مدلول العارضي، محمد حسين منهل العيساوي، ندى عبد القادر عبد الستار الشريدي، " أبعاد المنطق الاستراتيجي وتأثيرها في قيمة الأسهم في سوق المال – دراسة تحليلية في قطاع التأمين العراقي الخاص"، مجلة العربي للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة الحادية عشر، المجلد الثاني، العدد: 35، 2015.
- 27- جهاد مصطفى عزب، " التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية – دراسة في القانون الكويتي والمصري "، مجلة كلية القانون العالمية، ملحق خاص، العدد : 04، الجزء الأول، 2019.
- 28- جيهان الطاهر محمد عبد الحليم، " تنظيم السوق المالية في الشريعة الإسلامي "، مجلة بحوث العلوم الإسلامية، المجلد الثاني، العدد : 03، 2018.
- 29- حسّان خضر، " تحليل الأسواق المالية "، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد: 27، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، 2004.
- 30- حسين عبد المطلب الأسرج، " صيغ تمويل المشروعات الصغيرة في الإقتصاد الإسلامي "، دراسات إسلامية، العدد: 08، 2010.
- 31- حفوطة الأمير عبد القادر، زبيدي البشير، " إستفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربتي السودان وماليزيا نموذجا)"، مجلة البحث في العلوم المالية المحاسبية، العدد: 04، 2017.
- 32- حفيظ عبد الحميد، براهيم زرزور، " كفاءة سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي"، مجلة ريادة الأعمال الإسلامية، المجلد: 03، العدد: 02، لندن، المملكة المتحدة، 2018.

- 33- خديجة عرقوب، " مقومات نجاح السيّاحة والحلال في ماليزيا "، مجلة البشائر الإقتصادية، المجلد: 04، العدد: 01، 2018.
- 34- دلفوف سفيان، " أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية – حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي -"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد: 14، العدد: 19، 2018.
- 35- رشيد علاّب، الطاهر جليط، حمزة طيبي، " دور الصكوك الإسلامية الخضراء في تمويل مشاريع مستدامة "، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، عدد خاص، المجلد: 1، 2018.
- 36- رقية شرون، " دور هيئة الرقابة الشرعية في أسواق رأس المال الإسلامية – التجربة الماليزية "، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد: 11، دون سنة نشر.
- 37- رماح للبحوث والدراسات، " مراقبة إصدار الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية الإسلامية، العدد: 26، الأردن، دورة جوان 2018.
- 38- رياض المومني، محمد ملاوي، " أثر عرض النقود على أداء بورصة عمان: دراسة قياسية (1978-2006)، أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، 2011.
- 39- زغبة طلال، عريوة محاد، " أهمية بطاقة الأداء المتوازن في قياس وتقييم أداء شركات التأمين – دراسة حالة شركة (TRUST) للتأمينات بالجزائر، 2014-2016 "، مجلة البشائر الإقتصادية، المجلد: 04، العدد: 03، 2019.
- 40- زهرة خضر عباس العبيدي، " سوق الأوراق المالية ودورها في تفعيل الإستثمارات "، مجلة الكويت للعلوم الإقتصادية والإدارية، العدد: 28، 2018.
- 41- زهير غراية، " إختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية – دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية "، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد: 13، 2015.
- 42- سطم صالح حنين، " معالجة مشاكل المشتقات المالية في ظل معايير المحاسبة الدولية وفقا للشريعة الإسلامية "، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد: 05، العدد: 13، 2009.
- 43- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، " إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية – دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية "، دراسات إقتصادية إسلامية، المجلد: 20، العدد: 01، دون سنة نشر.
- 44- سمير عبد الرسول العبيدي، " مهاتير محمد والقيم النهضوية الأسيوية "، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد: 10، العدد: 02، 2013.
- 45- شافية كتاف، ذهبية لطرش، " عقود المشتقات المالية بين الأهمية الإقتصادية والرؤيا الشرعية "، مجلة آفاق للعلم، العدد السابع، 2017.

- 46- شذى عبد الحسين الزبيدي، " تحليل سلوك أسعار الأسهم بإستعمال نموذج السير العشوائي – دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية، بغداد، المجلد: 14، العدد: 02، 2012.
- 47- شفيق عريش، عثمان نقار، رولي شفيق إسماعيل، " إختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد: 05، 2011.
- 48- شوقي السيد فودة، " نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية"، آفاق جديدة، العدد: 04، جامعة المنوفية، مصر، 1998.
- 49- شينين عبد النور، زرقون محمد، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على نقد الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة – دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة (2000 - 2013)؛ مجلة الدراسات الإقتصادية الكمية، 2015.
- 50- الصوفي ولد الشيباني، " التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية"، مجلة الفقه القانوني، العدد: 44، 2015، ع، 34-م، 9، بغداد، 2013.
- 51- صالح صالح، "مشروع إقامة أكبر منطقة لتوطين الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بحجم 150 مليار دولار في آفاق 2024"، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد: 14، 2014.
- 52- عبد الرزاق بوعطية، " واقع وآفاق مساهمة الصيرفة الإسلامية في النظام المصرفي الجزائري"، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، العدد: 03، المجلد: 09، لا توجد سنة نشر.
- 53- عادل بوظلالة، أحمد بوراس، " دور كفاءة سوق رأس المال في توصية وتخصيص الإستثمارات – دراسة حالة: السوق المالي السعودي خلال الفترة: 2008 – 2014"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد: 06، 2016.
- 54- عائدة عثمان عبد الله، " دور المحاسبة البيئية في تقييم الأداء في الشركات المساهمة – دراسة تحليلية من وجهة نظر موظفي شركة سابك السعودية"، مجلة الطريق للتربية والعلوم الإجتماعية 396، المجلد: 06، العدد: 04، 2019.
- 55- عبد الباري مشعل، عثمان محمد منير، " أهمية الأسواق المالية الإسلامية"، الإمتثال شهادة الخبير في الأسواق المالية الإسلامية، تونس، دون سنة نشر.
- 56- عبد الجبار حمد السبهاني، " الأسهم والسهم، الأهداف والمآلات"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد: (2 / أ)، 2009.

- 57- عبدلي حبيبة، عبدلي وفاء، عبدلي هالة، " الصيرفة الإسلامية في الجزائر- واقع وتحديات-"، مجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة خنشلة، المجلد: 07، العدد: 02، جوان 2020.
- 58- عبد الحسين جليل الغالبي، حسن شاكر الشّمري، " التحليل الإقتصادي لكفاءة الأسواق المالية – دليل تجريبي لبعض الأسواق الغربية "، مجلة العربي للعلوم الإقتصادية والإدارية، السنة الحادية عشر، المجلد: 09، العدد: 32، 2015.
- 59- عبد الحق بوقفة، دلال العابدي، " الضوابط الرقابية وإرتباطها بالممارسات السليمة للصكوك الإسلامية من منظور شرعي وإقتصادي "، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، العدد: 01، دون سنة نشر.
- 60- عبد الحي أبروا، " دراسة فقهية تطبيقية لقاعدة لا ضرر ولا ضرار "، جريدة القلم، 2013.
- 61- عبد العظيم أبو زيد، " التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد: 27، العدد: 03، 2014.
- 62- عبد اللطيف عبد الرحيم جتاهي، " الصكوك الإسلامية بدائل للسندات التقليدية "، مجلة الفقه الإسلامي الدولي، الدورة: 19: دولة الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر.
- 63- عبد الغني محلق، الطيب بولحية، "الصكوك الإسلامية بديل لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية في الجزائر عل ضوء التجربة الماليزية"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، العدد: 01، المجلد: 08، مارس 2021.
- 64- عبد الله حسن، علي عبد الزهرة، " تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل بإستعمال إختبارات جذر الوحدة و أسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع ARDL الإبطاء، "، العلوم الإقتصادية،
- 65- عبد الله علي، " تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا "، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد: 14، 2015.
- 66- عبد الله عناد نجم عبد الله، " آلية التطبيق المحاسبي لعقد الإستصناع والإستصناع الموازي في المصارف العراقية على ضوء معيار المحاسبة المالية الإسلامية رقم (10)"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد: 01، العدد: 11، الجزء: 02، 2018.
- 67- عبد المجيد دية، " بدائل شرعية لعقود الإختيارات "، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد: 09، العدد: (1/أ)، 2013.
- 68- العربي العربي، " فجر ماليزيا، تجربة تنموية ونجاح إقتصادي"، IJRDO، مجلة العلوم الإجتماعية والبحوث الإنسانية، المجلد: 04، العدد: 06، 2019.
- 69- عصام مجيد كاضم، " الزكاة ودورها الإنمائي"، المجلة العراقية للعلوم الإقتصادية، السنة العاشرة، العدد الثالث، 2012.

- 70- عطية عدلان، " المزارعة، حكمها والضوابط المنظمة لها وآثارها الإقتصادية"، مجلة جامعة بيروت لكلية اللاهوت، 2018.
- 71- عقبة عبد اللاوي، نور الدين جوادي، " الزكاة كاليه لتحقيق الإستقرار الإقتصادي"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد:12، 2011.
- 72- علي محمد موسى، مادوغي سيلا، " الصكوك الإستثمارية، مفهومها، نشأتها، مخاطرها، ضوابطها"، مجلة جامعة الشارقة، المجلد: 13، العدد: 02، 2016.
- 73- علي حسين المقابلة، سمير فهمي برهومة، " كفاءة سوق عمّان المالية في قطاع البنوك عند المستوى الضّعيف"، الإدارة العامة، العدد: 04، الأردن، 2002.
- 74- علي سالم أحمد، أياد أحمد هادي، " المصلحة المرسله والملغاة في الأسهم والسندات وفق المنظور الإسلامي"، مجلة الجامعة العراقية، المجلد: 02، العدد: 29، دون سنة نشر.
- 75- عمر بن فيحان المرزوقي، " ضوابط تنظيم الإستهلاك في الإسلام"، مجلة الشريعة والقانون، العدد: 34، 2008.
- 76- عوادي مصطفى، "متطلبات تفعيل الصيرفة الإسلامية في الجزائر لتعزيز تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، عنوان مداخلة في الملتقى الدولي حول إشكالية إستدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الشهيد حمة لخضر-الوادي"، يومي 06 و07 ديسمبر 2017.
- 77- عيساوي ليلي، " أثر الزكاة على تحفيز الإستثمار والحد من البطالة"، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، العدد:19، 2018.
- 78- العيفة عبد الحق، " طبيعة الملكية في هيكله الصكوك الإسلامية"، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد: 13، 2018.
- 79- غراية زهير، ترقو محمد، " التحليل القياسي للإستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر " داو جونز " الصناعي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد: 02، 2013.
- 80- فرج أحمد العسكري، علي محمد المحمودي، محمد ميلاد صالح، " تقييم كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي – دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي للفترة من 2012/03/01 إلى 2013/04/30"، مجلة العلوم الإقتصادية والسياسية، العدد العاشر، 2017.
- 81- قادم فاطمة، " نموذج إختبار الأنماط الطارئة لدراسة كفاءة وحركة أسعار أسهم البورصات المغربية من سنة (2008 - 2014)"، الغدير، العدد: 05، 2017.
- 82- قاسم محمد حزم الحمود، " حكم التعامل بالسندات والبدائل الشرعية لها – دراسة فقهية معصرة"، مجلة العلوم البحوث الإسلامية، المجلد: 17، العدد: 01، 2016.

- 83- كمال توفيق خطّاب، " رؤية إسلامية نحو التنمية "، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلّد، رقم: 33، العدد: 02، 2006.
- 84- محمد الطاهر درويش، حسينة تهدي، تفرّات يزيد، "الصكوك الإسلامية البديل الأنسب في تمويل الإقتصاد – عرض تجارب رائدة كنماذج يمكن الإستفادة منها"، مجلة البحوث الإدارية والإقتصادية، دون سنة نشر.
- 85- مجدي علي غيث، منير سليمان الحكيم، "متطلبات الوضع الإقتصادي الأمتل في الإسلام"، دراسات، المجلد: 45، عدد: 04، ملحق: 04، 2018.
- 86- محسن محمد صالح، " النهوض الماليزي – قراءة في الخلفيات ومعالم التطور الإقتصادي"، العدد: 136، الطبعة الأولى، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، الإمارات العربية المتحدة، 2008.
- 87- محمد رافع يونس، " المغارسة في أرض الوقف – دراسة مقارنة في الفقه الإسلامي "، مجلة الرّادين للحقوق، المجلد: 15، العدد: 52، السنة: 17، 2011.
- 88- محمد سعيد محمد الرملاوي، " الأرباح والفوائد في ميزان الفقه الإسلامي (دراسة تطبيقية معاصرة) "، العدد: 30، الجزء الأول، جامعة القاهرة، الأزهر، دون سنة نشر.
- 89- محمد علي سميران، " تشجيع الإستثمار في الفقه الإسلامي- دراسة مقارنة مع القانون الأردني-، دراسات، علوم الشريعة والقانون، المجلد: 46، العدد: 01، 2019.
- 90- مرعي علي ضو، أبو بكر نصر عبد السلام معمر شنولة، " أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية – سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أنموذجا "، مجلة العلوم الإقتصادية والسياسية، العدد: 05، 2015.
- 91- مسعود نصبة، ناصر محدة، " إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية – حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، مجلة العلوم الإنسانية، العدد: 48، 2017.
- 92- مسفر بن علي القحطاني، " حكم العمل في الشركات المباحة ذات النّشاط المحرم – مقارنة فقهية "، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد: 09، العدد: 02، 2012.
- 93- مشري فريد، عتروس صبرينة، " السوق المالية الإسلامية " – المفهوم والأدوات – تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)، مجلة الإجتهد القضائي، العدد الحادي عشر، دون سنة نشر.
- 94- مصطفى عيد الغفار عباس خليفة، " عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية – دراسة فقهية مقارنة "، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات، المجلد: 01، العدد: 35، الإسكندرية، دون سنة نشر.

- 95- معتز تاج السر محمد، سعد بن علي الوابل، عباس فؤاد عباس حسن، " كفاءة الأسواق المالية في مجلس التعاون الخليجي – دراسة حالة المصارف المدرجة للفترة من 2005 إلى 2015"، Global Journal of Economics and Business, Vol4, N° : 3.
- 96- مفتاح صالح، قط سليم، " المشتقات المالية الإسلامية كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، دراسات إقتصادية، المجلد: 20، رقم:01، دون سنة نشر.
- 97- مفيض الرحمن، " التعامل بالأوراق التجارية في الشريعة الإسلامية"، دراسات الجامعة الإسلامية العالمية شيتاغونغ، المجلد: 03، 2006.
- 98- نادية فاضل عباس فضلي، " التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000 – 2010"، دراسات دولية، العدد : 54، دون بلد نشر، دون سنة نشر.
- 99- نبيل محمد كريم المغايرة، محمد محمود طوالبه، " التكيف الفقهي للعقود العاجلة والآجلة في سوق الأوراق المالية (البورصة) والبدائل الشرعية لها"، مجلة الصراط، السنة الخامسة عشر، العدد: 27، 2013.
- 100- نعمان محمول، نور الدين محرز، " تقييم الإستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات، العدد الإقتصادي، المجلد: 15، العدد: 02، 2018.
- 101- نورين بومدين، " منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية"، المجلد: 05، العدد: 10، 2012.
- 102- هالة طالب أبو عامر، " عقد السلم الموازي ودوره في تحقيق الأمن الإقتصادي"، المجلة العربية للدراسات الأمنية والتدريب، المجلد: 31، العدد : 63، الرياض، 2015.
- 103- هشام حنظل عبد الباقي، " النقود والنظام والنقدي التقليدي وإمكانية الإصلاح النقدي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للإقتصاد الإسلامي، مجلد: 30، العدد: 30، 2017.
- 104- هشام طلعت عبد الحكيم، دلال قاسم عبد الحسين، " تحليل وتقييم أداء صناديق الإستثمار – دراسة تحليلية في سوق الأوراق المالية السعودية"، مجلة الإدارة والإقتصاد، السنة: 69، العدد: 106، 2016.
- 105- هشام طلعت عبد لحكيم، " مخاطر عقود المشتقات المالية وإنعكاساتها على الأزمة المالية العالمية"، دراسة تحليلية في مصرف (TorontoDomonion)، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، العدد: 103، المجلد: 24، 2018.
- 106- هناء محمد هلال الحنبطي، " دور الصكوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية – دراسة حالة –"، دراسات العلوم الإدارية، المجلد: 22، العدد: 02، 2015.

- 107- هودة سلطان فتوري، عبد الرحمن نعجة العفيفي، " واقع التدقيق الشرعي للمعاملات المصرفية الإسلامية – حالة البنوك الإسلامية العاملة بمدينة سيدي بلعباس – الجزائر ". Journal of Global Business and social Entrepreneur ship, vol: 4. N° : 4, 2018.
- 108- وسام حسن علي العنيزي، " قياس كفاءة سوق العراق للأوراق المالية في ظل التحولات الاقتصادية "، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد: 07، العدد: 14، 2015.
- 109- ياسر عبد الكريم الحوراني، " الإستثمار في عقود المشتقات المالية من منظور إسلامي "، مؤتمة للبحوث والدراسات، المجلد: 30، العدد: 04، 2015.
- 110- يوسف علي عبد الأسدي، جواد كاظم حميد، " الإستثمار في النظام الإقتصادي الإسلامي "، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد: 08، العدد: 30، 2012.
- 111- يوسف مسعداوي، " كفاءة الأسواق المالي العربية – دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر "، مجلة بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الثاني والأربعون، 2014.
- 112- يونس صوالحي، بن عوالي محمد الشريف، " بيع الدين وأثره في الأسواق المالية "، مجلة الإسلام في آسيا، العدد الخاص: 04، ماليزيا، 2011.

4. الملتقيات

- 1- بن زاوي محمد الشريف، نشنش فتيحة، " دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية "، عنوان مداخلة في الملتقى الدولي الخامس، الإقتصاد الافتراضي وإنعكاسه على الإقتصاديات الدولية"، دون مكان نشر، ودون سنة نشر.
- 2- بعزیز سعید، مخلوف طارق، "تفعيل الصيرفة الإسلامية في الجزائر لتعزيز تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، عنوان مداخلة في الملتقى الوطني حول إشكالية إستدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، يومي 06 و07 ديسمبر 2017، جامعة الشهيد حمة لخضر-الوادي- 2017.
- 3- بياس منيرة، " الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية "، عنوان مداخلة في الملتقى العلمي الدولي حول: " الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية "، أيام 20 – 21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.
- 4- جاسم علي سالم الشامسي، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع "، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر.
- 5- الجمعية العامة للأمم المتحدة، " تقرير وطني مقدّم وفقا للفقرة 15 (أ) من مرفق قرار مجلس حقوق الإنسان 5/1 ماليزيا"، الدورة الرابعة، 2 – 13 فيفري 2009، جنيف، إنجلترا.

- 6- حنان إبراهيم النّجار، " آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية"، عنوان مداخلة في المؤتمر العلمي الخامس عشر، سوق الأوراق المالية والبورصات – آفاق وتحديات"، جامعة الإمارات العربية المتحدة، كلية الشريعة والقانون، يومي: 15 – 17 ماي 2006.
- 7- خالد محمود الزّهار، رامي صالح عبده، " نحو أسواق مالية إسلامية "، عنوان مداخلة في المؤتمر العلمي الأول بعنوان، " الإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة "، يومي 8 – 9 ماي 2005، غزّة.
- 8- سعد بن تركي الخثلان، " الأسهم الجائزة والمحظورة "، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، الإمارات العربية المتحدة يومي: 6 – 8 مارس 2007.
- 9- عقبة عبد اللاوي، نوال بن عمارة، صالح ناجية، مداخلة بعنوان، " التمويل بالمشاركة و أثره على التوازن الآني في سوقي السلع والخدمات"، مؤتمر الشارقة الدولي الأول في التمويل الإسلامي، يومي: 05-06 نوفمبر 2014، مركز الشارقة الإسلامي للدراسات والبحوث المالية الإسلامية.
- 10- قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في مؤتمره السابع بجدة في المملكة العربية السعودية من 07 إلى 12 ذي القعدة 1412 هـ الموافق لـ 09/ و 04 مايو 1992، بخصوص موضوع الأسواق المالية، الأسهم، الامتيازات، السّلع، بطاقات الائتمان.
- 11- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، " قرار بشأن الأسواق المالية "، قرار رقم: 63(1/7)، في المؤتمر التّاسع بجدة في المملكة العربية السعودية يومي: 09-14 ماي، 1992.
- 12- محمد جنيد بن محمد نوري الديشوري، " التخارج في الأسهم المختلطة "، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، 21 ماي – 03 جوان 2009، المملكة العربية السعودية.
- 13- محمد سعدو الجرف، " عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي "، عنوان مداخلة في الدورة العلمية الثانية حول، " التحوط في المعاملات المالية الإسلامية "، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي، يومي: 26 – 27 أبريل 2016.
- 14- محمود فهد مهيدات، " المضاربات الوهمية السوقية ودورها في الأزمة المالية – عقود الخيارات "، عنوان مداخلة في المؤتمر العلمي الدولي حول " الأزمة المالية الإقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، يومي: 1-2 ديسمبر 2010.
- 15- محمد الطاهر درويش، حسينة تهدي، تفرات يزيد، "الصكوك الإسلامية البديل الأنسب في تمويل الإقتصاد – عرض تجارب رائدة كنماذج يمكن الإستفادة منها"، مجلة البحوث الإدارية والإقتصادية، دون سنة نشر.
- 16- يوسف القرضاوي، القواعد الحاكمة لفقه المعاملات، " المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث، الدورة التاسعة عشر"، 2009.

5. المواقع الإلكترونية

01- www.iasj.net .

02- طالب بن عمر بن حيدر الكثيري، " إستثمار أموال الزكاة"، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05، على الرابط الإلكتروني: <http://www.alukah.net>

03- كرار سليم عبد الزهرة، حسين كاظم عوجة، حسين راغب طلب، " قياس القيمة العادلة للأسهم العادية بإستعمال نموذج مضاعف الربحية – دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، العربي للعلوم الإقتصادية والإدارية، ص: 193 على الموقع الإلكتروني: <http://www.docudesk.com>

04- علي محي الدين القرّة داغي، " أحكام الأسهم وأنواعها على ضوء قواعد الفقه الإسلامي"، الجزء الأول، الطبعة الأولى، ص: 392، على الموقع الإلكتروني: www.quaradaghi.com

05- <http://www.reseachgate.net>.

06- محمد عبد الله شاهين محمد، " دور البنوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية"، 2017، على الموقع الإلكتروني: books.google.dz

07- <http://w.tradineconomics.com/malaysia/gdpfrom-manufacturing..>

08- <https://tradingeconomics.com/malaysia/gdp-growth-annual>

09- عادل عبد العظيم، " التجارب الدولية: تجربة ماليزيا"، المعهد العربي للتخطيط. على الموقع الإلكتروني: www.arab-api.org

10- بعد أداء متأرجح في العام 2013، سوق الصكوك العالمي يبدو واعدا في عام 2014، بتاريخ إطلاع : 2020 /05/27 على الرابط الإلكتروني: www.standardandpoor.com

11- أسامة علي الفقير الربابعة، " المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية – دراسة تحليلية"، جامعة اليرموك، المملكة الأردنية الهاشمية، على الرابط الإلكتروني: <http://www.verypdf.com/artprint/index.html>:

II- المراجع باللغة الأجنبية

01- D. Morissette, « Valeurs mobilières et gestion de porte feuille », 3^{ème} édition, Quebec : les éditions SMG, 2002.

02- Kenneth H. Karlsen, « Pricing of financial derivatives », in : W. Osreinged) : Transformence, Interdisciplinary communication 2008/2009, cas, Oslo, 2010.

- 03- R. Amthan, « Financial derivatives », First Edition, Himalaya Publishing House, Navakkarsi, Coimbatore, 2014.
- 04- Peter Moles, « Derivatives », Edinburgh Business School, United Kingdom, 2004.
- 05- Pradina Anugrahoeni, « Analysis of Indonesia Sovereign Green Bond and Green Sukuk initiatives – Analysis Insiatif Sovereign Green Bond and Green Sukuk Indonesia », Kiajion Eknami and Kevangan, Vol : 01, N° : 01, 2017.
- 06- Pauline Deschryrer, Frederic de Marig, « What future for the Green Bond Market ? How can policy markets, companies and investors unlock the potential of the green bond market ? », MDPI, Journal of Risk and Financial management, 2020.
- 07- Iman Arifiadi Ramadhan, Wirdyanigshi, « Green Sukuk issuance as an investment instrument for sustainable development », Atlantis press, Advances in social science, Education and Humanities Research, volume : 413, 2020.
- 08- Imam Arifiadi Ramadhan, Wirdyanigsih, « Green Sukuk Issuance As An Investment Instrument For Sustainable Development », Atlantis Press, Advance in Social Science, Education and Humanist Research, Vol : 413, 2020.
- 09- Credit FAQ : « What are the prospects for green sukuk issuance ? », SP Global, September 16, 2018.(Timucin Engin, Mohamed Demek).
- 10- Mazen J. Al Shobaki, Samy S. Abu Naser, Ashraf A. M. Salama, Abed Alfetah, M. Alferjany, Youssef M. Abu Amuna, « The robe of measuring and evaluating performance in acheving control objectives – Case study » Islamic University, International Journal of Enginering and Information System (I.J.E.D.I.S), vol, 02, Issue : 01, 2018.
- 11- Peter A. Taction, « Performance measurement to evaluation », URBAN Institut, World Bank Group Community Cretreach Program, 2016.
- 12- Jasmin Harvey, Technical information service, « performance measurement », The Chartered Institut of Management Accounants, London, 2008.

13- Dan U. A. Galagedera, « A Survey on investment Performance Appraisal with ...Reference to Data Envelopment Analysis », ResearchGate, Australia, 2014.

at : <http://www.researchgate.net>

14- Carl Bacon, « Practical port-folio performance measurement and attribution », second edition, John Wileyand Sons, England, 2008.

15-Economic Planing Unit, « Malaysia : 30 Years of Poverty Reduction, Growth and Racial Harmony, A case story from : Reducing poverty, sustaining growth-whatwarks, whatdoesn't, and why a global exchange for scoling up success ». Scaling Up Poverly Reduction : A Global Learning Process and Conference, Shanghai, May 25-27, 2004.

16- Aahimah. A. Aziz, « Paradigm Shift : Malaysia'sDevelopment Plants », Akademiko : 49, Jully, 1996.

17- S. Sinakolai, Introduction to Bursa Malaysia and Data Description », Chapter : 03, 2011. At : Student Strepo, um, edu, ing.

18- OICU-IOSCO, « Report of the Islamic Capitol Market Task Force of the . International Organization of Securities Commission », 2004.

19- Secutities Commission Malaysia, « Islamic Capital Market », has been viewed on : 02/05/2020, at : 14 :09

Website : www.sc.com.my/development .

20- Bursa Malaysia, « The Islamic Capital Market », Kuala Lumpur, Malaysia, website : www.bursamalaysia.com.

21- Bursa Malaysia, « Best practices for Shariah investing », B.M.B.

Website : www.bursamalaysia.com.

22- Wan Razazila, Wan Abdullah, Jamal Rondaki, Amel Murray Clark, « The evolution of the Malaysia Islamic Capital Market : Towards a Global Hub », 2010

website : <http://victoria.ac.nz> .

23-Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council, « Shariah Advisory Council of the Securities Commission », 2011.

websites: www.ief.iefpedia.com .

24- Siti Aisyah Mustafa, Raslily Ramlee and Salima Kassim, « Economic Forces and Islamic stock Market, Empirical Evidence from Malaysia», Asian Journal of Business and accounting, Vol : 10, N°01, 2017.

25- Chapter 2, « Trends and challenges, Luban Offshore Financial Services Authority's Annual Report, 1999.

26- Zetli Akhtar Aziz, « The challenge for a global Islamic capital market. Strategic developments Malaysia », Keynotedotress by Dr Zetli Akhtar, Governor of the Central Bank of Malaysia, at the Sukuk Summit 2007, London.

27- Mufti Taqi Usmani, « Principal of Shariah Governing Islamic Investment funds », Albalagh : 01.

Website : www.albalagh.net, at : 19 :00, on 07/08/2020.

28- Khalifa Mhassanain, « Islamic Finance and Capital Markets », Islamic Research and Training Institute, Member of the Islamic Development Bank Group, Kingdom of Saudi Arabia, 2016.

29- Nurul Aimi Muhamed, Ronald Melder, « The Roles of Islamic Investment Funds as Institutional Investor : The perceptions of fund management companies' representatives in Malaysia .

Website : www.researchgate.net , at : 21 :37, le 24/06/2014.

30-<https://www.fundsupermart.Com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber>

.31-<http://www.cimb-principal.com>

32-SitiMarsilaMhdRusian, « The Financial Performance of Islamic Real Estate Investment Trust (REITs) in Malaysia », Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, vol : 15, N° : 01, 2019.

- 33- Noraslia Ripain, Nurul Wajhi Ahmad, « Reason of Establishing Islamic. REtts : A Littérature Study, « Faculty of Management and Mumalah International Islamic University College Selangor, Bangi, Malaysia, 2016.
- 35- Asyrof WajdiDusuki, « Practice and prospect of islamic real estate, investment trusts (I-REITS) in Malaysia – Islamic Capital Market, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, volume : 06, N° :2.
- 36- Snapshot of Islamic Financial in Malaysia, « Malaysia, strampingits leadership position in islamic finance, Malaysia, 2017.
- Global islamic finance, report, 2017, Dubai Islamic Bank.
- 37- Khalifa M. Ali Hassanain.
- 38- Examination Study Guide, Regulations (Malaysia futures and options), module 1- Fithprint, Security Industry Development Corporation 3, Persiaran BukitKiara, Kuola Lumpur, 2010.
- 39- Sumaira Chafoor, Irum Saba, Rebana Kauser, « Sukuk Issuance in Malaysia ; lessons for Pakistan », Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies, Vol : 04, N° : 02, 2018.
- 40- Ram Ratings : Malaysia remained leader of global Sukuk Marketin 2018, 19 Feb 2019
- Website : www.ram.com.my.
- 41- Sheikh Salman, « Role of central Bank in Islamic Finance », MPRA, 2009.
- 42- Website : <http://mpra.ub.uni.muenchen.de/26702> .
- 43-Nor Balkish Zakaria, Mohamed Azwanmelisa, Rabiatal Alaniyah Zainol Abdin, « The construct of Sukuk, raiting and default risk », Proceda, Social and Bechavioral Science, N°65, 2012.
- 44- Bank Negara Malaysia, « Islamic Capital Market Betwen Banks », on : 13/05/2020, at : 15 :12, website : <http://imm.bnm.gov.my/index.php?ch:48pg=48ac=98>.

- 45- Buerhan Saiti, Aznan Hasan, Engku Rabiah Adawiah Engku Ali, « Islamic Interbank Money Market : contracts, instruments and their pricing », on 14/05/2020, at : 23 :37.
- 46- Website: <https://www.researchgate.net>
- 47- Buerhan Sait, and others.
- 48- Yasuharu Ofino, « Developments of Sukuk Islamic Bands Market and Challenges of Japanese Market, Newsletter, N° : 2, 2018.
- 49- Cassey Lee and Lee Chew-Ging, « The evolution of development planning in Malaysia », Journal of Southeast Asian Economies, vol : 34, N° : 3, 2017.
- 50- Standard and Poor's Rating Services, « Global Sukuk Issuance Stalls in 2015 As Major Issuer Exits the Market », 01 July 2015, on 15/05/2020, at, 23, 02.
- 51- Website : [www.standardpoors.com /ratingdirect](http://www.standardpoors.com/ratingdirect) .
- 52- Nor Hanifa Binti Hashim, Malaysia Sukuk : A Superior Alternative to traditional Bands, Franklin Templeton Investments, 2018.
- 53- Keshminder, Gurmit Kaur Bariam Singh, Zainora AB. Wahid Mohammad Sgafiq Abdullah, « Green Sukuk : Malaysia taking the lead », Malaysian Journal of Consumer and Family Economics, vol : 22, n° : 52, 2019.
- 54- Securities Commission Malaysia, « Islamic Green Finance Development, Ecosystem and prospects, Kuala Lumpur, Malaysia, 2019.
- 55-SitiRoyah Mat Rahim, Zam Zuriyati Mohamad, « Green Sukuk for Financing Renewable Energy Projects », Tujise, Turkish Journal of Islamic Economies, 2018, p : 132.
- 56- Keshminder, and others.
- 57- The World Bank, « Helping Malaysia Develop the Green Sukuk Market » ; on : 19/05/2020, at : 00 :38, website : pubdocs.worldbank.org
- 58- SitiRoyah Mat Rohim.
- 59- Securities Commission Malaysia, « Role of regulatory in creating enabling environment of facilitating sustainable financing » NosaizatShik Ahmad, IFIN Seminar on financial market, 08 may 2018.

- 60- Ibraheem Alami Abdulkareem, and mohdSada Bin Mahmud, « Infrastructere Projet Financing throught Sukuk as an alternative to conventional band financing, Jomor, vol : 01, N° : 19, 2019.
- 61- Dian Handayani, EKO Nur Surachma, « Sukuk Negara as financing strategy for renewable energy intrastructure ; case study of Muara Laboh Geothermal Power Project », International Journal of Energy Economics and Policy », vol : 07, N° 04, 2017.
- 62- Ahlidin Malikov, « How do soverigne sukuk impact in the economic growth of developing countries ? an analysis of the infrastructure sector », 2017, p :16, on : 20/05/2020, at : 12 :00, 63- website : <http://www.researchgate.net/publication/316763079>.
- 64- EmneBalibek, « Etablising a legal fram work for sovereign Sukuk issuance a public debet management perspective », MFM Global practice, n: 18, 2017.
- 65- Saadiah Mohamad, Omar Salah, Mafrukhim Mokhtar, SharifahFaig56ah Syed Alim, « JEEIR, vol : 03, n°3, 2015.
- 66- IIFM, Sukuk Report, 2019.
- 67- COMCEC, The role of sukuk in islamic capital markets, 2018.
- 68- IIFM AnnualSukuk Report, July 2019.
- 69-Mackinron, J,G, « Critical values for cointegration tests », chapter 13 in long-run economic relationships: readings in cointegration, ed,R,F,engle and C,W,J, granger, Oxford,Oxford University press.
- 70- Rusni Hassan, Ahcene Lahsasing, Mohamed GHezal, " The feasibility of issing sukuku nder the currentlany and regulation in algeria", Journal of Islamic in Asiya, special issue : islamicbanking and finance 2020, international Islamic university malaysia.