

## الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)

أ. سلطان مونية

أ.د. مفتاح صالح

جامعة بسكرة - الجزائر

### الملخص

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل المستثمرين المسلمين فهي تسمح لهم بالتعامل في هذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها و مميزاتها، فيمكن لأصحاب الأموال السائلة من الاستثمار فيها دون الوقوع في الربا، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع .

و من مقومات السوق أدواتها فان صلحت و اعتدلت و ضبطت بالشريعة دعت إلى صلاح و اعتدال السوق و قيامها على أصول الشريعة، لذا تعتبر الأدوات المالية الإسلامية ركيزة من خلالها نرى بوضوح حال السوق و شرعيته، و من أجل الإمام بأدوات هذه السوق وفق الضوابط الشرعية أسقطنا ذلك على سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا. و قمنا بتحليل أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في هذه السوق لاسيما الصكوك وطورها.

### **Résumé :**

Le marché financier islamique est une opportunité pour tous les investisseurs musulmans car elle leur permettent d'opérer dans ce marché, les gens qui ont de l'argent liquide peuvent l'investir sans tomber dans l'usure, et réduire les dégâts et les risques et augmenter les revenus et choisir les meilleur outils. Le marché financier islamique est une station importante pour purifier l'argent et financer les projets réussis ce qui amène à augmenter le taux de croissance économique. Parmi les éléments du marché les instruments qui sont employé, si ses derniers sont conforme à la charia le marché sera basé sur les principes de la charia, c'est pour cela les Instruments financiers islamiques sont considéré comme un pilier à travers ces Instruments on voit clairement l'état du marché et sa légitimité, pour cette raison nous avons pris le marché financier de Malaisie modèle, et analyser Les instruments financiers islamiques les plus importants utilisés dans ce marché.

## مقدمة:

لقد كان من آثار الصحوحة الإسلامية المعاصرة، قيام مجموعة من المؤسسات المالية و الاقتصادية باعتماد الصيغ و الأساليب اللازمة للقيام بأعمالها وفقا للشريعة الإسلامية، و لما كان للسوق المالية من مكانة بالغة الأهمية في عالم المال و الاقتصاد، و قامت بعض الدول الإسلامية بإنشاء أسواق مالية بضوابط إسلامية تحكمها، و وفقا لقواعد شرعية تهذب أوارها و عملياتها، و كان نتيجة للاندماج بين التطور و الحدائة الاقتصادية من جهة، و بين الشريعة الإسلامية من جهة أخرى، بذرة جديدة في عالم الأسواق المالية هي سوق الأوراق المالية الإسلامية. و تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره و مخاطره و زيادة عائداته من خلال تنويع محافظته المالية، و اختيار الأدوات الأقوى و الأكثر نجاحاً و مشروعية .

و من ناحية أخرى و نظرا لأن الاقتصاد الإسلامي اقتصاد مشاركة ، فان الأوعية التي تؤدي إلى تعبئة المدخرات، قائمة عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال و المشاركة في الأرباح و مخاطرها، و تعتبر أدوات أسواق الأوراق المالية من هذه الأوعية، فهي مبدئياً ملائمة للاقتصاد الإسلامي و مناسب لطبيعته، لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير الأموال للمستثمرين و تحقيق السيولة للمدخرين ضمن مفهوم المشاركة.

تعتبر ماليزيا من أهم الدول التي تتعامل بهذا النوع من الأدوات لأن في السنوات الأخيرة اتجهت الأنظار نحوها، لما تحققة من نجاحات في سوقها للأوراق المالية الإسلامية، و ذلك ناتج عن اهتمام السلطات الماليزية بهذا المرفق فأصبحت الرائدة في هذا المجال.

و نظرا للأهمية الكبيرة التي تمتلكها أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية في الدول الإسلامية عامة و ماليزيا خاصة هو ما دفعنا إلى طرح التساؤل التالي:

**ما هي الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية؟ وما هو تطورها في ماليزيا؟**

و للإجابة على هذا التساؤل الرئيسي اخترنا الخطة التالية:

أولاً: سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي.

ثانياً: الأدوات التي يتداول بها في السوق الإسلامي للأوراق المالية.

ثالثاً: تطور الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية بماليزيا.

## 1. سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي:

### 1.1 نشأة و تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية:

#### 1.1.1 النشأة:

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية و وضعها في قالب إسلامي بضوابط شرعية وفق أسس الاقتصاد الإسلامي، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن محمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني، الذي صدر بالأردن بموجب القانون رقم(13) سنة 1978م، ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص لسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم(10) لسنة 1981م، ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984م، إلى أن جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالية إسلامية (برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي، موقع الكتروني)، و ذلك خلال طرح فكرته في ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس سنة 1984م. و لقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق رأس المال إسلامية لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادها في إصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك و الشهادات، و بقيت فكرة هذه السوق عبارة عن كتابات و أدوات يتعامل بها في الأسواق الوضعية و قد سعت مجموعة من الدول إلى إنشاء هذه السوق و على سبيل المثال فقد أنشئ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994م ، إضافة إلى محاولة تحويل بعض الأسواق المالية في الدول العربية إلى أسواق مالية إسلامية و في هذا الإطار و تماشيا مع هذا الاتجاه جاءت خطوة إدارة سوق دبي المالي بإعلانها عن البدء في إجراءات تحويل سوق دبي المالي إلى سوق مالي إسلامي عالمي، بعد ما حصلت أخيرا على موافقة لجنة التنسيق بين هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية في الإمارات ( سليمان ناصر، 2002، ص 348).

#### 2.1.1 التعريف:

–يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية بأنها: "ذلك المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة و الشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز

ثم اقتنائها و تداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة و مراقبة و على أسس شرعية من طرف الهيئة الشرعية للسوق و ذلك من أجل تشجيع الأموال في إطار شرعي" ( محمد عبد الحليم عمر، موقع الكتروني).

## 2.1 مبادئ و أسس سوق الأوراق المالية الإسلامية:

### 1.1.2 مبادئ سوق الأوراق المالية الإسلامية:

يقوم سوق الأوراق المالية الإسلامي على عدة مبادئ وهي كالاتي:

\* الالتزام بالضوابط الأخلاقية و الشرعية : و التي تعتبر ركيزة أساسية لقيام أي سوق أوراق مالية إسلامية.

\* المنافسة الحرة و العادلة: أي يجب أن تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس بالمبدأ الأول ( الالتزام بالضوابط الأخلاقية و الشرعية).

\* حرية الأسعار: و تكون مبنية على آلية العرض و الطلب، و من المعلوم أن السوق التي تسودها المنافسة الكاملة فإن أسعارها تتحدد آليا وفق آلية العرض و الطلب.

\* الاستثمار الحقيقي و ليس الوهمي: و نعني بها عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترويج من حيث الوقت و المكان و تصبح غاية في حد ذاته، و بالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي.

\* الإفصاح: و لقد أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق فحرم إعطاء معلومات صحيحة للمشتري و أمر بتوفير المعلومات كاملة للمشتريين و البائعين عن جوانب المعاملة المختلفة التي هم بصدد القيام بها، و لاسيما إذا كانت تلك المعلومات مؤثرة في سعر السلعة ( خالد محمد الزهار، 2005، ص 15).

\* المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق تقدم في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية و هذا ما يتميز به الاقتصاد الإسلامي، فهو اقتصاد تنموية و يرجع ذلك بالمثل على الأسواق المالية الإسلامية ( أحمد محمد ناصر، موقع الكتروني).

### 2.1.2 الشروط التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية الإسلامية:

لكي يكون هناك سوق مالي ساري و ناجح لابد من توفر عدة شروط ، و لهذا سنتعرف على الشروط التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية الإسلامية و هي كالاتي ( سامر مظهر كنتاكي، موقع الكتروني):

\***المكان:** يمكن إجراء الصفقات عن طريق وسائل الاتصال الحديثة أو التعامل وفق المجالات الإلكترونية (الشيكات) و هو ما جاء جوازه في قرار رقم 52(6/3) للدورة السادسة لمجمع الإسلامي المنبثق عن المنظمة الإسلامية بجدة و ذلك بتاريخ مارس 1990م (قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي، ص 95).

\***الزمان:** لا يشترط وجوب ثبات وحدة الزمان أي من حيث التوقيت لكن من حيث الوقت فإن ثبات الزمان واجب لإتمام الصفقة.

\***وسائل الدفع:** و المقصود بها المال و مادام العمل هنا هو البيع فإن للبيع أحكام يجب مراعاتها و منهياتها يجب تجنبها(منهيات البيع).

\* **السلع و الخدمات:** و هي الأدوات المالية محل التعامل في هذه السوق حيث تمكن رجال الفقه و الاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية خالية من الآثام و المتمثلة في الصكوك الشرعية.

\***أدوات القياس:** تختلف هنا أدوات القياس عن الموازين و المقصود بها هو المبلغ المالي من النقود الذي يساوي هذه الأداة ، فإن لمعرفة القيمة الوزنية للأدوات المالية، فإننا سنتوجه إلى آلية السوق التي تحدد لنا سعرها انطلاقاً من قانون الطلب و العرض.

\***البائعون و المبتاعون:** و نصف لهم هنا الوسطاء و هو حلقة الوصل بين البائعون و المبتاعون و يجب على هؤلاء الالتزام بالقيم الإسلامية: الإيمانية و الأخلاقية و السلوكية في كل الأمور.

\***القائمون على السوق:** لكي يكون هناك رقابة في السوق من الناحية التنظيمية و الشرعية لا بد من إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة ( علاء الدين الرقائبي، 2006، ص 8)، فتعطي بذلك اسم هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية و لها مهام رقابية من الناحية التنظيمية و الشرعية ( جمال العمارة، 2006، ص 9).

### 3.1 عمليات سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي:

تنقسم عمليات سوق الأوراق المالية إلى عمليات عاجلة" نقدية "وعمليات آجلة:

#### 1.3.1 العمليات العاجلة:

#### أ) تعريف العمليات العاجلة:

وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين طرفين أحدهما البائع والذي يسلم فيها الأوراق المالية، والطرف الآخر هو المشتري الذي يسلم ثمن الأوراق المالية فوراً أو خلال 48 ساعة، وهذه العملية تتم في قاعة التداول ببورصة الأوراق المالية، والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري، وتكون هذه العمليات على أصول مادية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع على أصوله المادية.

(ب) **نظرة الإسلام للعمليات العاجلة:** العمليات العاجلة التي تتم في سوق الأوراق المالية جائزة شرعاً ما لم تكن على الأوراق محظور التعامل بها كالسندات، وذلك لان شروط عقد البيع والشراء من إيجاب وقبول وشروط العاقدين والمعقود عليه تنطبق على تلك العمليات ( منير ابراهيم الهندي، 1999، ص 137)، و هناك صور أخرى من البيوع التي يجري التعامل بها في سوق الأوراق المالية وضمن إطار العمليات العاجلة وهي على شكلين:

➤ **البيع على المكشوف (البيع القصير):** وقد عرفه روبرت ( Robert Wessed )

بأنه "عملية مضاربة تستهدف تمكين التجار من الربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم ( رضوان، 1996، ص 216). نجد أن هذه العملية تعتمد على ما يلي:

- الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير محددة بمدة زمنية.
- المخاطرة على نزول الأسعار، حيث احتمال الربح والخسارة.
- تسديد القرض، سواء كان رابحاً أو خاسراً.
- الغرض من البيع هو استعادة العميل من الفرق بين السعيرين. وأما السمسار فيحصل على عائد من استخدام النقود.

- يدخل ضمن العمليات الآجلة لأن العميل ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشتريين، وملزم بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار، وذلك بشرائها من السوق. ومنه نستنتج ، أن البيع على المكشوف "البيع القصير" غير جائز باعتبار أنه من القمار، كما أن السمسار يتصرف في مال غيره بغير إذنه.

➤ **التعامل بالهامش:** الشراء بالهامش يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كلا منهما

يقوم على القرض ووجه الاختلاف بين هذين النوعين من البيوع أن البائع على المكشوف يقترض من سمساره نقوداً ليشتري مزيداً من الأوراق المالية التي اصدر إليها أمر بشرائها، وأما التعامل بالهامش فيقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق المالية

المشتره، ويعتبر باقي الثمن قرصاً يقدمه السمسار إلى المشتري، وترهن الأوراق المالية المشتري لدى السمسار كضمان للقرض حيث يقوم هذا الأخير بالاقتراض بضمانها من المصارف مع سعر فائدة اقل و يوجد نوعين من الهامش (القرة داغي ، 1992، 163).  
- الهامش الابتدائي (الأولي): وهو الذي يتعلّق بالقرض لشراء الأسهم في اليوم فقط، وعادة ما يستخدم للمضاربات السريعة.

- الهامش الاستمراري: وهو الذي يتعلّق بالقرض لشراء الأسهم لما بعد اليوم الأول .

إن التعامل بالهامش غير جائز هو كذلك .

### 2.3.1 العمليات الآجلة:

#### أ) تعريف العمليات الآجلة:

وهي عقد بيع (مبارك، 2005، 872/2)، يؤجل فيه الثمن و المثلن إلى أجل معلوم يسمى التصفية أو يوم التسوية (شعبان، 2002، ص202)، و يلتزم كل من المشتري و البائع على تصفيتهما في تاريخ مقل معين يجرى فيه التسليم و التسلم، ما عدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها و تعويضها (قيصر، 2006، ص 233).

#### ب) نظرة الإسلام للعمليات الآجلة:

##### ➤ العمليات الآجلة الباتة (القطعية):

وتعرف بأنها العمليات التي تجري بين طرفين البائع والمشتري يتحدد فيها مقدار ونوعية الصفقة المتعامل بها وسعرها، وذلك ليسلم كل من الصفقة وثمنها (سعر الصفقة يوم التعاقد) في يوم محدد في المستقبل يسمى بيوم التسوية، وفي مكان معين. وهذا النوع من العمليات لا يتم فيه تسليم العقود عليه، ولا الثمن ولا المثلن، بل يشترط تأجيلهما، وعلى هذا فإن العملية لا تجوز شرعاً، لأن شرط صحة العقود أن يتم تسليم العوضين أو احدهما ولا يجوز اشتراط تأجيل الاثنين.

##### ➤ العمليات الآجلة الشرطية :

وهي العمليات التي تتضمن في طياتها شرطاً وهي أنواع:

#### 1) العمليات الآجلة الشرطية البسيطة أو العمليات الآجلة بشرط التعويض:

وهي أن يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفية العمليات في تاريخ معين، إلا أن يشترط لأحد الطرفين الخيار في عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقاً، وهذا المبلغ بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية.

وحكم العمليات الآجلة بشرط التعويض لا يختلف عن الحكم في العمليات الآجلة الباتة في أن العقد لم يتم من الناحية الشرعية، لأنه لم يتم فيه التسلم والتسليم، لا للثمن، ولا للمثلثن، بل اشترط فيه تأخير الاثنتين معاً، لذلك فهي عمليات غير جائزة شرعاً (القرة داغي، 1990، ص ص 153-157).

## (2) العمليات المضاعفة:

يحق لواحد من المتعاملين الاستزادة من البيع أو الشراء عند حلول الأجل المتفق، بحيث يكون له الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها، وذلك بسعر يوم التعاقد إذا رأى أن التصفية في صالحه، وفي مقابل ذلك يدفع تعويضاً مناسباً يتفق عليه ولا يرد إلى دافعه، وتختلف قيمة هذا التعويض باختلاف نسبة الكمية المضاعفة.

وحكم هذا النوع عدم الجواز شرعاً، وذلك لعدم توفر أركان العقد حيث يتضمن نوع من المغامرة، فضلاً على ذلك أنه يتضمن في ظاهره بيعاً متضمناً بوعده، بل يتضمن بيع آخر، وبالتالي يعتبر من البيوع المنهي عنها لأنه يتضمن صفتين في صفقة واحدة (رضوان، 1996، ص 349).

## (3) العمليات الآجلة بشرط الانتقاء أو الشرطية المركبة:

في هذه العمليات يكون البائع والمشتري لهما حق الخيار في إبرام الصفقة في موعد التصفية بأي من السعرين، وللمتعامل الخيار في الشراء بالسعر الأعلى، أو البيع بالسعر الأدنى، فالمتعاملون بهذه العمليات يعتقدون أنه سيحدث تغير كبير في أسعار الأوراق المالية ارتفاعاً أو هبوطاً، بينما بائعو هذه الأوراق يعتقدون أن الأسعار لن يطرأ عليها أي تغير كبير، بل أن السوق ستبقى هادئة. (أحمد، 1990، ص 13).

وتعرف تلك العمليات بأنها التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون مشترياً أو بائعاً لمقدار معين في ميعاد معين، أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب، أو يقبله بشرط أن يدفع تعويضاً عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة،



والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتتم الفرصة في حالة الصعود أو الهبوط (رضوان، 1996، ص 348).

و هي مما لا يجوز العمل به لما فيها من علل العمليات الشرطية القطعية و مضاف إليها غرر فاحش حيث لا يدري المتعاقد يوم التصفية أهو بائع أو مشتري ( محمد عدنان، 2013، ص 178 ).

ثانيا: الأدوات التي يتداول بها في السوق الإسلامي للأوراق المالية:

### 1. أدوات الملكية (السهم):

إن السهم من الأدوات المالية القائمة بها السوق و لهذه الأداة أنواع و خصائص متفرقة فهل هذه الأداة صالحة لتكون أداة سوق الأوراق المالية؟

**1.1 تعريف السهم :** يرى آخرون أن الأسهم " عبارة عن صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها، و تخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة" ( الزحيلي، 2002، ص 366).

**1.1.1 أنواع الأسهم في ضوء الفقه الإسلامي:** ما دام مصدر شركات المساهمة حلال و ذلك بأنها لا تعمل في المحرمات و لا تخط مالها بالمحرمات فان إصدار الأسهم بصفتها العادية جائزة شرعا.

(أ) أنواعها بالنظر إلى طبيعة الحصة المساهم بها:

**الاسهم النقدية:** و هي أسهم عادية تقدم مساهمتها نقدا فلا اختلاف في جوازها ( أحمد بن محمد، 1426، ص 167).

**الاسهم العينية:** و تكون هنا المساهمة بحصة عينية، و هي مختلف فيها حيث تم التفصيل في أمرها فهي جائزة ( عطية فياص، 1998، ص 182).

**الاسهم المختلطة:** و هو ما أسهم بخلط من النقد و عين و حكم جوازها هو حكم جواز النقد و العين فتصبح جائزة بعد تقدير القيم العينية بالنقود تقييما دقيقا نافيا للجهالة.

**حصص التأسيس:** بصورته هذه لات يجوز لاحتوائه على العديد من المفاصد ( أحمد بن محمد، 1426، ص 174).

(ب) أنواعها بالنظر إلى شكلها:

**أسهم اسمية:** و هي الأسهم الحاملة لاسم صاحبها فلا حرج بجوازها ( مبارك ،2005،ص1/175).

**أسهم لحاملها:** و يكون السهم هنا لمن يحمله، و اختلف على جوازها لكن كان رأي الأغلبية عدم الجواز ( عبد العزيز ،1989، ص199).

**أسهم أذنية (لأمر):** و هي التي يذكر فيها اسم مالکها، مع النص لكونها بإذنه و إصدار هذا النوع من الأسهم جائزة شرعا ( مبارك ،2005،ص1/177).

#### ج) أنواعها بالنسبة لتوزيع الأرباح:

**أسهم عادية مضمونة:** و هي التي يضمن مصدرها بأن يدفع لحاملها في حالة انخفاض قيمة أسهم هذه الشركة إلى حد معين و لفترة معينة، و حكمه الشرعي لا ينبغي ضمان ربح معين لحامل الأسهم حتى و إن كان بنسبة صغيرة ( علي معبد ،1989، ص130).

**أسهم الدخل:** و هي أسهم عادية تابعة لشركات كبيرة حيث أنها توزع أرباحها بشكل دائم. و حكمها الشرعي هو جائز.

**أسهم النمو:** و هي الأسهم التي لا توزع أرباحها بل تضاف إلى نشاطها فيزداد حجم أصولها، و هو جائز.

#### د) أنواعها بالنظر إلى حقوق حملتها:

**الأسهم العادية:** و هل الأكثر شيوعا و يترتب لحاملها كل الحقوق، و لا يأخذ امتياز عن غيره و يقتضي ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق و الواجبات، فقد ذهب الفقهاء إلى جوازها ( أشرف، موقع الكتروني،2013).

**الأسهم المؤجلة:** و هي التي يؤجل نصيبها من الربح إلى ما بعد توزيعه على بقية حاملي الأسهم، و هي غير جائزة ( شعبان ، 2002، ص92).

**الأسهم الممتازة:** و هي التي امتاز أصحابها عن أصحاب الأسهم الأخرى، و هذا النوع غير جائز شرعا ( عطية فياص،1998، ص177).

#### ه) أنواعها بالنظر إلى استهلاكها من عدمه:

**أسهم رأس المال:** و هي الأسهم التي لا تستهلك و لا ترد قيمتها ما دامت الشركة قائمة و هذه جائزة شرعا ( أحمد بن محمد،1426، ص 182).

أسهم المتمتع: و هي الاسهم المتحصل عليها بعد استهلاك الاسهم العادية.و حكمها الشرعي غير جائزة أو تجوز بشروط ( عبد العزيز،1989، ص 200).

(و أنواعها بالنظر إلى المنح من عدمه ( القرّة داغي، 1990، ص 562):

أسهم المنح (مجانية): وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأس مال، و يجوز هذا النوع شرعا.

أسهم يدفع قيمتها صاحبها (غير مجانية): و هي الأسهم التي يدفع قيمتها لصاحبها.

2.أدوات الدين (السندات):

### 1.2 تعريف السند:

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة أو المؤسسات أو الدول و هي "الصكوك القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو المؤسسات ويمثل هذا الصك قرضاً طويل الأجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام" ( الحناوي وآخرون، 1997، ص 2002).

وفي تعريف آخر للسند " صك قابل للتداول ، ويثبت حق حامله فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، واقتضاء دينه في الموعد المحدد لانتهاء مدة القرض" ( حنفي، 2002، ص 153).

### 2.2الحكم الشرعي للسند:

بعد عرض آراء الفقهاء المعاصرين في حكم إصدار وتداول السندات من بين محرم لها مطلقاً، ولجميع أنواعها، ومبيح لها بشروط، ومجيز لأنواعها المختلفة، يؤيد الباحث ترجيح الرأي القاضي بأن جميع أنواع السندات محرمة شرعاً ما دامت تصدر بفائدة ثابتة و محددة، وتسترد قيمتها في مواعيد استحقاقها، سواء كانت الجهة المصدرة لها شركة أم حكومة، باستثناء سندات القارضة الإسلامية، والتي قدمها مفكروا الإسلام المعاصرين بديلاً لأدوات التمويل الربوي .

### 3.البديل الشرعي للسندات الربوية (التصكيك).

بعد اعتبار الفقهاء المعاصرين أن السندات " قروض ربوية " تقع في دائرة الحرام ، اقتضى منهم توفير البديل الذي يحقق الغرض بعيداً عن الأضرار التي تقترب بذلك المحرم، ويبعد الناس عن الوقوع فيه.

إذ أن إيجاد البدائل الإسلامية للسندات من الضرورات الشرعية والاقتصادية، وذلك لإخراج المسلمين من دائرة الربا المحرمة، ولجذب أموال المسلمين المحجيين عن التعامل في السندات المحرمة للاستفادة منها في التنمية.

**1.3 تعريف التصكيك الإسلامي:** عرف التصكيك الإسلامي على أنه: عملية تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات ( Dualeh,1998,p 1 ).

كما عرف على أنه: عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة والمشاركة في الاستثمار، أو ثمن بضاعة المرابحة أو السلم أو الأعيان المصنعة أو تكلفة تصنيعها، أو نفقات زراعة الأرض، أو تكاليف تحصيلها، إلى أجل يمثل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية، وذلك بقصد عرض الصكوك التي تمثل هذه الأجزاء للبيع ( حسان، 2003، ص ص 4-5).

### 2.3 أنواع الصكوك الإسلامية:

لقد ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية، وتختلف هذه المنتجات باختلاف صور وأساليب التمويل والاستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية. ومنه يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام:

– الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة.

– الأوراق المالية القائمة على عقود البيع.

– الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة.

**1.2.3 الصكوك القائمة على عقود الشراكة:** وهي الأوراق المالية التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة وتنطوي تحت هذا التصنيف مجموعة من الصكوك:

**(أ) صكوك المقارضة:** هي وثائق مضاربة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء لإدارته، و صكوك المضاربة عبارة عن عقد يتم بموجبه تقديم مال من رب المال ليتاجر فيه الآخر الذي ليس برب المال، ويمكن أن يتم عقد صكوك المضاربة بين اثنين أو أكثر.

ب) **صكوك المشاركة:** تمثل وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، و يصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك، حيث تدار على أساس المشاركة أو المضاربة (كمال، 2009، ص 13)، و هي مشابهة كثيرا لصكوك المضاربة ن و لكن الاختلاف الأساسي بينهما يتمثل في أن أصحاب صكوك المشاركة لهم الحق في الإدارة ( سليمان، 2003، ص 11).

ج) **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروعات للمزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول ( صافية، 2004، ص 12).

2.2.3 **الصكوك القائمة على عقود البيع:** و فيها يكون العقد قائم بين جهة الإصدار و الطرف الآخر حملت الصكوك على عقد البيع من مرابحة و سلم و استصناع و هي كالاتي:

أ) **صكوك السلم:** و هي صكوك منبثقة من عملية قائمة على عقد سلم حيث تمثل هذه الصكوك جزئية من رأس مال عملية السلم، حيث يكون هنا رأس مال السلم مقسما إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك، و يقصد بالسلم هو رأس مال معجل في مقابل سلعة مؤجلة ( وليد، 2004، ص 912).

ب) **صكوك الاستصناع:** تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب في، و الذي يستعمل في تصنيع السلعة المطلوبة، و التي تصبح ملكا لحامل الصك.

ج) **صكوك المرابحة:** تعتبر وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب فيه، و الذي يستعمل في شراء سلعة معينة، و التي تصبح ملكا لحامل الصك ( نادية، 2004، ص 990).

### 3.2.3 **الصكوك القائمة على الإجارة:**

أ) **تعريف صكوك الإجارة:** هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عدد مماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، فهذه الصكوك تمثل لأعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية ( وليد، 2004، ص 914).

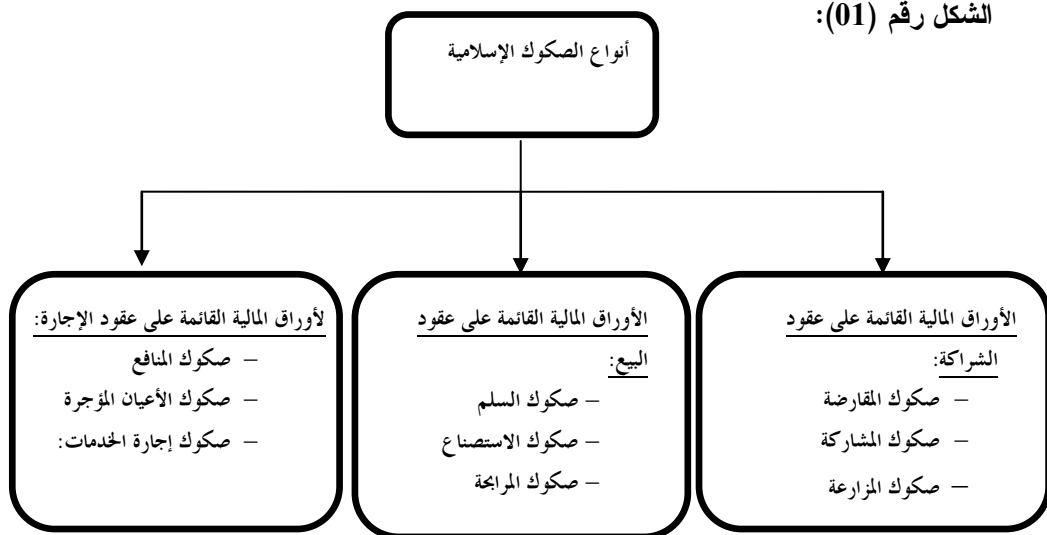
ب) **أنواع الصكوك الإجارة:** و هي كالاتي (كمال، 2009، ص 14):

- **صكوك المنافع:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجود بغرض إجازة منافعها، استيفاء أجرتها من حصيلة الاككتاب، و تصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.  
- **صكوك الأعيان المؤجرة:** و هي تمثل صكوك ملكية لعين قد تكون أرضا أو عقارا أو لآلة.... و تكون العين المملوك مؤجر فهي تدر عائدا محددًا في عقد الإجازة، إذن هي صكوك متساوية القيمة يمثل مجموعها قيمة الشيء المؤجر ( أحمد بن محمد، 1426، ص 331).

- **صكوك إجازة الخدمات:** تعتبر وثيقة متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين، و استيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب فيها، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

و يمكن تلخيص الصكوك الإسلامية في الشكل التالي:

الشكل رقم (01):



المصدر: إعداد الباحثين.

ثالثًا: تطور الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية بماليزيا:

تعتبر الأدوات المالية الإسلامية ركيزة من خلالها نرى بوضوح حال السوق و شرعيته، فمن مقومات السوق أدواتها فان صلحت و ضبطت بالشرعية دعت إلى اعتدال السوق و قيامها على أصول الشرعية، إن هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة مسئولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، و المتعلقة بإصدار

وتداول الأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والتأكد من التزام السوق بمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية الغراء، والتزامه بالقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية المشكلة من قبل هذه الهيئة.

### 1. أدوات الملكية (الأسهم) :

تعتبر الأسهم العادية والمدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، أقرب الأدوات المالية توافقاً مع أحكام الشريعة، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها. وتخضع قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنوياً، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي من عمليات محرمة شرعاً.

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة في 1997 جويليا م، وبلغ عدد الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة في ذلك الحين 371 ورقة بنسبة % 57 تقريبا من مجموع الأوراق المالية المدرجة فيها. و الجدول التالي يوضح تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية و نسبته للفترة (2001-2007)

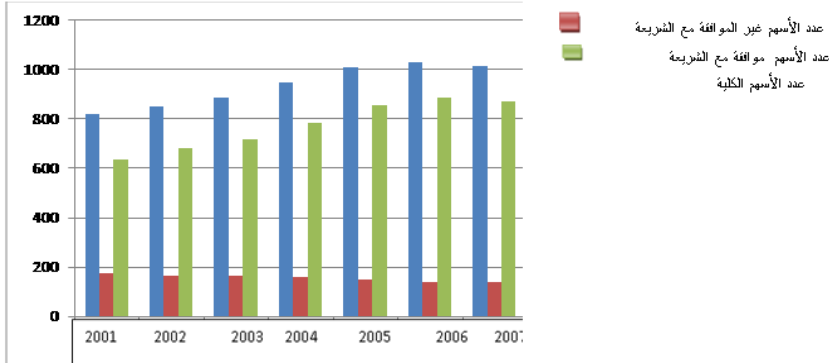
الجدول رقم(01): تطور الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية ونسبتها للفترة(2001-2007م)

سنة	عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبة	عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية ونسبة	مجموع الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية
2001	640 (% 75)	180 (%22)	820
2002	684 (% 80)	171 (%20)	855
2003	722 (% 81)	169 (%19)	891
2004	787 (% 83)	162 (%17)	949
2005	857 (% 85)	154 (%15)	1011
2006	886 (%86.1)	143 (%14)	1029
2007	873 (% 86)	141 (% 13.9%)	1016

المصدر : إعداد الباحثين بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة زمنية(2001-2008).

و تمثيل الجدول السابق في جدول تكراري التالي:

الشكل رقم(02): الأسهم الشرعية و غير الشرعية المدرجة في بورصة ماليزيا للفترة (2001-2008)



المصدر: إعداد الباحثين انطلاقا من الجدول السابق.

\* نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية أعلى من نسبة الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة خلال سنوات الدراسة (2001-2007) و هذه النسبة تزايدت باتجاه تصاعدي من 78 % في السنة 2001 إلى 86 % في السنة 2007.

\* عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متزايدة باتجاه تصاعدي من 640 سهم في السنة 2001 إلى 875 سهم في السنة 2007.

\* النسب المئوية للأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية في اتجاه تنازلي خلال تلك السنوات الستة من 22 % في السنة 2001 إلى 13.9 % في السنة 2007.

\* عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية كانت متناقصة خلال سنوات الدراسة، من 180 سهم في سنة 2001 إلى 141 سهم في سنة 2007.

و سبب كون الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في السوق الماليزية أعلى من الأسهم الموافقة، بانتشار التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، و هذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقافة المستثمرين المسلمين لاستثمار.



## 2. الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية لماليزيا:

يوجد في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مجموعة من الصكوك ، منها ما ابتدأ العمل بها و منها ما هو حديث العمل به في هذه السوق .  
و تعرف الصكوك الإسلامية بماليزيا على أنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، حيث الصكوك التي يتداول بها في هذه السوق عديدة أهمها صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة.

### 1.2 صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة:

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المدائيات مثل صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة .وإصدار هذه الصكوك قائم على أساس البيع بالثمن الآجل والذي يعرف بأنه "العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بثمان مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً وتسليمه حالاً، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين." أو المرابحة وتعريفها متقارب من البيع بالثمن الآجل، حيث تمثل "زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين".

و بما أن صكوك البيع بالثمن الآجل و المرابحة قائمة على عملية بيع العينة و بتاريخ 29 جانفي 1997م وافقت كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية و اللجنة الاستشارية الشرعية الوطنية للبنك المركزي على جواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول في ماليزيا خاصة على صكوك البيع بالثمن الآجل و المرابحة.

و يمكننا ملاحظة تطور صكوك البيع بثمان آجل/ مرابحة خلال الفترة (2001-2007) كما هي موضحة الجدول التالي:

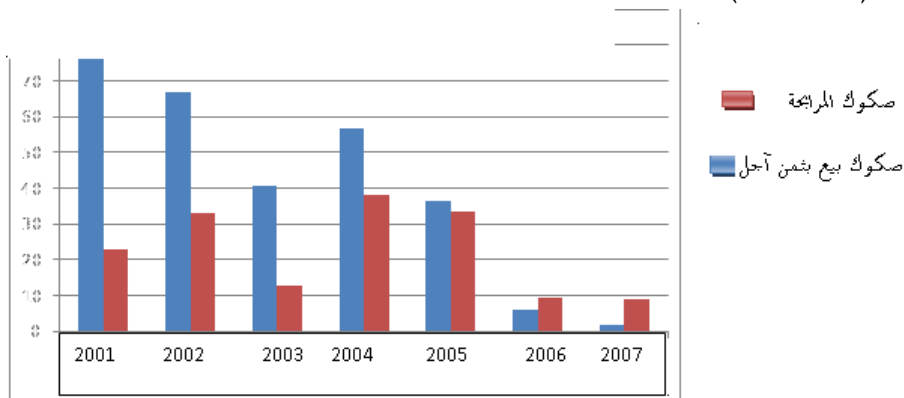
الجدول رقم(02):تطور إصدار صكوك البيع بئمن آجل/مراوحة في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007)

الوحدة: %

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صكوك البيع بئمن آجل %	77	67	40,8	56,88	36,3	6,2	2
صكوك المراوحة %	23	33	12,7	38,27	33,5	9,4	9
نسبة من مجموع الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية %	100	100	53,5	95,15	69,8	15,6	11

المصدر : إعداد الباحثين بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة زمنية(2001-2007).

الشكل رقم(03):بوضح تطور إصدار صكوك البيع بئمن آجل/مراوحة في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007)



المصدر: إعداد الباحثين انطلاقا من الجدول السابق

حقق إصدار صكوك المراوحة والبيع بالئمن الآجل المرخصة من الهيئة أعلى أهمية و سيطرة على سوق الصكوك الماليزية و ذلك لسهولة إصدارهما و قدرتهما على خلق السيولة للمصدر، حيث كانت الصكوك الإسلامية في ماليزيا عام 2002 تتضمن نوعين من

الصكوك هما، صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة فحسب، بينما في السنوات التالية أصبحت أكثر من نوعين مرخصة من الهيئة .

و في سنة 2003 نلاحظ انخفاض في نسبة الصكوك و ذلك راجع إلى إصدار نوع جديد من الصكوك و هي صكوك الاستصناع، و في سنة 2004 عودة الصكوك إلى الارتفاع و هذا راجع لاعتماد ماليزيا على مشاريع شبكة التنمية المستدامة الماليزية. و نلاحظ أيضاً أن نسبة الصكوك بدأت تنخفض انطلاقاً من سنة 2005 و هذا راجع لصدور أنواع أخرى من الصكوك منها المشاركة و المضاربة.

## 2.2 صكوك الاستصناع:

تعتبر صكوك الاستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتعرف "Debt Financing"، وتقوم على أساس التمويل بالبيع على حق الدين صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها "الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة "المستصنع" للجهة الممولة .

و كان أول إصدار للصكوك الإسلامية الاستصناع في ماليزيا سنة 2003 بقيمة 5.6 مليار رينغت ماليزي والتي تصدرها شركة SKS Power Sdn Bhd " ومدة استحقاقها من خمسة إلى تسعة سنوات (Guidelines, 2004, p 1).

و تطور هذا النوع من الصكوك كما هو في الجدول التالية:

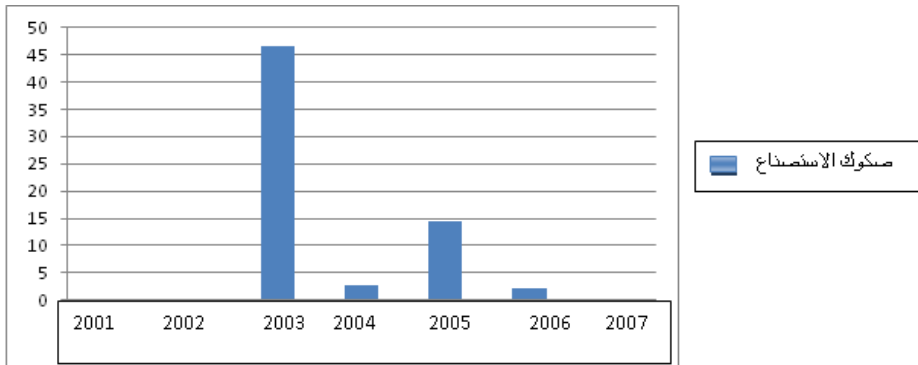
### الجدول رقم (03): تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2007)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صكوك الاستصناع %	-	-	46,5	2,8	14,5	2,1	1,8

الوحدة: %

المصدر : من إعداد الباحثين بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة زمنية (2001-2007).

الشكل رقم(04):يوضح تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007)



المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من الجدول السابق

من الجدول نلاحظ أن أول إصدار للصكوك هذه كان سنة 2003 بنسبة 46.5% و في السنة 2004 نلاحظ انخفاض كبير في نسبة إصدار صكوك الاستصناع و هذا راجع للتعديل الضريبي لان وزير المالية الماليزي أعلن على عدة تدابير ضريبية لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات و ذلك بخفض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول. أما الانخفاض الذي كان في سنة 2006 سببه هو لصدور صكوك المشاركة.

### 3.2 صكوك الإجارة:

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي " وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".

و تعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا حيث في 3 جويليا كانت 2002 كانت قد أصدرت صكوك الإجارة الصكوك الدولية الماليزية "Malaysian Global Sukuk" المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية Labuan International Financial Exchange –LFX وتم طرحها بعملة أجنبية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي بموعد

استحقاق في عام 2007. (Triq, Ali, 2004, p 44)

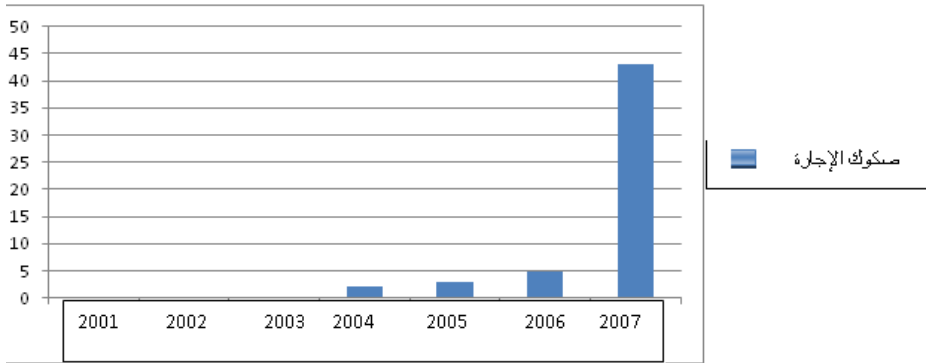
الجدول رقم(04):تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007)

الوحدة: %

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صكوك الإجارة %	-	-	-	052,	2.9	4.8	43

المصدر : من إعداد الباحثين بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة زمنية(2001-2007)

الشكل رقم(05):يوضح تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007)



المصدر: إعداد الباحثين انطلاقاً من الجدول السابق.

لم تطرح إصدار لصكوك الإجارة في سنة 2001-2003 لأن في هذه الفترة لم يتم إصدارها في الهيئة لأن معظم الشركات المصدرة في ماليزيا أكثر رغبة في إصدار صكوك البيع بالثمن الأجل والمرابحة فقط، و كان أول إصدار لها سنة 2004 بنسبة 2.05% و استمرت في الارتفاع الطفيف إلى غاية 2007 الذي كان ارتفاعها بشكل كبير نتيجة طرح الدولة لصكوك الإجارة بعملة أجنبية(الدولار الأمريكي) و هي أول الصكوك الإسلامية الرائدة عالميا وقد لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي.

#### 4.2 صكوك المشاركة:

تعرف صكوك المشاركة في سوق ماليزيا بأنها عقد استثمار و ذلك في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية في جويليا 2004، حيث كان أول إصدار لصكوك المشاركة سنة 2005 من طرف Musyarkah One Capital Bhd بقيمة 2.05 مليار رينغت ماليزي. (

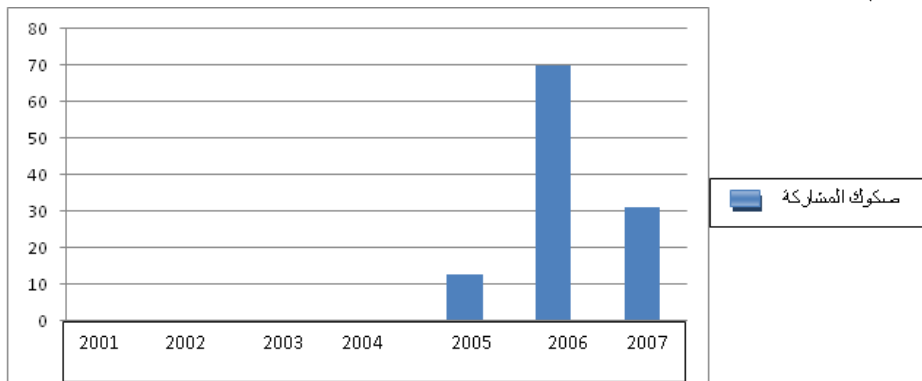
Securities Commission Annual Report 2005 p 2-22)

الجدول رقم(05):يوضح تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007) الوحدة: %

السنوات	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
صكوك المشاركة %	31	70.0	12.6	-	-	-	-

المصدر : إعداد الباحثين بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة زمنية(2001-2007)

الشكل رقم(06):يوضح تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007)



المصدر : إعداد الباحثين انطلاقا من الجدول السابق

نلاحظ من خلال المعطيات السابقة أن نسبة صكوك المشاركة بلغت 12.6% و هي السنة التي كان فيها أول إصدار لها، و في سنة 2006 ارتفع إصدارها إلى 70% ، بينما في سنة 2007 فانخفض الإصدار نتيجة ارتفاع صكوك الإجارة التي قامت الحكومة الماليزية بإصداره عالميا.

## 5.2 صكوك المضاربة:

لا يوجد لها تعريفا حقيقيا سوى التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويليا 2004 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية( Securities Commission Annual 2005 P2-22). و تطور صكوك المضاربة كان كالآتي:

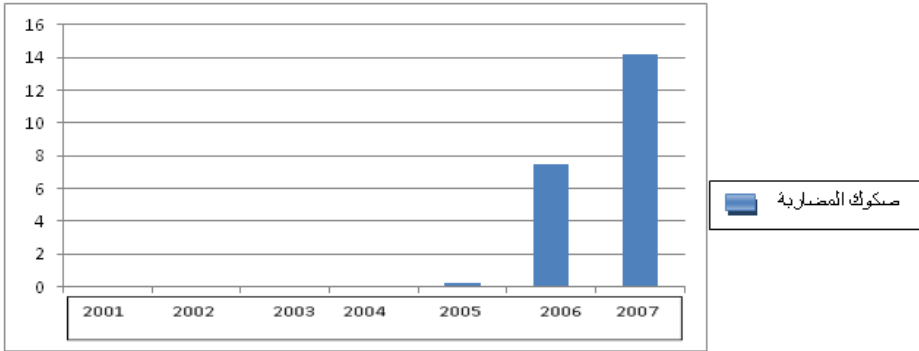
الجدول رقم(06):يوضح تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007)

الوحدة: %

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
صكوك المضاربة %	-	-	-	-	0.2	7.5	14.2

المصدر : إعداد الباحثين بعد الرجوع إلى التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لفترة زمنية(2001-2007)

الشكل رقم(07):يوضح تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة(2001-2007)



المصدر: إعداد الباحثين انطلاقا من الجدول السابق.

و من الجدول السابق نستطيع ملاحظة أن أول إصدار لصكوك المضاربة كان في سنة 2005 بنسبة 0.2 % ، و حققت ارتفاعا كبيرا ابتداء من 2006 حيث وصلت إلى 14.2 % و هو ما يقارب 03 مليارات رينغت ماليزي. في سنة 2007، و هذا الارتفاع كان سببه هو قيام اللجنة الاستشارية الشرعية على الاعتماد على هذا النوع من الصكوك القائمة على مقاسمة الربح و المخاطر(الخسارة).

الخاتمة:

إن أهم ما يميز أسواق الأوراق المالية في إطارها الإسلامي هي تلك الضوابط و الأسس المنبثقة من الشريعة الإسلامية، التي هي تمثل روح الاقتصاد الإسلامي المقيم لمبادئه المحركة لقوانينه، فسوق الأوراق المالية الإسلامية لها مقومات مضبوطة بالشريعة و

أدوات مستمدة آلياتها من عقود الاستثمار الشرعية، وهذه الأدوات الاستثمارية الشرعية متنوعة تقتضي بها الحوائج المرجوة و القائمة في الأصل على أساسها.

أما من ناحية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فقد قام على أساس تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، وذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية إلى متعاملي السوق من المؤسسات المالية، والشركات الخاصة، وجمهور المستثمرين المسلمين الراغبين في الحصول على التمويل والاستثمار المتوافق مع مبادئ و أحكام الشريعة الإسلامية، فقامت الحكومة بالاجتهاد و ذلك من خلال سعي السلطات الماليزية إلى أسلمت هذا المرفق الهام في الاقتصاد، و جعله يتماشى مع الشريعة الإسلامية فقامت بوضع أدوات جديدة لسوق الأوراق المالية الإسلامية في مقدمتها الصكوك الإسلامية تحل محل الأدوات القديمة الربوية .

#### التهميش:

- 1) أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، دار الجوزي، السعودية، الطبعة الثانية، 1426هـ ، رسالة منشورة، ص 167.
- 2) أحمد، محيي الدين، "أسواق الأوراق المالية و أثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، جدة، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، (نسخة الكترونية) 1990 م، ص 130.
- 3) الزحيلي، وهبة، "المعاملات المالية المعاصرة"، دمشق - سورية، دار الفكر، الطبعة الأولى، 2002 م، ص 366.
- 4) الحناوي وآخرون ، و العبد، جلال إبراهيم، "الإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 97.
- 5) القرعة داغي، علي، الأسواق المالية"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي، العدد السادس، الجزء الثاني، جدة، 1990 م. ، ص 562.
- 6) القرعة داغي، علي، "الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، العدد السابع، الجزء الأول، 1992 م، ص 163.
- 7) جمال العمارة، رابيس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، الجزائر، يومي 21-22/نوفمبر/2006، ص 09.
- 8) حسان، حامد حسين، صكوك الاستثمار، هيئة المحاسبة و المراجعة و المؤسسات المالية الإسلامية، المنامة- البحرين، 2003، ص ص 4-5.
- 9) حنفي، عبد الغفار، " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، 2002 م، ص 153.



- 10) خالد محمد الزهار، رامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول للاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية غزة، يومي 08-09/ماي/2005، ص15.
- 11) رضوان، سمير عبد الحميد، " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996 م، ص 216.
- 12) سليمان ناصر، السوق المالي الإسلامي كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي بحث مقدم للدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطور دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، أيام 25-28 ماي 2003، ص 11.
- 13) سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية، دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، جمعية التراث غرداية الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص 348.
- 14) شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002، ص 202.
- 15) عطية فياص، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي: دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 1998، ص 182.
- 16) عبد العزيز الخياط، الشركات في ضوء الإسلام- الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة آل البيت عمان الجزء الأول، 1989م، ص 199.
- 17) علي معبد الخارجي، الأسواق المالية في ضوء مبادئ الإسلام- الإدارة في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، عمان، الجزء الأول، 1989م، ص 130.
- 18) علاء الدين الرقاني، السوق و مكانتها في الإسلام، بحث مقدم لليوم الدراسي: تحديد الأسعار و الأرباح في الفقه الإسلامي، الذي تعقدته كلية الشريعة و القانون بالجامعة الإسلامية غزة، الثلاثاء 08/08/2006، ص 08.
- 19) عبد العزيز الخياط، الشركات في ضوء الإسلام- الإدارة المالية في الإسلام، المجمع الملكي لبحوث الحضارة الإسلامية، مؤسسة البيت، عمان الجزء الأول، 1989، ص 200.
- 20) قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي و آثارها على الأسواق المالية-البورصات-، دار رسلان للطباعة و النشر و التوزيع، سوريا، الطبعة الأولى، 2006، ص 233.
- 21) قرارات و توصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 52(6/3) ص 95.
- 22) كمال توفيق خطاب، " الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي- 03 جوان 2009، ص 13.

- 23) صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها"، بحث قدم خلال: مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004، ص 12.
- 24) نادية أمين محمد على، صكوك الاستثمار الشرعية: خصائص وأنواعها"، بحث مقدم خلال: مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004، ص 990.
- 25) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر التوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص 872/2.
- 26) محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، 2013، ص 178.
- 27) منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص 137.
- 28) وليد خالد يوسف الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع و آفاق المستقبل، كلية الشريعة و القانون جامعة دبي، 15-17 مايو، 2005، ص 912.
- 29) أحمد محمد ناصر، الأسواق المالية الإسلامية مبادئها و أدواتها على الموقع الإلكتروني: [www.kantakji.org/fiqh/files/banks/101044.doc](http://www.kantakji.org/fiqh/files/banks/101044.doc) تاريخ الزيارة 2013/09/17
- 30) محمد عبد الحليم عمر، السوق المالية الإسلامية الدولية (1-2)، جريدة الاقتصاد، على الموقع الإلكتروني: [www.badlah.com/page-91.html](http://www.badlah.com/page-91.html) تاريخ الزيارة 2013/09/19
- 31) سامر مظهر كنتاكجي، سلسلة فقه المعاملات فقه السوق، ص ص 13-14 على الموقع الإلكتروني: [www.kantakji.org](http://www.kantakji.org) تاريخ الزيارة 2013/09/22
- 32) برنامج أساليب الاستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية و التجارية، ص 4، على الموقع الإلكتروني: [www.kantakji.org/fiqh/files/finance/221.doc](http://www.kantakji.org/fiqh/files/finance/221.doc) تاريخ الزيارة 2013/09/20
- 33) أشرف محمد الدوابة، سوق دبي المالي نافذة إسلامية، على الموقع الإلكتروني: [www.uaesm.maktoob.com](http://www.uaesm.maktoob.com) تاريخ الزيارة 2013/09/10
- 34) Dualeh, Suleiman Abdi, « Islamic Securitization : Practical Aspects », a paper given at : **The World Conference on Islamic Banking**, The Noga Hilton, Gene, 1998, p :1.
- 35) Guidelines on The Offering of Islamic Securities, Securities Commission of Malaysia, took effect from 26 July 2004, p 1.
- 36) Triq, Ali Arsalan, Managing Financial Risks Of Sukuk Structures ? A dissertation submitter in partial fulfillment of the requirements for the degree Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004, p 44.
- 37) Securities Commission Annual Report 2005 p 2-22.