

Dirassat & Abhath
The Arabic Journal of Human
and Social Sciences



مجلة دراسات وأبحاث
المجلة العربية في العلوم الإنسانية
والاجتماعية

EISSN: 2253-0363
ISSN : 1112-9751

الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك الإسلامية ودورها في تفعيل السوق المالية
الإسلامية الدولية - بورصة ماليزيا نموذجا خلال الفترة 2008 – 2020

**Sharia controls for dealing in Islamic sukuk and their role in activating the
international Islamic financial market - Malaysia Stock Exchange as a model
during the period 2008-2020**

رشام كهينة 1 recham kahina رزقي حياة 2 rezkihayet2

1 جامعة أكلي محند أولحاج البويرة، مخبر السياسات التنموية والدراسات الاستشرافية.

University of AkliMohandOlhaj Bouira, Faculty of Economic Sciences, Business and
Management Sciences, Department of Finance and Accounting, Developmental Policies
Laboratory and Foresight Studies.

k.recham@univ-bouira.dz

2، جامعة أكلي محند أولحاج البويرة،

University of AkliMohandOulhaj Bouira, Faculty of Economic Sciences, Business and
Management Sciences, Department of Commercial Sciences

h.rezki@univ-bouira.dz

المؤلف المرسل: رشام كهينة، recham kahina، الإيميل: k.recham@univ-bouira.dz

تاريخ القبول: 2021-09-04

تاريخ الاستلام: 2021-04-15

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى القاء الضوء على الضوابط الشرعية التي تحكم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، ودورها في تنشيط السوق المالية الإسلامية الدولية، حيث تم التوصل إلى أن التعامل بهذه الأداة قد تزايد خلال فترة الدراسة 2001-2019 على المستوى العالمي وسجل حجم إصدار قدره 145.702 مليار دولار في 2019، كما حافظت ماليزيا على المركز الأول في التعامل بالصكوك إذ تحوز على متوسط تداول يقارب 50% من سوق رأس المال الإسلامي خلال الفترة 2015-2020، الشيء الذي يساهم في تفعيل البورصة الماليزية وتوسيع قاعدة المستثمرين بالأدوات المالية الإسلامية.

Abstract: الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، بورصة ماليزيا، السوق المالية الإسلامية الدولية، تعامل، إصدار.

This research aims to shed light on the Sharia controls that govern the issuance and circulation of Islamic sukuk, and their role in revitalizing the international Islamic financial market, as it was concluded that dealing with this tool increased during the study period 2001-2019 at the global level, and the volume of issuance amounted to 145.702 billion dollars. In 2019, Malaysia also maintained the first position in dealing with sukuk, having an average circulation of nearly 50% of the Islamic capital market during the period 2015-2020, which contributes to activating the Malaysian stock exchange and expanding the investor base with Islamic financial instruments.

Keywords: Islamic Sukuk, Malaysia Stock Exchange, International Islamic Financial Market, Deal, Issuance.

والتعامل على المستوى المحلي والعالمي، وفق صيغ وعقود تمويلية مختلفة، لما لها من دور في تفعيل أسواق رأس المال. كما ساهمت بتزويد السوق المالية بأداة مبتكرة تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأصبحت متاحة لجميع المتعاملين من أفراد وشركات وحكومات في عدة دول من العالم. وما التجربة الماليزية إلا خير مثال على ذلك. من هذا المدخل تتبلور إشكالية البحث على النحو التالي:

ماهي الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك الإسلامية؟ وما هو واقع التعامل بها في السوق المالية الإسلامية الدولية بصفة عامة وبورصة ماليزيا بصفة خاصة؟

الفرضيات: للإجابة على الإشكالية تم وضع الفرضيات التالية:

- تحديد شكل رأس المال وما يترتب عليه من أحكام من أهم ضوابط التعامل بالصكوك الإسلامية.
- هناك تطور عالمي لإصدار وتداول الصكوك لكن ليس بشكل متنوع.

مقدمة:

لقد كان تمويل المشاريع كبيرة كانت او صغيرة حكرا على البنوك التقليدية، ثم ظهرت بعدها سوق الأوراق المالية لتعمل جنباً إلى جنب مع النظام المصرفي والاضطلاع هي الأخرى بوظيفة التمويل لمختلف القطاعات الاقتصادية.

ومع ظهور البنوك الإسلامية كأحد روافد الصناعة المالية الإسلامية، وزيادة نشاطها واستعمالها لصيغ وأدوات مالية تتوافق مع تعاليم الشريعة الإسلامية، توجهت مختلف الدول لاستحداث أدوات مالية شرعية بعيدة عن شبهة الربا، تكون بديلاً للأفراد للاستثمار فيها، والحصول على التمويل الذي يحتاجون إليه، وبهذا ظهرت عدة عقود كعقود المشاركة، المضاربة، السلم، المرابحة وغيرها.

إن الجهود المبذولة من قبل المؤسسات المالية الإسلامية تهدف إلى وضع وتوحيد الضوابط الشرعية والأسس المنظمة لإيجاد أدوات استثمارية في أسواق الأوراق المالية، ومع تزايد الإصدارات برزت الصكوك الإسلامية كأحد منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي لاقت قبولا واسعا في الإصدار

إنشأؤها منحصراً... لئلا يكتسبها بغيرها للتداول والإطفاء والاستيراد عند الحاجة بضوابط وقيد معينة".¹

كما عرفها مجلس الخدمة المالية الإسلامية بأن: "الصكوك جمع صك، ويشار لها عادة بسندات المقارضة 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 استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة".²

وعرفت أيضاً بأنها: "عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية، شريطة أن تكون محلها غالبه أعيان، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر".³

من خلال ما سبق يمكن القول بأن الصكوك الإسلامية هي أوراق مالية تمثل شهادات متساوية القيمة، وحصصاً شائعة في ملكية الموجودات أو الأصول باختلافها، موجودة أو سيتم تجسيدها تدريجياً دورياً، وتصدر وفق أحكام عقد شرعي، إستناداً إلى صيغ التمويل الإسلامية، ويراعى في ذلك عملية الاكتتاب وتحصيل الصكوك، وبدء تجسيد المشروع الاستثماري.

ثانياً- أنواع الصكوك الإسلامية:

تقسم الصكوك الإسلامية إلى عدة أنواع وحسب عدة معايير، وبالاستناد إلى أهم التصنيفات نجد:

1- صكوك تمثل حقوق ملكية: تكون الملكية لأعيان أو منافع، وهي أدوات تمثل حصص متساوية وتشارك في أرباح المشروع كما تتحمل خسائر، من أهمها، الصكوك الصادرة على أساس عقود المشاركات، أنشطة تدار على أساس عقد مضاربة، والصكوك الصادرة على أساس المزارعة، المساقاة والمغارسة.

2- صكوك تؤول إلى المديونية: هي أوراق مالية يترتب عليها حقوق مالية ثابتة ومضمونة، يوافق المصدر لها على دفع أرباح دورية خلال التاريخ المتفق عليه، ثم يتم دفع أصل التمويل كاملاً من أهمها، صكوك المرابحة، السلم، الإجارة والمنافع، الخدمات... الخ.⁴

3- صكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية: نجد حسب هذا النوع أن كل صيغة من صيغ التمويل الشرعية يقابها نوع من الصكوك نذكر منها:

- تعاني بورصة ماليزيا من عدم التوسع في إصدار الصكوك الدولية لغياب المناخ التنظيمي والاستثماري المناسب.

أهداف البحث: يهدف البحث إلى تحليل الضوابط الشرعية الصادرة لتنظيم التعامل بالصكوك الإسلامية وإبراز التعامل بها على مستوى السوق المالية الإسلامية الدولية ودورها في تفعيل بورصة ماليزيا خلال الفترة 2008 - 2020.

المنهجية المتبعة: تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على وصف الظاهرة محل الدراسة، وتحليلها من خلال توضيح الأطار النظري للصكوك الإسلامية، ومنهج دراسة الحالة عند تحليل مكانة الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي خلال الفترة 2001- 2019، وعلى مستوى بورصة ماليزيا خلال الفترة 2008 - 2020.

المخطط العام للبحث: للإلمام بمختلف جوانب الموضوع تم تقسيم البحث إلى المحاور التالية:

المحور الأول: الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك الإسلامية

المحور الثاني: مكانة الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الدولية خلال الفترة 2001 - 2019

المحور الثالث: تحليل التوجه العام لسوق الصكوك في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2008 - 2020

المحور الأول: الضوابط الشرعية للتعامل بالصكوك

الإسلامية

لقد ظهرت الصكوك الإسلامية نظراً للحاجة المجتمعية الإسلامية لمصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية كبديل عن السندات التقليدية المقتربة بمعدلات فائدة، فهي إحدى الأدوات المالية الحديثة المبتكرة للهندسة المالية الإسلامية التي أضفت حركية لسوق الأوراق المالية، كما تعتبر من أفضل وسائل اجتذاب المدخرات وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية.

أولاً- تعريف الصكوك الإسلامية:

هي: "أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطيلها لملاحق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصلاً في إيراداتها وأرباحها وخسائر وجودها ومشروعها استثمارياً قائماً مفعلاً، أو سويتاً

الإسلامي ويترتب عن هذا العقد أحكام وأثار العقد الشرعي، وتتضمن نشرة الإصدار جميع أركان وشروط العقد الشرعي، ويعتبر تملكهم لهذه الصكوك قبولا. وسيتم التطرق للضوابط العامة المشتركة وتلك الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي:

1-1- الضوابط العامة المشتركة: من بين أهم الضوابط العامة التي تشترك فيها معظم الصكوك نجد:⁸
- تصدر الصكوك الإسلامية وفق ما يقابلها من عقود الاستثمارات الشرعية الإسلامية، كالمشاركة، السلم، الاستصناع، ... الخ.

- يضبط الصكوك أحكام المشاركة ومنها خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة.

- تتمتع الشركة المصدرة للصكوك بالشخصية المعنوية المستقلة عن حملة الصكوك، وهي المسؤولة إداريا اتجاههم.
- للشركة المصدرة للصكوك عائد بنسبة معروفة ومتفق عليها مسبقا، مقابل قيامها بمهام الإدارة والتسيير، وذلك حسب مفهوم المضاربة أو الوكالة التي تجمعها مع ملاك الصكوك.

- يصرح في نشرة الاكتتاب مسبقا وصروحة عن كيفية ونسب توزيع العائد بين مالكي الصكوك والشركة المصدرة لها.

- وفقا لعقد المضاربة الذي يجمع الشركة المصدرة ومالكي الصكوك إذا كانت خسارة فيتحملها هذا الأخير إلا إذا تبين تقصير من طرف الشركة المصدرة فتكون هي من تتحمل الخسارة.

2-1- الضوابط العامة الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي: وذلك حسب القرار رقم 30(3/4) نذكر منها:

الضابط الأول: أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع منذ بدايته إلى نهايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والواجبات المقررة شرعا للمالكين كالمسؤولية ورهنوارث وغيره.⁹

الضابط الثاني: أن يكون إصدار الصكوك الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية ويترتب على ذلك كافة الآثار المترتبة عن الصيغة الاستثمارية التي صدرت الصكوك على أساسها، تبدأ بعد قفل باب الاكتتاب وبدء العمل في المشروع.¹⁰

1-3- صكوك المضاربة: حسب هيئة الأوراق المالية الماليزية في: "عبارة عن وثائق متساوية القيمة تثبت ملكية هذه الوثائق غير المجزئة من طرف حاملها لنسبة معينة من أصول مشروع المضاربة".⁵

2-3- صكوك السلم: تمثل ملكية حصة معلومة في رأس مال السلم، لتمويل شراء سلعة مؤجلة التسليم بثمان حال ثم تسوق على العملاء، ويتمثل عائد حملة الصكوك هو الربح من بيع سلعة السلم.⁶

3-3- صكوك الاجارة: هي صكوك متساوية القيمة، تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود اجارة، أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة، تقدم من ملتزمها لحامل الصك في المستقبل.⁷

4-3- صكوك المشاركة: وثائق تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

5-3- صكوك المراجعة: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

6-3- صكوك الاستصناع: تصدر صكوك الاستصناع خصيصا لتمويل استصناع احتياجات الشركة اللازمة، حسب القطاع الذي ترغب الاستصناعهم من مصانع أو طائرات أو سفن، وفق احتياجات معينة وضمن مواصفات محددة، يتم تسليمها من طرف المستصنع وبيعها. كما جاء تعريفها من طرف AAOIFI بأنها تلك الوثائق المتساوية القيمة يتم إصدارها، لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.

ثالثا- الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية:

إن الصكوك كغيرها من الأدوات الإسلامية، تحكمها ضوابط وأسس تنظم عملية إصدارها وتداولها، تستمد من مقاصد وأحكام الشريعة، كما تتضمن إجراءات فنية وضوابط شرعية، تبدأ منذ الإعلان عن الاكتتاب في الصكوك الإسلامية لأول مرة، وأنواع الهيكل التي يتم إصدارها بها وآلية الإصدار والتداول ليستمر حتى نهاية أجلها بإطفاؤها.

1- الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية
تصدر الصكوك الإسلامية إستنادا إلى عقد من العقود الاستثمارية الشرعية على أساس صيغة من صيغ التمويل

- إصدار صكوك المربحة: المصدر لصكوك المربحة عليه أن يلتزم بجملة من الضوابط أهمها:¹³

- هو البائع لبضاعة المضاربة والمكتتبون فيها هم المشترون، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المربحة ويستحقون ثمن بيعها.

- تصدر هذه الصكوك عادة لأجال متوسطة وقصيرة، وهي المدة اللازمة لشراء بضاعة المربحة، من حصيلة الاكتتاب في صكوك المربحة، وتوقيع عقد البيع بالمربحة مع الوعد بشراؤها، ثم المدة اللازمة لتحصيل الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

- يكون ربح حملة الصكوك، هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المربحة ودفق مصروفاتها نقداً، وثنم بيعها للمشتري مربحة على أقساط مؤجلة أو دفعة كاملة.

2- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية:

عندما تباع الصكوك للمرة الأولى من مصدرها في مرحلة الإصدار تمتلك هذه الورقة من طرف صاحبها، أما تداولها عندما تشتري من حاملها في المرة الثانية وهنا أيضاً تحكمها مجموعة من الضوابط هي:

1-2- الضوابط العامة لتداول الصكوك الإسلامية:

التداول يعني تمتع الصك بخاصية التداول في سوق الأوراق المالية وبالثمن الذي يتحدد في السوق الناتج عن تقييم أصول الصكوك المصدر. أما إذا كان الصك لا يتم تداوله في سوق الأوراق المالية فيمكن تداوله بسعر إصداره لجهة الإصدار عند بلوغ أجل استحقاقه إذا كان منصوباً عليه في نشرة الإصدار.

الضابط الأول: يجوز تداول الصكوك إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، وذلك بعد انتهاء الاكتتاب، لكن مع مراعاة بعض الشروط هي:¹⁴

- إذا كان رأس المال المشروع المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقوداً، فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف، ومع تقابض البديلين في مجلس الصرف قبل التفرق إذا بيع أحد النقدين بجنسه، أي أن القيمة الاسمية المدفوعة هي الأساس حيث يباع فيها الصك دون زيادة أو نقصان.

- إذا صار رأس المال ديوناً تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

الضابط الثالث: تحدد نشرة الإصدار شروط التعاقد، والإيجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك أما القبول فيكون بموافقة الجهة المصدرة.

الضابط الرابع: يجوز للمؤسسة المالية ممثلة عادة بالبنوك - المتعهد بالاكتتاب - أن يتعهد بشراء ما بقي من الصكوك التي لم يكتتب فيها، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يحصل المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك المتعهد.

الضابط الخامس: تصدر الصكوك لأجال أو بدون تحديدها، وذلك بحسب طبيعة الصيغة التي تصدر لها الصكوك وطبيعة المشروع الممول بحصيلة الصكوك¹¹، ولا مانع شرعاً من النص في نشرة الاكتتاب على اقتطاع نسبة معينة من العائد عند نهاية كل دورة، إما من حصة حملة الصكوك أو من حصصهم في الغلة الموزعة، ووضعها في حساب احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال أو التقلبات في العوائد مستقبلاً. على اعتبار أن هذا الشرط يرضى الطرفين.

الضابط السادس: بالإضافة إلى الضوابط السالفة الذكر، يجب مراعاة بعض الضوابط الأخرى في نشرة الإصدار منها:¹²

- تحديد مجال الاستثمار، وأن تجتمع جميع أركان الصيغة التي أصدر الصك على أساسها.

- الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتوفير هيئة رقابة شرعية تعتمد وتوافق على آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال الوقت من الإصدار إلى الإطفاء.

- النص في نشرة الإصدار على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما يملكه من صكوك.

- يجب توضيح شروط التعاقد وبيانات المشاركين في نشرة الإصدار وصفاتهم الشخصية، حقوقهم، واجباتهم وذلك مثل وكيل الإصدار ووكيل الدفع... الخ، بالإضافة إلى شروط تعيينهم وعزلهم.

- لا يجب أن تتضمن لا نشرة الإصدار ولا الصكوك على أي شيء يخل بحقوق حملة الصكوك كاحتمال عدم دفع الأرباح مثلاً.

بالإضافة إلى الضوابط العامة هناك ضوابط خاصة لكل نوع من الصكوك على حدى نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

أولاً- تطور الحجم الإجمالي لإصدار الصكوك الإسلامية**عالمياً خلال الفترة 2001 – 2019:**

توسع إصدار الصكوك المالية الإسلامية في الفترة 2001 – 2019، وسجلت معدل 100 مليار دولار ما بين 2011 و2017، كما بلغ حجم الصكوك حتى نهاية عام 2015 حوالي 766 مليار دولار، بلغت الدولية منها 148 مليار دولار والمحلية 618 مليار دولار. هذا وتمتلك ثمانية بلدان حوالي 97% من إجمالي الصكوك المتداولة لسنة 2016 تأتي في مقدمتها ماليزيا بنسبة 57% ثم المملكة العربية السعودية 16%، الإمارات العربية المتحدة 10%، ثم اندونيسيا 6%، قطر 4%، تركيا 2% وأخيراً باكستان والبحرين 1% لكل منهما. والشكل رقم 1 يوضح حجم الإصدار عالمياً.

يلاحظ من الشكل 01 أن إصدارات الصكوك العالمية خلال 2017 بلغ حوالي 117 مليار دولار بنسبة زيادة 32% عن حجم إصدار 2016 الذي بلغ 88 مليار دولار، وترجع أسباب هذه الزيادة إلى إصدار صكوك سيادية من السعودية إلى جانب إصدارات ثابتة من دول أسيوية ودول مجلس التعاون الخليجي وبعض الدول الإفريقية. ومقارنة مع 2015 فقد بلغ حجم الزيادة في 2016 نسبة 29% حيث سجلت الإصدارات حجم 68 مليار دولار.

أما في سنتي 2012 و2013 فقد سجلت الإصدارات ما قيمته 137 و135 مليار دولار على التوالي ويعود هذا النمو إلى ارتفاع إيرادات الدول الخليجية والدول النفطية جراء زيادة أسعار المحروقات. وبصفة عامة يرجع النمو الهائل لحجم الإصدار العالمي للصكوك خلا الفترة ما بعد 2008 إلى الانتعاش الذي شهدته الأسواق الرئيسية للصكوك في كل من ماليزيا، المملكة العربية السعودية، تركيا واندونيسيا، كما تدعم سوق الصكوك بإصدارات من دول أخرى من المملكة المتحدة، هونكونغ، السنغال، جنوب افريقيا واللوكسمبورغ.

بلغ إجمالي الإصدارات العالمية 145.70 مليار دولار أمريكي في عام 2019، وهي أعلى قيمة للصكوك العالمية. وإصدارها منذ إنطلاقها لأول مرة في عام 2001 بزيادة 18.32% عن 2018، أين سجلت الإصدارات 123.71 مليار دولار. وتعود هذه الزيادة إلى التوقعات الإيجابية بشأن مسار النمو للاقتصاد العالمي وأسعار السلع الأساسية المستقرة نسبياً

- أما إذا كان أصولاً مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتفق عليه، مع مراعاة الشروط السابقة في التداول.

- يمكن تداول الصكوك في أسواق الأوراق المالية إذا توفرت فيها الضوابط الشرعية بما تسمح به ظروف العرض والطلب، ويخضع لإرادة المتعاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك بسعر معين، ويستحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع.

الضابط الثاني: بالنسبة للصكوك القابلة للتداول إمكانية تعهد مصدر الصك في نشرة الإصدار بعد إتمام عملية الإصدار بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بسعر السوق، ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.¹⁵

الضابط الثالث: تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها يجوز فيما لا يخالف أحكام الشريعة مثل القيد في السجلات الوسائل الالكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها. وبالمثل هناك أيضاً ضوابط خاصة بكل نوع من أنواع الصكوك، يمكن ذكر على سبيل المثال:

- **تداول صكوك المرابحة:** تراعى ضوابط خاصة بالنسبة لصكوك المرابحة وهذا حسب ما جاء في المعايير الشرعية:¹⁶

- يجوز تداول صكوك المرابحة بعد إغلاق باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري، مقابل ثمن مؤجل، أو يدفع على أقساط، ويخضع لقيود التصرف في الديون لعدم تسليم البضاعة للمشتري، وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.

- لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري، لأنها تمثل ديناً حينئذ.

المحور الثاني: مكانة الصكوك الإسلامية في السوق المالية**الإسلامية الدولية خلال الفترة 2001 – 2019**

تساهم الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الكبرى خاصة مشاريع البنى التحتية، حيث تعتمد العديد من الجهات على سوق الأوراق المالية كمصدر للتمويل، فتزايد الاقبال على الأوراق المالية الإسلامية وخاصة الصكوك بهدف زيادة العائد وتنويع الاستثمار.

ثانيا- تطور الحجم الإجمالي لإصدار الصكوك الإسلامية**دوليا ومحليا خلال الفترة 2001 – 2019:**

يتمثل الهدف من إصدار الصكوك الدولية في جلب العملات الأجنبية بشكل أساسي، أما الصكوك المحلية فهي عبارة عن صكوك تصدر في بلد ما للمتعاملين المحليين وبالعملة المحلية، لغرض تمويل مشروعات تنموية أو مشاريع حكومية. والشكل رقم 02 يوضح كلا النوعين.

من الشكل 02 نلاحظ أن إصدار الصكوك الدولية سجل زيادة في 2017 بقيمة بلغت 37.64 مليار دولار، وهي أعلى قيمة لها بداية من 2001 بزيادة قدرها 6.4 مليار دولار مقارنة مع سنة 2016، وذلك بفضل إصدارات الصكوك السيادية السعودية، غير ذلك فإن الإصدار كان متذبذب من 2008 إلى 2011 بسبب الأزمة المالية العالمية 2008، لكنه بدأ بعدها في الانتعاش، وتستحوذ الصكوك الدولية على نسبة 24.85% من الحجم الإجمالي لسوق الصكوك والباقي تستحوذ عليه السوق المحلية بنسبة 73.39%.

بلغ إجمالي إصدارات الصكوك الدولية 38.476 مليار دولار أمريكي في عام 2019 مما أدى إلى زيادة قدرها 5.49 مليار دولار أمريكي أو 16.63% من مستوى عام 2018 البالغ 32.988 مليار دولار أمريكي، حيث كانت الإصدارات شبه السيادية في السوق الدولية قوية نسبيا بإصدار بلغ 41% (15.93 مليار دولار)، في حين كانت مساهمة الإصدارات السيادية 30% مقابل مساهمة 2018 بنسبة 28%. وقد ارتفعت إصدارات المؤسسات المالية إلى 16% (6.27 مليار دولار) من إصدارات 2018 البالغة 11% (3.71 مليار دولار)، بينما انخفضت إصدارات الشركات إلى 13% (4.93 مليار دولار) من إصدارات 2018 البالغة 21% (6.76 مليار دولار أمريكي).¹⁹

على صعيد الأنواع، فقد حافظ هيكل صكوك الوكالة على صدارته مقارنة بهيكل صكوك الاجارة والهياكل الأخرى باعتباره الأكثر استخداما من قبل المصدرين في السوق الدولية بحصة تبلغ 56% (21.75 مليار دولار)، في السوق مما أدى إلى زيادة بنحو 6%. وتليت ذلك صكوك الاجارة بتراجع حصتها في السوق إلى 11% (4.21 مليار دولار) ... الخ.

يمكن تقييم متفصيلا إصدارات الصكوك وطويلة الأجل مقابل إصدارات الصكوك قصيرة الأجل، حيث تم إصدار صكوك طويلة الأجل بقيمة

بما في ذلك النفط، واستمرار الزيادة في إصدارات الصكوك السيادية، وتحسين إصدارات صكوك الشركات.¹⁷ واستمرت الصكوك في جذب اهتمامها مع إصدارات الجديدة، وهيا إصدار صكوك فورموزا من تايوان وإصدار صكوك من قبل شركة مصرية خلال يناير 2020 بالإضافة إلى ذلك فقد ساهمت التطورات المتشعبة في زيادة قاعدة المستثمرين. فالصكوك تعتبر كمصدر بديل قابلا للتطبيق للتمويل، لتطوير البنية التحتية وتمويل المشاريع والاحتياجات العامة للشركا توكفاية رأس متطلباتها المالية للمتطلبات المالية للغرض السيادي وإدارة السيولة وما إلى ذلك.

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا تزال المحركات الرئيسية لسوق الصكوك خلال عام 2019 هي: إصدارات من جهات راسخة ودخول العديد من المصدرين الجدد وإصدار صكوك المستوى 1 والمستوى 2 وصكوك مصدرة لفترة أطول (من 10 إلى 30 عاما) بما في ذلك إصدارات صكوك دائمة من قبل المؤسسات المالية، وكذلك صكوك البنية التحتية بالإضافة إلى حجم أكبر نسبيا من إصدارات صكوك التجزئة خاصة في اندونيسيا.¹⁸

وكانت هناك عدة أحداث بارزة في 2019 زادت من نشاط سوق الصكوك مثل القطاع الخاص بقيادة الإصدار من دول مختلفة وزيادة النشاط من نيجريا، باكستان وبنغلاديش، واستمرار الاهتمام من جانب السيادية الراسخة وشبه السيادية و جهات إصدار المؤسسات المالية إلى جانب الطلب المتزايد من دول مجلس التعاون الخليجي المتمثلة في مملكة البحرين والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وسلطنة عمان والدول الإسلامية الأخرى مثل ماليزيا واندونيسيا وتركيا وباكستان وبروناي دار السلام، بالإضافة إلى البنك الإسلامي للتنمية والقارة الأفريقية، يظل القوة الرئيسية في الحفاظ على جاذبية ونمو سوق الصكوك.

تستمر ماليزيا في الهيمنة على سوق الصكوك على الرغم من زيادة حصة دولتا اندونيسيا والإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية وتركيا بحجم جيد.

هذا الهيكل الى 30% (32.20 مليار دولار أمريكي) مقارنة بـ 41% (37 مليار دولار أمريكي) عام 2018، وتلها صكوك الاجارة بنسبة 20% (21 مليار دولار) ثم صكوك الهجينة مرابحة/ مضاربة وصكوك الوكالة وصكوك المضاربة وصكوك وكالة/مرابحة هجينة بنسبة 17% (18.70 مليار دولار)، 12% (12.5) مليار دولار، 11% (12.10 مليار دولار أمريكي) و5% (4.90 مليار دولار أمريكي) على التوالي.²¹

إن عام 2019 قد أوجد هياكل متوازنة إلى حد ما، وهو أمر مرغوب ومشجع لسوق الصكوك حيث تم معالجة المخاوف والقلق من الاعتماد على هيكل معين وغير متنوع.

يمكن تقييم تفصيل إصدارات الصكوك وطويلة الأجل مقابل إصدارات الصكوك قصيرة الأجل، حيث تم إصدار صكوك طويلة الأجل بقيمة 76.45 مليار دولار أمريكي في عام 2019 مقابل 30.77 مليار دولار أمريكي قصيرة الأجل في 2018.

على أساس تراكمي للفترة من 2001 إلى 2019، واصلت ماليزيا الاحتفاظ بمركزها الأول في إصدارات الصكوك سواء كانت محلية او دولية بقيمة 733.75 مليار دولار وتلها المملكة العربية السعودية بـ 146.29 مليار دولار واندونيسيا بـ 98.91 مليار دولار والإمارات 88.69 مليار دولار.

ثالثا- التقسيم الإقليمي لإصدارات الصكوك العالمية خلال

الفترة 2001 – 2019:

يمثل الجدول رقم 1 التوزيع الإقليمي لإصدار الصكوك خلال الفترة 2001 – 2019.

حسب بيانات الجدول 1 فإنه لا تزال آسيا هي المهيمنة في سوق الصكوك العالمي بنسبة 69.46% من إصدارات الصكوك العالمية منذ بداية السوق لتلها دول مجلس التعاون الخليجي كثانياً كبرو جهة لإصدار الصكوك بحصة سوقية 25.16%،

استمرت آسيا في كونها أكبر منطقة لإصدار الصكوك منذ حينها السوق من خلال المساهمة الفعالة لماليزيا في ذلك بنسبة 58.52% اعتباراً من 2019، تلها دول مجلس التعاون الخليجي ومنطقة الشرق الأوسط بحصة سوقية تبلغ 32.49%، ثم دول الولايات القضاية الأخرى بترتيب حسبها التقريبية في السوق العالمية هي إندونيسيا (13.33%) والمملكة العربية السعودية (19.54%) والإمارات العربية المتحدة (6.39%) والبحرين (1.96%) وقطر (3.44%) وتركيا (8.97%).²²

29.4 مليار دولار أمريكي في عام 2019 مقابل 9.03 مليار دولار أمريكي صكوك قصيرة الأجل.

ومع ذلك، لمتكهنات صكوك العملة غير المحلية صادرة في ولاية قضاية من قبل جهة إصدار أجنبية خلال العام 2019 وبعد إصدار صكوك فور موزافيناير 2020 تطورت أكثر الاهتمام بمبني ما يتطلب ارتفاعاً في متطلبات التصنيف الائتماني قديماً هذا الإصدار على حجم محدود.

من خلال الشكل رقم 02 نلاحظ بأن هناك زيادة في إصدارات الصكوك المحلية في سنة 2017، حيث بلغت 79.06 مليار دولار مقارنة مع 56.7 مليار دولار سنة 2016، بزيادة قدرها 22.36 مليار دولار أي بنسبة 39%، ويرجع الفضل في ذلك إلى الإصدارات السعودية التي قدرت بـ 20 مليار دولار متبوعة بالإصدارات الماليزية بـ 01 مليار دولار، وتجدر الإشارة إلى أن سوق الصكوك المحلية سجل أرقاماً قياسية سنوية 2012 و 2013، بحجم 117.3 و 112.56 مليار دولار على التوالي نظراً لارتفاع أسعار المحروقات.

تستحوذ ماليزيا على 73% (5621 إصدار) للفترة (2001 – 2017) من إجمالي الصكوك المحلية باعتبارها من الدول المسيطرة على سوق الصكوك بشكل عام والصكوك المحلية بشكل خاص، تلها البحرين (291 إصدار)، وغامبيا (210 إصدار).

كما يوضح الشكل رقم 02 أيضاً زيادة قوية في إصدارات الصكوك المحلية عن مستوى 2018 في 2019 من 90.16 مليار دولار إلى 107.22 مليار دولار أمريكي أو حوالي 18.92%، حيث أن الجزء الأكبر من هذه الزيادة قادم من مساهمة السوق الماليزية البالغة 54.00 مليار دولار أمريكي تلها المملكة العربية السعودية 18.90 مليار دولار، إندونيسيا 17.30 مليار دولار وتركيا 8.80 مليار دولار.²⁰

هذا وظلت حصة الإصدارات السيادية في السوق المحلية قوية، وقد ساهمت بنسبة 59% من إجمالي قيمة الإصدارات وتلها إصدارات المؤسسات المالية وشبه السيادية والمؤسسات المالية الإسلامية بنسبة 15% و 14% و 12% على التوالي. وقد بقيت أسهم قطاع الشركات باستثناء الحكومة الماليزية أقل من إمكاناتها المتوقعة في حجم الإصدار.

على صعيد الأنواع ففي 2019، ظلت صكوك المرابحة هي الهيكل الأكثر استخداماً مع انخفاض حصتها السوقية من

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

1- **الصكوك الحكومية الإسلامية:** هي بمثابة شهادات استثمار حكومية، أصدرت في أوائل عام 1983 دون فوائد، وتم إصدار نوع آخر يعرف بالصكوك الاستثمارية الحكومية، وهي شهادات استثمارية حكومية الغرض منها حصول الحكومة على تمويلات للمشاريع التنموية، والعائد عليها لا يحدد مسبقا. مما يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكل المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي القدرة على الاستثمار وفق النهج الإسلامي، وتصل مدة استحقاقها إلى 05 سنوات.²³ كما قام البنك المركزي الماليزي بطرح إصدارات على أساس الربح، وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل، مما أضفى توسعا وتطويرا على البورصة الماليزية.²⁴ وتم اللجوء إلى هذه الأداة في تمويل التنمية، للمضي قدما في المشاريع دون اللجوء إلى التمويل التضخمي، أو فرض المزيد من الضرائب.²⁵

2- **الصكوك الإسلامية للشركات:** هي صكوك صادرة عن الشركات الماليزية الخاصة، وطرحت لأول مرة في ماليزيا عام 1990 تصدر وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية على عدة أشكال هي: البيع بالثمن الآجل، المرابحة، الاستصناع، الإجارة، المضاربة والمشاركة.

من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنويا، من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، هناك صكوك البيع بتمن أجلوصكوك المرابحة، وصكوك الاستصناع، وصكوك الإجارة، وهي تعتبر من قبيل عقود المداينة وأيضا صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة وهي تبنى على عقود المشاركة.

ثانيا- مقارنة بين عدد وحجم الإصدار الماليزي والعالمي للصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001 – 2019:

هي موضحة في الجدول رقم 02: من خلال الجدول رقم 02 يتضح اهتمام المتعاملين في ماليزيا بشكل عام على توظيف الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد وتصدرت بذلك قائمة الدول في التعامل بهذه الأداة، حيث تشير الاحصائيات الى إصدار ماليزيا على

رابعا- تطور تداول إجمالي الصكوك عالميا خلال الفترة 2003-2019:

شهدت السنوات الأخيرة ارتفاعا ملحوظا في حجم تداولات الصكوك الإسلامية، ويدخل في تداول سوق الأوراق المالية جميع أنواع الصكوك بما فيها المحلية والدولية والسيادية وصكوك الشركات، والشكل رقم 03 يوضح الحجم الإجمالي للتداول.

يلاحظ من بيانات الشكل رقم 03 أن التداول كان محتثما في السنوات الأولى حيث كان سنة 2008 يقدر ب 3.51 مليار دولار، ويرجع هذا الضعف الى قلة اهتمام بجدوى استخدام الصكوك من طرف الفاعلين في الأسواق المالية، ولكن انطلاقا من سنة 2012 عرف سوق التداول انتعاشا ملحوظا، حيث سجل في هذه السنة قيمة 38.31 مليار دولار، وبقيت بعدها قيمة التداول في تذبذب طفيف غير انها سجلت ارتفاع محسوسا وقياسيا سنة 2019 ب 115.65 مليار دولار وهو دليل على الاهتمام المتنامي من قبل المتدخلين في السوق المالي بأهمية هذه الأداة وزيادة الطلب عليها في التداول وهو ما يضيفي توسع وعمق على السوق من حيث تنوع تشكيلة التعامل بالصكوك بكل أنواعها، وهذا بالخصوص من قبل الدول الخليجية وماليزيا واندونيسيا.

خامسا- توزيع الصكوك المتداولة من منظور قطري كما في 31 ديسمبر 2019:

مناجماليحجمالصكوكالعالميةالمتداولةمنمنظورقطري، يتم تمثيل 92.25% فقط 5 دولهيماليزيا 47.38%، المملكة العربية السعودية 21.68%، إندونيسيا 12.70%، الإمارات العربية المتحدة 7.49% وتركيا 3.05% تأتي خلفهمبإشرة قطر 2.44% والبحرين 1.52% وباكستان 1.15%. والشكل رقم 04 يوضح ذلك.

المحور الثالث: تحليل التوجه العام لسوق الصكوك في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2008 – 2020

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة العليا لسوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا من خلال مساهمتها الفعالة في تديم هذا السوق من حيث التشريعات، حيث شهدت تطورا ملحوظا بعد عام 1990 مسببتشجيعالحكومة الماليزية ودور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطويره، لكي تصبحيدلأشريعيا لسوقالتقليدي.

أولا- الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

تطورا متواصلا وصل الى 223.94 مليار ريجنت سنة 2020، وهذا ما يفسر المكانة الهامة للصكوك الإسلامية في البورصة، حيث تم انشاء سوق رأس مال إسلامي لاستخدام الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خصوصا الصكوك لتلبية لرغبات المتعاملين من أفراد وشركات الذين لا يرغبون التعامل بالأدوات التقليدية ذات الفائدة المحرمة.

رابعاً- مقارنة حجم اصدار الصكوك الإسلامية للسندات التقليدية في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2008 – 2020:

تقوم السلطات الماليزية بتشجيع اصدار الصكوك الإسلامية بهدف الظفر بمركز الصناعة المالية الإسلامية في العالم، لذلك قامت باتخاذ إجراءات تحفيزية كالإعفاء من الضريبة على الصكوك، مما دفع الشركات إلى الزيادة في الإصدار في السنوات الأخيرة. هذا إلى جانب زيادة الطلب على هذه الأداة. وهذا ما يوضحه الجدول رقم 03:

حسب بيانات الجدول 03 نلاحظ أن هناك تحسن متواصل في مقدار اصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة المدروسة مقارنة مع ثبات نسبي في مقدار اصدار السندات التقليدية، حيث انتقلت نسبة اصدار الصكوك إلى اجمالي الكلي للأوراق المالية (سندات وصكوك) من 21.57% سنة 2008 إلى غاية 37.91% سنة 2020 أي بزيادة بالنصف وهو ما يدل على الاقبال الكبير على هذه الأداة في الإصدار، حيث أصبحت تحوز على حوالي نصف الكمية التي يتم إصدارها في سوق الأوراق المالية الماليزية، وإذا ما قارنا هذه القيم فيما بين حجم اصدار الصكوك والسندات نجد أن النسبة بينهما في 2020 تصل إلى 61.07% مما يعني أن أكثر من نصف كمية الأوراق المالية المتمثلة في الصكوك والسندات هي عبارة عن صكوك إسلامية، بفضل تنوع إصدارات الصكوك حسب الصيغ وحسب المصنوع (صكوك سيادية، صكوك شركات) وبالنظر إلى الأرقام القياسية في الإصدار في السنوات الأخيرة فهذا مؤشر على تنامي التعامل بهذه الأداة في البورصة الماليزية وتأثيرها على اتجاهات السوق ودرجة عمقه وتركزه.

خامساً- مقارنة حجم تداول الصكوك الإسلامية للسندات التقليدية في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2014 – 2020:

يوضح الجدول رقم 04 قيم التداول خلال الفترة المدروسة كما يلي:

المستوى المحلي قدر بـ 660 565 مليار دولار وهو ما يمثل نسبة 69% من حجم الإصدار العالمي الذي قدر بـ 288 957 مليار دولار في الفترة 2001-2019. أما على مستوى الإصدار الدولي للصكوك فقد قدرت حصة ماليزيا بـ 73 183 مليار دولار، أي 25.24% مقارنة بالإصدار الدولي العالمي، وفي الاجمال يقدر اصدار ماليزيا 733 748 مليار دولار بنسبة 58.83% من حجم الإصدار الإجمالي العالمي، وهذا تبين قوة سوق رأس المال الماليزي في مجال التوظيف للصكوك كمنهج لتعبيث الموارد المالية المحليّة والأجنبية لتمويل مشاريع اقتصادية والمكانة الهامة للصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، مما يساهم في إضفاء سيولة وعمق للبورصة الماليزية وكذلك توسيع قاعدة المستثمرين والمتعاملين على حد سواء.

ثالثاً- تطور الحجم الإجمالي لإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2008 – 2020)

كما سبق الإشارة إليه تستحوذ ماليزيا على نسبة كبيرة من حجم وعدد الإصدار العالمي للصكوك وبذلك احتلت المرتبة الأولى على مستوى العالم فيما يتعلق بالتعامل بالصكوك الإسلامية، بلغت 58.83% خلال الفترة 2001 – 2019 من حيث الحجم أما من حيث العدد فقد كانت نسبتها مقارنة مع الإصدار العالمي تمثل 71.92% والشكل 05 يوضح حجم الإصدار الماليزي بالريجنت الماليزي كما يلي:

حسب البيانات الواردة في الشكل رقم 05، فإن سوق الصكوك الماليزي شهد انتعاشا نسبيا في سنتي 2017 و 2016 بحجم اصدار قدره 168.7 و 129.4 مليار ريجنت ماليزي على التوالي، بفضل زيادة الاقبال على اصدار صكوك الشركات (sukukcorporate) التي قدرت بـ 87.65 مليار ريجنت ماليزي في 2017،²⁶ لكن أحسن فترة لازدهار سوق الصكوك الماليزي كان بين 2012 و 2014 بحجم اصدار وصل الى غاية 324.6 مليار ريجنت ماليزي بسبب تزايد الطلب على الصكوك من قبل المتعاملين والشركات، وتزايد اصدار الصكوك السيادية من قبل الحكومة حيث وصلت سنة 2013 و 2014 الى 210.65 و 197.33 مليار ريجنت ماليزي على التوالي،²⁷ إضافة الى تراجع الاقبال على السندات التقليدية.

غير أنه شهد ضعفا في سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية، لكن في السنوات الأخيرة ابتداء من 2018 شهدا

شهدت تطورا متواصلًا طيلة الفترة المدروسة 2015 – 2020، حيث سجلنا في كل سنة نسبة نمو وزيادة ففي سنة 2015 كانت قيمة الصكوك المتداولة تقدر ب 607.93 مليار رينجنت ماليزي، لترتفع بعدها إلى 661.08 و 759.64 مليار رينجنت ماليزي بنسبة زيادة 8.74% و 14.90% على التوالي، وهكذا استمر هذا التطور في تداول الصكوك على مستوى البورصة الماليزية، حيث قدرت قيمته ب 1017.79 مليار رينجنت ماليزي في 2020 بزيادة قدرها 8.39% مقارنة مع سنة 2019.

أما بالنسبة لرسملة السوق المالي الإسلامي مقارنة مع القيمة السوقية الإجمالية، فكما توضحه بيانات الجدول 05 فهو يستأثر بالحصة الأكبر مقارنة مع الأدوات المالية التقليدية، إذ سجلت نسب أكثر من النصف وفي تزايد خلال الفترة المدروسة إبتداء من 60.08% سنة 2015 هي تعاملات للأدوات الإسلامية إلى 65.85% سنة 2020. وهذا يدل على حجم التعامل الواسع بالأدوات المالية الإسلامية مقارنة مع نظيرتها التقليدية، كما سجل سوق رأس المال الإسلامي 256.36.2 مليار رينجنت ماليزي في ديسمبر 2020 مقارنة مع 2035.58 مليار رينجنت ماليزي في نهاية 2019، يشمل هذا إجمالي القيمة السوقية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حقوق ملكية إجمالية 238.57.1 مليار رينجنت ماليزي وصكوك متداولة بقيمة 017.79.1 مليار رينجنت ماليزي.

في حين عند المقارنة أيضا فيما بين الأدوات الإسلامية فيما بينها نجد أن نسبة الصكوك الإسلامية إلى القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي قد حظيت بحصة مرتفعة ومتطورة طيلة الفترة 2015 – 2020، أين أصبحت تشكل ما نسبته 45.10% من إجمالي التداول على مستوى السوق الإسلامي أي نصف التداول هي عبارة عن صكوك، والباقي بقية الأدوات الإسلامية الأخرى المدرجة في البورصة الماليزية والتي تتكون الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، شهادات الشراء من الأسهم الجديدة وصناديق الاستثمار الإسلامية³⁰، وهي خاضعة لرقابة هيئة الأوراق المالية، أما السندات الحكومية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.

بالعودة إلى بيانات الجدول 04 يتضح الدور المحوري للصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية وأنه في تطور حيث يستحوذ تقريبا على النصف من حجم التداول خلال الفترة المدروسة إذ وصلت نسبة التداول للصكوك الإسلامية مقارنة مع إجمالي التداول لسنتي 2019 و 2020 إلى غاية 38.65% و 38.71% على التوالي. وأيضا بالعودة إلى الظهور الفعلي لسوق رأس المال الإسلامي التقليدي في شهر مارس من عام 1960 م، من خلال تأسيس أول بورصة في ماليزيا وبدأ فيها التداول للأوراق المالية التقليدية²⁸، إلا أن التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل تسعينات عندما قامت شركة Shell MDS SdnBhd بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي عام 1990، وبالمقارنة بين التعامل بهاتين الأدوات السندات التقليدية والصكوك الإسلامية فإنه يظهر جليا المكانة الكبيرة للصكوك في بورصة ماليزيا، حيث حققت في هذا الوقت القصر نسبا معتبرة تنافس بها نظيرتها التقليدية وهذا ما سينعكس إيجابا على التعامل وزيادة الفعالية للبورصة الماليزية.²⁹

بالنظر إلى نسبة تداول الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات، نلاحظ أن الصكوك تستأثر بالنصف أو أكثر من إجمالي حجم التداول بين هاتين الأدوات وصلت إلى غاية 63% و 63.25% سنتي 2019 و 2020 وهو أحسن معدل خلال الفترة المدروسة، ويعود السبب في ذلك إلى توجه دولة ماليزيا إلى سياسة جذب الاستثمارات الأجنبية من أجل جذبها سوقا مالية إسلامية دولية من ناحية، بالإضافة إلى التميز بالصكوك الإسلامية بالقبول داخلها خارج ماليزيا نظرا لما تحققه من مميزات مختلفة خاصة في مجال توفير السيولة وجود عائد جيد على الصكوك (المرابحة، المشاركة، والإجارة)، مما زاد من رغبة المتعاملين في استثمارها في حياة أخرى، حيث ساهم هذا في زيادة الطلب على الصكوك وتوفر السند التقليدي.

سادسًا - مقارنة بين رسملة سوق الصكوك

الإسلامية ورسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة 2015 – 2020:

وهي موضحة في الجدول رقم 05:

من خلال بيانات الجدول 05 يتضح أن قيمة الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية

- توفير الشروط والضوابط المناسبة لتطبيق التعامل بالصكوك الإسلامية ينعكس إيجاباً على تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مما يؤثر في تحريك السوق ويساعد على الدورات الاقتصادية، إضافة لتحقيق الأغراض المشروعة التي تصدر سندات الدين لتحقيقها بفعالية أكبر لأن الصكوك تمثل الموجودات.

- وجود الصكوك الإسلامية في السوق المالية الدولية يرفع الحرج عن شريحة من المستثمرين الذين يحتاجون إليها لأسباب اقتصادية ودينية، وتساهم في توسيع قاعدة الاستثمار الإسلامي واثراء السوق الإسلامية باعتبارها الطرف المكمل للأسهم.

- يتبين من ارتفاع اصدار الصكوك الإسلامية كما ونوعاً أنها ذات قيمة مضافة أعلى من استخدام أدوات الدين التقليدية فيما يخص الموازنة بين مصادر الأموال واستخدامها، وهذا ما أوضحته اتجاه دول العالم نحو الطرح المتزايد للصكوك من قبل الحكومات والشركات، وعلى رأسها ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي.

- هناك اتجاه تصاعدي إيجابي في اصدار الصكوك الدولية لكن تبقى منخفضة عند مقارنتها بحجم الإصدار على المستوى المحلي، كما أنها ذات توجه طويل المدى في كلا النوعين.

- هناك تشكيلة متنوعة من الصكوك يتم تداولها في السوق المالية الإسلامية ساهمت في خلق هيكل صكوك متوازن، كما هناك اقبال متزايد على التعامل بها، مما انعكس في ارتفاع حجم التداول العالمي لها، حيث سجل سنة 2019، 115.65 مليار دولار.

- تستحوذ ماليزيا على أكبر حجم من حيث الإصدار على المستوى المحلي والدولي بنسبة 58.83 مليار دولار من اجمالي الإصدار العالمي خلال الفترة 2001 – 2019، ثم تلتها بقية الدول، مع سيطرة الحكومات على معظم الإصدارات مقارنة بالشركات. وعلى مستوى البورصة الماليزية، تحظى الصكوك الإسلامية بمكانة متميزة عند المتعاملين، واستجابة لزيادة الطلب عليها، قامت الحكومة والشركات بزيادة الإصدار، أين ساهمت الشركات بما قيمته 87.65 مليار ريجنت ماليزي سنة 2017.

- هناك تركيز عالي في إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية وصل إلى غاية 61.07% سنة 2020،

إذن بناء على ما سبق تناولته نستنتج أن سوق الصكوك الماليزية أصبحت تطوراً وتطوراً سنوياً بسبب الدعم الحكومي مثلما في هيئة الأوراق المالية والبورصة الماليزية وإدماج المنتجات المالية الإسلامية في النظام المالي الماليزي، ومنجهة أخرى زيادة الإقبال على التعامل بالصكوك كمنظومة استثمارية للشركات والمستثمرين، وهذا كله من شأنه أن يساهم في تقديم التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية للشركات والحكومة على حد سواء، ويضفي توسع، عمق وفعالية في التعامل على مستوى سوق الأوراق الإسلامية الماليزية بشكل خاص.

خاتمة:

برزت الصكوك الإسلامية كنوع من الأدوات المالية التي تساعد الحكومات والشركات على تعبئة الموارد المالية لتمويل المشاريع المختلفة وتساعد المؤسسات المالية الإسلامية على تنويع محفظتها الاستثمارية من أجل تفعيل دورها الاستثماري وتخفيف المخاطر والحد من مشكلة السيولة هذا من جهة. ومن جهة أخرى تؤدي الصكوك الإسلامية دوراً هاماً في تنشيط أسواق الأوراق المالية الإسلامية من خلال تقديم إضافات نوعية وكمية للأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها، حيث تعتبر ماليزيا أهم مركز للصناعة المالية الإسلامية العالمي. وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج هي:

- الصكوك الإسلامية هي ورقة مالية لشهادات متساوية القيمة وحصص شائعة، في ملكية موجودات عينية كانت أم خدمات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتكون بديلاً عن الأدوات المالية التقليدية.

- تستعمل الصكوك لتعبئة الموارد المالية اللازمة بصيغ شتى تتضمن صكوك الاجارة والمضاربة والمشاركة وصكوك السلم... الخ كما تتنوع حسب آجال الاستحقاق فهناك صكوك صغيرة، متوسطة وطويلة الأجل.

- تمثل الصكوك الإسلامية فرصة لاستثمار فائض الأموال واستردادها بسهولة ويسر عند الحاجة، حيث يجوز تداولها في البورصة وبيعها مقابل الحصول على الثمن الذي يمثل الأصل والربح جميعاً إذا كان المشروع حقق ربحاً.

1.84	22 956	478	افريقيا
3.54	44 194	608	أوروبا وآخريين

Source :International Islamic Financial Market, A Cmprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report,9 Th Edition, Malaysia, July 2020, pp 75,76.

الجدول (2): عدد وحجم اصدار الصكوك الإسلامية بين

ماليزيا والعالم خلال 2001 – 2019 الوحدة: مليار دولار

طبيعة الإصدار	اصدار الصكوك الدولية	اصدار الصكوك الدولية	اجمالي اصدار الصكوك
عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا	138	6 952	7 090
عدد الصكوك المصدرة عالميا	571	9 287	9 858
حجم الإصدار الماليزي	73 183	660 565	733 748
حجم الإصدار العالمي	289 916	957 288	1 247 204
نسبة إصدار ماليزيا مقارنة بالإصدار العالمي %	25.24	69	58.83

Source : International Islamic Financial Market, A Cmprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report, 9Th Edition, Malaysia, July 2020, p 53,57.

الجدول (3): حجم اصدار الصكوك الإسلامية للسندات

التقليدية في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2008 – 2020

البيان	2008	2009	2010	2011	2012
حجم إصدار الصكوك (مليار RM)	110.10	116.40	132.80	185.00	324.80
حجم إصدار السندات (مليار RM)	400.1	363.3	410.5	518.8	635.5
الحجم الإجمالي لإصدار الأوراق المالية (صكوك + سندات)	510.2	479.7	543.3	703.8	960.3
نسبة إصدار الصكوك إلى إجمالي الكلي للأوراق المالية (صكوك + سندات)	21.57	24.26	24.44	26.28	33.82

وهو مؤشر على التوجه الواسع للمتعاملين نحو هذه الأداة مقابل التخلي عن الثانية، وعلى صعيد التداول أيضا تمثل الصكوك أكثر من النصف (60% في المتوسط) من حجم التداول بالمقارنة مع السندات 40% من إجمالي التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال 2014-2020.

- مثلت القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي في بورصة ماليزيا نسبة 60% في المتوسط خلال الفترة 2015 – 2020 (على شكل صكوك وأوراق مالية أخرى متوافقة مع الشريعة الإسلامية)، منها 50% تقريبا عبارة عن صكوك إسلامية، وبهذا نستنتج أن التعامل بالأدوات المالية الإسلامية هي المسيطرة على بورصة ماليزيا، وهناك مستقبل واعد لهذه الأداة والتعامل المالي الإسلامي بصفة عامة.

على ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن تقديم جملة من

التوصيات:

- ضرورة تشجيع اصدار الصكوك الدولية أكثر من أجل جلب العملات الأجنبية وإعطاء انطلاقة واسعة وأكثر فعالية للسوق المالية الإسلامية الدولية على صعيد التعامل بالصكوك الإسلامية.

- منح تحفيزات وفتح مجال الاستثمار أمام الشركات بتوفير مناخ استثماري مناسب قصد التشجيع أكثر على طرح الصكوك الإسلامية بصفة خاصة والأدوات الإسلامية الأخرى بصفة عامة.

- التركيز على طرح وتداول الصكوك قصيرة ومتوسطة الأجل لتحقيق التوازن على مستوى الأسواق، فيما يخص فترات الاستحقاق لأن الغالب في التعامل بالصكوك هو الأجل الطويل المناسب لتمويل المشاريع الكبرى ومشاريع البنية التحتية.

- الأشكال والجدول:

1-الجدول:

الجدول (1): التقسيم الإقليمي لإصدارات الصكوك

العالمية خلال الفترة 2001 - 2019

البيان	عدد الاصدارات	حجم الإصدار مليار دولار	النسبة %
آسيا والشرق الأقصى	7886	866 290	69.46
مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط	886	313 764	25.16

					(صكوك + سندات)
37.52	37.02	36.04	35.08	34.18	نسبة تداول الصكوك إلى إجمالي التداول الكلي للأوراق المالية (صكوك + سندات) %
60.05	58.79	56.35	54.04	51.93	نسبة تداول الصكوك إلى السندات %
		2020		2019	البيان
			1017.79	938.96	حجم تداول الصكوك (مليار RM)
			1609.01	1490.28	حجم تداول السندات (مليار RM)
			2626.8	2429.24	الحجم الإجمالي لتداول الأوراق المالية (صكوك + سندات)
			38.71	38.65	نسبة تداول الصكوك إلى إجمالي التداول الكلي للأوراق المالية (صكوك + سندات)
			63.25	63.00	نسبة تداول الصكوك إلى السندات %

Source : Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market, Statements, Statistics And Activities, Annual Report 2015(p171), 2016(p200), 2018(p165), 2020(p 168).

(5):رسملة سوق الصكوك

الجدول

الإسلامية ورسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة

2020 – 2015

السنوات	2018	2017	2016	2015
---------	------	------	------	------

البيان	2017	2016	2015	2014	2013
حجم إصدار الصكوك (مليار RM)	168.70	129.40	117.70	262.76	275.80
حجم إصدار السندات (مليار RM)	317.94	240.56	270.15	492.2	502.2
الحجم الإجمالي لإصدار الأوراق المالية (صكوك + سندات)	486.64	369.96	387.85	754.96	778
نسبة إصدار الصكوك إلى إجمالي الكلي للأوراق المالية (صكوك + سندات)	34.66	34.97	30.34	34.80	35.44
		2020		2019	2018
			223.94	235.20	199.90
			366.67	384.35	385.93
			590.61	619.55	585.83
			37.91	37.96	34.12

Source : Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market, Statements, Statistics And Activities, Annual Report 2015(p171), 2016(p200), 2018(p165), 2020(p 168).

الجدول (4): حجم تداول الصكوك الإسلامية للسندات

التقليدية في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2014 – 2020

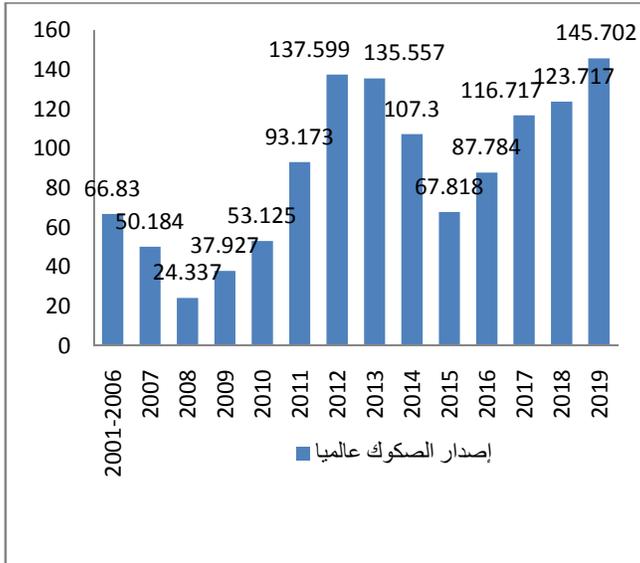
البيان	2018	2017	2016	2015	2014
حجم تداول الصكوك (مليار RM)	844.21	759.64	661.08	607.93	576.31
حجم تداول السندات (مليار RM)	1405.78	1291.91	1172.91	1124.84	1109.71
الحجم الإجمالي لتداول الأوراق المالية	2249.99	2051.55	1833.99	1732.77	1686.02

Source : Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market, Statements, Statistics And Activities, Annual Report 2016(p199), 2018(p164), 2020(p167).

2- الأشكال:

الشكل (1): تطور إجمالي إصدار الصكوك عالميا خلال

الفترة 2001 – 2019 الوحدة: مليار دولار



Source : International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report,9 Th Edition, Malaysia, July 2020, p 28

الشكل (2): تطور إجمالي إصدار الصكوك دوليا ومحليا

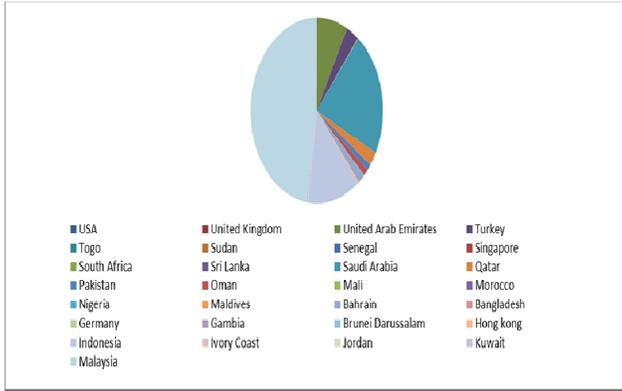
خلال الفترة 2001 – 2019 الوحدة: مليار دولار

1036.52	1.133.83	1030.56	1086.18	القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (مليار RM)
844.96	759.64	661.08	607.93	قيمة الصكوك المتداولة الإسلامية (مليار RM)
1880.73	1893.47	1691.64	1.694.11	القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي (مليار RM)
60.55	59.19	59.56	60.08	نسبة القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي إلى إجمالي القيمة السوقية (%)
44.92	40.11	39.07	35.88	نسبة الصكوك إلى القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي
		2020	2019	البيان
		1238.57	1096.62	القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (مليار RM)
		1017.79	938.96	قيمة الصكوك المتداولة الإسلامية (مليار RM)
		2256.36	2035.58	القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي (مليار RM)
		65.85	63.57	نسبة القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي إلى إجمالي القيمة السوقية (%)
		45.10	46.12	نسبة الصكوك إلى القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي

- International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report, 4Th Edition, Malaysia, Novembre 2016, p 41.

الشكل (4): توزيع الصكوك المتداولة حسب الدول كما

في 31 ديسمبر 2019

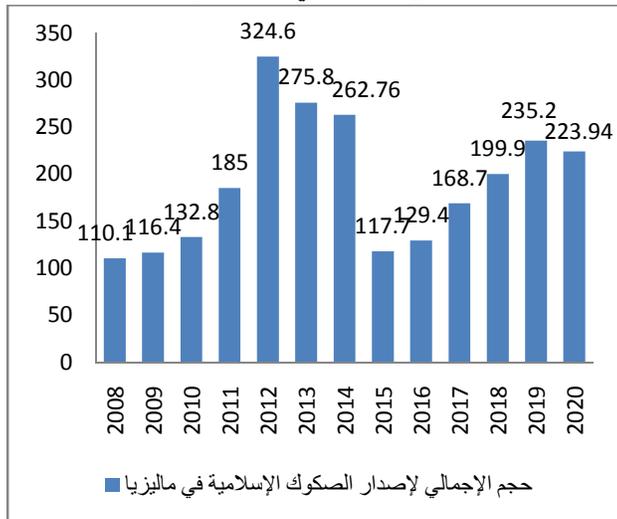


Source :- International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report, 9Th Edition, Malaysia, July 2020, p 95.

الشكل (5): تطور الحجم الإجمالي لإصدار الصكوك

الإسلامية في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2008 – 2020

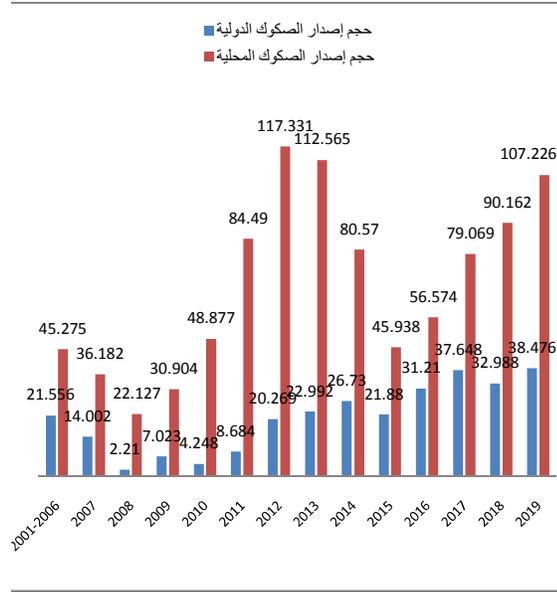
الوحدة: مليار رينجت ماليزي



Source : Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market, Statements, Statistics And Activities, Annual Report 2015(p171), 2016(p200), 2018(p165), 2020(p 168).

-Institute For Capital Market Research Malaysia <https://www.icmr.my/global-capital-markets/sukuk/>, MIFC, Malaysia International Financial Islamic, Consulté le 22/03/2021.

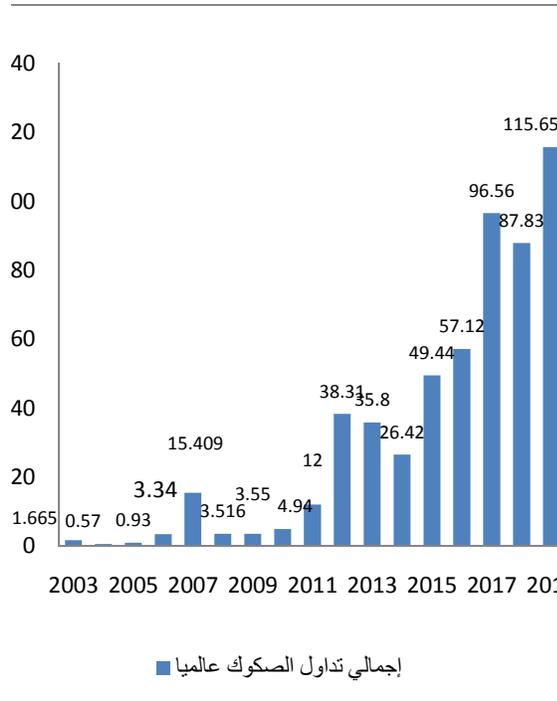
قائمة المراجع:



Source :International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report,9 Th Edition, Malaysia, July 2020, p 31,33.

الشكل (3): تطور اجمالي تداول الصكوك عالميا خلال

الفترة 2003 – 2019 الوحدة: مليار دولار



Source :- International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report, 9Th Edition, Malaysia, July 2020, p 92.

- عبد الله المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24 - 26 ماي 2010.

- محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.

- نوال السمردي، رفيفبشوندة، دور السوق المالية الإسلامية في معالجة السيولة النقدية: الصكوك الإسلامية نموذجاً، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر الدولي الثاني للمالية المصرفية الإسلامية المنعقد بكلية الشريعة، الجامعة الأردنية، 28-30 جويلية 2015

• مواقع الأنترنت:

- حسين حامد حسان، الصكوك والاستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009. على الموقع:

www.hussein-hamed.com/pages.aspx?type=recherche

Consulté le 22/03/2021 a 14.00.

- Institute For Capital Market Research Malaysia, <https://www.icmr.my/global-capitalmarkets/sukuk/MIFC>, Malaysia International Financial Islamic, Consulté le 22/03/2021 a 16 :00.

- Wan Razazila Wan, Abdullah and Others, The Evolution Of The Islamic Capital Market In Malaysia, Lincoln University, New Zealand, Available at: http://www.academia.edu/6760715/THE_EVOLUTION_OF_THE_ISLAMIC_CAPITAL_MARKET_IN_MALAYSIA

75_FINAL_paper.pdf, Consulté le 23/03/2020 a 22 :00

التقارير:

- Securities Commission of Malaysia, Guidelines On The Offering Of Islamic Securities, 26 July 2004.

- International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report, 9 Th Edition, Malaysia, July 2020.

- International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report, 4Th Edition, Malaysia, Novembre 2016.

- Securities Commission Of Malaysia, Annual Report 2006.

- Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market, Statements, Statistics And Activities, Annual Report 2015, 2016, 2018, 2020.

• الكتب:

- سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010.

- يوسف حسنيوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم العالي، الإسكندرية، مصر، 2014 م.

- المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010.

- معيار رقم 07،

متطلبات تكافؤ رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية، مج لس الخدمات المالية الإسلامية، جانفي، 2009.

المقالات:

- أحمد جابر بيدران، الصكوك كأداة للتمويل: بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، مجلد 38، العدد 152، مصر، 2014.

- زرار العياشي، ضرورة انشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية: تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة بيت المشورة،

مجلة دولية محكمة في الاقتصاد والصرافة الإسلامية، العدد 03، قطر، أكتوبر 2015.

- Abdu Rahman Yousri Ahmed, Islamic Securities In Muslim Countries Stock And An Assessment Of The Need For An Islamic Secondary Market, "Islamic Economic Studies", Islamic Research And Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, Vol 03, N° 01, December 1995.

الاطروحات:

- أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية ومعالجة مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة

اليرموك إربد، الأردن، 2005.

• المداخلات:

- فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008.

- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة عبد الملك عبد العزيز، جدة، 24 - 26 ماي 2010.

- كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي 03 جوان، 2009.

.الهوامش:

(التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص 5،

.6

¹⁵ المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 244.

¹⁶ المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 245.

¹⁷International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The GLOBAL SUKUK MARKET, IIFM Sukuk Report, 9 Th Edition, Malaysia, July 2020, p 27.

¹⁸International Islamic Financial Market, opcit, p20.

¹⁹International Islamic Financial Market, opcit, p 21.

²⁰International Islamic Financial Market, opcit, p 33.

²¹Opcit, p21.

²²International Islamic Financial Market, opcit, p 74.

²³Securities Commission Of Malaysia, Annual Report 2006, p81.

²⁴زرزارة العياشي، ضرورة انشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية: تجربة

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة بيت المشورة، مجلة دولية

محكمة في الاقتصاد والصرافة الإسلامية، العدد 03، قطر، أكتوبر

.2015، 36.

²⁵Abdu Rahman Yousri Ahmed, Islamic Securities In Muslim Countries Stock And An Assesssment Of The Need For An Islamic Secondary Market, "Islamic Economic Studies", Islamic Research And Training Institute, Islamic Development Bank, Jeddah, Saudi Arabia, Vol 03, N° 01, December 1995, p06.

²⁶Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market, Annual Report 2018, p165.

²⁷Securities Commission Malaysia, Islamic Capital Market, Annual Report 2015, p 171

²⁸رقية شرون، دور هيئة الرقابة الشرعية في أسواق المال الإسلامية، مجلة الأبحاث القضائية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 11، ص 4.

²⁹نوال السمر، رقيب شوندة، دور السوق المالية الإسلامية في معالجة السيولة النقدية: الصوكوك الإسلامية نموذجاً، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر

الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية المنعقد بكلية الشريعة، الجامعة

الأردنية، 28-30 جويلية 2015، ص 15.

³⁰Wan Razazila Wan, Abdullah and Others, The Evolution Of The Islamic Capital Market In Malaysia, Lincoln University, New Zealand, Available at: [http://www.academia.edu/6760715/THE_EVOLUTION_OF_THE_ISLAMIC_CAPITAL](http://www.academia.edu/6760715/THE_EVOLUTION_OF_THE_ISLAMIC_CAPITAL_MARKET_IN_MALAYSIA)

[MARKET_IN_MALAYSIA](http://www.academia.edu/6760715/THE_EVOLUTION_OF_THE_ISLAMIC_CAPITAL_MARKET_IN_MALAYSIA) 75_FINAL_paper.pdf, Consulté le 23/03/2020.

¹أحمد جابر بدران، الصوكوك كأداة للتمويل: بينا النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، مجلد 38، العدد 152، مصر، 2014، ص 168.

²معيار رقم 07،

متطلباً تكفاية رأسمالاً للصوكوك والتصكيكو والاستثمارات العقارية، مجلس الخدم المالية الإسلامية، جانفي، 2009، ص 03.

³فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصوكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية، بحث مقدم لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008، ص 06.

⁴عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصوكوك نظرة مقاصدية، بحث مقدم إلى ندوة الصوكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة عبد الملك عبد العزيز، جدة، 24 - 26 ماي 2010، ص 05.

⁵Securities Commission of Malaysia, Guidelines On The Offering Of Islamic Securities, 26 July 2004, p05.

⁶كمال توفيق خطاب، الصوكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي 03 جوان، 2009، 15.

⁷سامر مظهر قنطجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010، ص 360.

⁸عبد الله المطلق، الصوكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصوكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24 - 26 ماي 2010، ص 15.

⁹يوسف حسيوسف، الصوكوك المالية وأنواعها، دار التعليم العالي، الإسكندرية، مصر، 2014، م، ص 41.

¹⁰المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص 240.

¹¹حسين حامد حسان، الصوكوك والاستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى ندوة الصوكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009.

¹²أحمد إسحاق الأمين حامد، الصوكوك الاستثمارية الإسلامية ومعالجة مخاطرها، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك إربد، الأردن، 2005، ص 54.

¹³المعايير الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص 245.

¹⁴محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصوكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصوكوك الإسلامية