

آليات وضوابط إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية

د. عبد الجليل مقدم
جامعة طاهري محمد - بشار
mokaddemabdeldjalil@yahoo.com

أ. حمو سعديّة
جامعة طاهري محمد - بشار
haninremas@yahoo.fr

د. إلياس سليمان
جامعة طاهري محمد - بشار
iliesmc@hotmail.fr

الملخص:

تعد ماليزيا من أبرز الدول الرائدة في التمويل الإسلامي ويحتل سوق الأوراق المالية فيها الصدارة الدولية في إصدار الصكوك الإسلامية، كما يتم تداول مجموعة من الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية فيها، منها ما يقوم على أساس البيوع ومنها القائم على أساس الشراكة، ومنها ما يقوم على أساس عقود الإجارة؛ وتهدف هذه الدراسة إلى تبيان هذه الصكوك وآلية إصدارها في ماليزيا باعتبارها من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي لاقت إقبالا واسعا، وعرفت نموا وتزايدا متسارعا في فترة زمنية قياسية، نظرا لما توفره هذه الصكوك من فرص تمويلية متنوعة تتلاءم وامكانيات الأعوان الراغبين في التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية بعيدا عن الربا.

الكلمات المفتاحية: صكوك إسلامية، سوق مالي إسلامي، آليات إصدار الصكوك.

Astract:

Malaysia is one of the leading countries in Islamic finance and its stock market is the international leader in the issuance of Islamic sukuk. A number of sukuks are traded on the Islamic stock market, The objective of this study is to demonstrate the sukuk and its mechanism of issuance in Malaysia as one of the most prominent Islamic finance products that have become popular and have witnessed rapid growth and growth in a record period, given the various financing opportunities available to them. Agents wishing to deal with Islamic financial transactions in the absence of usury.

Keywords: Islamic Sukuk, Islamic Financial Market, Sukuk Issuance Mechanisms.

مقدمة

تعد الصكوك الإسلامية صيغة تمويلية حديثة نسبيا منبعها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية، وهي واحدة من أبرز المنتجات المالية الإسلامية الأكثر أهمية وحيوية التي استطاعت فرض نفسها في أسواق المال العالمية، وقد انتشرت عمليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في الآونة الأخيرة نظرا للاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي خاصة بعد أزمة الرهن العقاري 2008 التي برهنت على هشاشة النظام المالي التقليدي القائم أساسا على الربا، وتشير الدراسات إلى أن بداية ظهور الصكوك الإسلامية كانت في ماليزيا التي تعد أكبر سوق لإصدار هذا النوع من الصكوك.

إشكالية البحث:

إن إصدار أي ورقة مالية في أي سوق مالي يتم وفق خطوات ومراحل تنظم هذا الإصدار، وعلى غرار كافة الأوراق المالية تعرف الصكوك الإسلامية هي الأخرى خطوات ومراحل لإصدارها، وباعتبارها منتج مالي إسلامي فإن عملية إصدارها محكومة بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها، وعلى اعتبار أن ماليزيا دولة رائدة في التمويل الإسلامي، ويحتل سوقها المالي الإسلامي الصدارة في إصدار هذا النوع من الصكوك؛ ففيما تتمثل أنواع الصكوك المصدرة في هذه السوق؟ وما هي آليات وضوابط إصدارها؟

فرضيات البحث:

للإجابة على الإشكالية المطروحة يمكننا صياغة فرضيتين كمنطلق للدراسة وهما كالتالي:

1- تتعدد المعاملات المالية في الإسلام، الأمر الذي يجعل عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية تختلف باختلاف نوع المعاملات المالية؛

2- يحدد الأساس الذي تقوم عليه الصكوك الإسلامية آلية إصدارها وتداولها.

أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان اختلاف آليات إصدار الصكوك الإسلامية المصدرة في ماليزيا وتنوعها، بالإضافة إلى توضيح الضوابط الشرعية التي تنظم عملية الإصدار والتداول لهذا النوع من الصكوك، كما تسعى ضمنا إلى إبراز الفروق الجوهرية بين إصدار الأوراق المالية في النظام المالي التقليدي وبين مثيلاتها في النظام المالي الإسلامي.

أهمية البحث: يستمد هذا البحث أهميته من أهمية الصكوك الإسلامية كصيغة تمويلية حققت اقبالا واسعا عليها، وانشارا ملحوظا في الآونة الأخيرة.

منهج البحث والأدوات المستخدمة:

للإمام بموضوع البحث تم الإعتماد على المنهج الوصفي لتوضيح حيثياته ، وذلك من خلال محاور أساسية يمكن إيجازها

فيما يلي:

- مفهوم الصكوك الإسلامية والسوق المالي الإسلامي.
- الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
- آليات إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

1. مفهوم الصكوك الإسلامية وسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي

قبل التطرق إلى مفهوم الصكوك الإسلامية وسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي لا بد في البداية من التعريف بماليزيا

التي تمثل الجانب المكاني للدراسة وذلك من خلال البطاقة التعريفية التالية:

1.1 بطاقة تعريفية عن ماليزيا

تعتبر ماليزيا واحدة من أهم الدول الإسلامية في الشرق الآسيوي، تقع في منتصف جنوب شرق آسيا، عاصمتها كوالالمبور، تبلغ مساحتها 329.750 كم²، أما عدد سكانها فيبلغ حوالي 29.901.997 نسمة في سنة 2014¹، لغتها الرسمية هي لغة باهاسا ملايو، بالإضافة للغة الإنجليزية واللغة الصينية، بها عدد آخر من اللغات واللهجات و تتمثل عملتها في الرينجيت الماليزي، تعتبر

الديانة الإسلامية هي الديانة الرسمية للبلاد والتي تشكل 60% من عدد السكان، بالإضافة لعدد آخر من الديانات مثل البوذية والهندوسية والمسيحية؛²

وتعد التجربة التنموية الاقتصادية الماليزية رائدة في العالم، بسبب نجاحها في تحقيق التنمية والتطور الاقتصادي، حيث أن ماليزيا ومنذ عام 1970م وهي تعمل بخطى متقدمة لتحسين الوضع العام في البلاد خصوصا الاقتصادي، فقد عملت من خلال خطط خماسية متعاقبة لترتقي بمستوى المعيشة لدى المجتمع، حيث كان تقريبا أكثر من 70 في المائة من الشعب حينها دون مستوى الفقر، خصوصا الملاويين الذين يمثلون الأغلبية لسكان ماليزيا، ومع العمل المتواصل استطاعت ماليزيا أن تصل إلى الحلم الذي أسهم في علاج المشكلة الاقتصادية التي يعانها المجتمع، بالتوسع في قطاع الصناعة وفتح مجالات واسعة للاستثمار الأجنبي وإيجاد فرص كبيرة لتحسين مستوى الدخل للأفراد، بالإضافة إلى إيجاد فرص أكبر للعمل وتحقيق مستوى جيد للدخل؛³

و في مجال الصيرفة الإسلامية فقد بدأت هذه التجربة رسمياً بإنشاء «بنك إسلام» الماليزي في مستهل يوليو 1983 ولقد كانت النواة الأولى للصيرفة الإسلامية في ماليزيا سابقة لذلك التاريخ بكثير، إذ بدأت فكرة الادخار غير الربوي في الستينات بإنشاء صندوق الحج «تابونغ حاجي»، وفيه يدخر المسلمون الراغبون في أداء الحج أموالهم ليستثمرها لهم الصندوق في استثمارات حقيقية لا تتعامل بالربا؛

ما يميز التجربة الماليزية في هذا المجال هو أنها تجربة بدأت لتستمر وتنمو، حيث حظيت بأولوية ودعم حكومي، كما أنها دعمت بإنشاء عدد كبير من الجامعات ومراكز البحث التي تهتم بالتطوير والابتكار في مجال الصيرفة الإسلامية.⁴

2.1 مفهوم الصكوك الإسلامية:

عرف مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع المنعقد بجدة من 18 - 23/ جمادى الآخر/ 1408هـ الموافق لـ 11 - 6 1988/2م الصكوك الإسلامية: "بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال بإصدار صكوك ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".⁵

و يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها أدوات استثمارية ممثلة في وثائق ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في رأس المال (أعيان، أو منافع أو خدمات أو مشروع) تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية⁶، وتتميز هذه الصكوك بمجموعة من الخصائص التالية:⁷

- ✓ هي وثيقة تصدر باسم مالكيها أو لحاملها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها من حقوق والتزامات مالية؛
- ✓ تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار؛
- ✓ يشارك مالكو الصكوك في الأرباح المترتبة حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار و يتحملون الخسائر بنسبة ما يملك كل منهم من الصكوك؛
- ✓ تصدر على أساس عقد شرعي؛
- ✓ قابلة للتداول من حيث المبدأ؛
- ✓ عدم قابليتها للتجزئة، بمعنى الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة؛
- ✓ لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون و موضحة في نشرة الإصدار.

3.1 مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي:

يقوم السوق المالي الإسلامي على أسس متفقة ومراعية لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بنوعية المتعاملين في السوق والأدوات المالية المتداولة فيه وأساليب التعامل في إطاره.⁸

تعرف سوق الأوراق المالية الإسلامية في إطارها الشرعي الإسلامي على أنها ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم اقتنائها و تداولها عبر قنوات إيصال فعالة من أصحاب الفائض بصورة منظمة و مراقبتها من طرف الهيئة الشرعية للسوق، و ذلك من أجل أن تستثمر الأموال في إطار شرعي.⁹ وقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه "السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار و التمويل متوسط وطويل الأجل، و المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية و الخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر... و غيرها أي أنه سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، و لتجميع الموارد المالية و الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية".¹⁰

4.1 النشأة التاريخية لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

ترجع بداية أنشطة الاستثمار الإسلامي إلى أوائل الستينات، بتأسيس هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962 م حيث يدير هذا الصندوق أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، و أما أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فتعود إلى عام 1983م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي و الذي بدأ سريانه في 7 أبريل 1983م وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات و المنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية و جاء مع ذلك تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي و هو "بنك إسلام ماليزيا برهارد (BIMB) " Bank Islam Malaysia Berhad " الذي انشأ بمبادرة حكومية وبدأ البنك عملياته في 1 جويلية 1983 م بفرع وحيد في العاصمة كوالالمبور، الذي استمر طيلة عشر سنوات تقريبا يمثل بمفرده محور العمل المصرفي الإسلامي هناك، بالإضافة إلى إطلاق مشروع " نظام العمليات المصرفية بدون فوائد " الذي يتمثل في السماح للمؤسسات المالية القائمة بتقديم خدمات مصرفية إسلامية حيث انطلق العمل به في 4 مارس 1993م، إذ يمكن وصفه بنظام النوافذ الإسلامية في المؤسسات المالية غير الإسلامية.¹¹

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، عندما قامت الشركة " Shell MDS Sdn Bhd " الخاصة بإصدار و طرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى.

كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع الوزارة المالية الماليزية بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة و المعاملات في السوق، واتخاذ خطوات جوهرية من بينها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي – Islamic Capital Market Department – ICMD وذلك في سنة 1994.

وفي أواخر نفس السنة تم إنشاء لجنة شرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (Islamic Instrument Study Group)

(IISG)، وبعد مرور سنة كاملة تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية (SAC)(Shariah Advisory Council).¹²

5.1 مكونات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و أدواته

أصبح سوق الأوراق المالية في ماليزيا ركنا هاما وأساسيا من أركان النظام المالي والإقتصادي الماليزي، و تتبع أهميته من كونه إحدى الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، و المشاريع التنموية في ماليزيا، وتتمثل تصنيفاته وأدواته فيما يلي:

1.5.1 مكونات سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يتكوّن هذا السوق من¹³:

أ - الأسهم العادية: يقصد بها أسهم الشركات المدرجة في البورصة الماليزية و التي تتوافق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
ب - صناديق الاستثمار الإسلامية : هي عبارة عن صناديق تتولى تجميع المدخرات من المستثمرين لتوظيفها واستثمارها في الشركات التي يجيزها المجلس الاستشاري الشرعي، و تكون وفق الأساليب والصيغ الإسلامية و يدار الصندوق حسب المبادئ الشرعية و يستثمر في الأسهم والصكوك والأدوات المالية الإسلامية فقط، كالتوظيف مثلا في صناديق أسهم الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية ، صناديق الصكوك الإسلامية....؛

ج - صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية : تستثمر هذه الصناديق بشكل مباشر بأنواع مختلفة من الأصول ذات العلاقة بالعقارات مما يتيح للمستثمرين فرصة الحصول على حقيبة من الأملاك العقارية المتنوعة و المدارة بشكل محترف، حيث تسمح هيكله هذه الصناديق بتملك حصص صغيرة في المشروعات العقارية العملاقة؛

د - صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية: هي صناديق مدرجة تتكون من سلة من الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في البورصة وتهدف هذه الصناديق إلى تتبع حركة المؤشر الإسلامي؛

هـ - مؤشر الشريعة: لقد تم تشكيل مؤشر الشريعة للوقوف على أداء الأسهم الإسلامية المتوافقة مع الشريعة و المدرجة بالبورصة الماليزية، و هو يقيس حركة أسعار جميع أسهم الشركات الإسلامية المدرجة في هذه البورصة؛

و - الصكوك الإسلامية: يقصد بها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا للمبادئ و أحكام الشريعة و يمكن تصنيفها باعتبار الجهة التي أصدرتها إلى الصكوك الحكومية الإسلامية و الصكوك الإسلامية للشركات؛

ي - الوسطاء والخدمات: من أهم أقسام الوسطاء و الخدمات المتوفرة:

- 1 - السمسرة: يقوم السمسرة بدور هام في إدارة و تنظيم عمليات تداول الأوراق المالية الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية؛
- 2 - إدارة الاستثمار : ويقصد بها إدارة محفظة الأوراق المالية من قبل شركات معيّنة تتوافر فيها صفات و ميزات معيّنة وذلك نيابة عن عملائها، مثل شركات صناديق الاستثمار الإسلامي؛
- 3 - الرقابة الشرعية: حيث يخضع السوق للرقابة الشرعية من قبل المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ويتعاون في ذلك مع قسم سوق رأس المال الإسلامي من خلال دراسة الأدوات المالية الإسلامية و تحليلها.
- 4 - منصة سوق السلع : تساهم في تنفيذ صفقات المراجعة و التوريق بطريقة متوافقة مع الشريعة .

2.5.1 أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية :

و تتمثل الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية فيما يلي:

1. أدوات الملكية: أدوات الملكية الإسلامية عبارة عن الأدوات المالية المتمثلة في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية حيث تعتبر الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة إحدى الأدوات المالية الأقرب للتطبيق و

القبول في ماليزيا، و يتم إدراجها في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، و هي عبارة عن أسهم للشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، و يمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها.¹⁴

و تحتاج قائمة هذه الأسهم إلى المراقبة و التجديد من وقت لآخر، و هي متجددة مرتين سنويا حيث تصدر في كل من شهر أبريل و شهر أكتوبر، لأن أي تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في السماح المسلمين بالاستثمار فيها.¹⁵

2.الصكوك الإسلامية: يتداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مجموعة من الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، من أهمها صكوك المضاربة والمشاركة، بيع بالثمن الآجل و المرابحة، و يقوم هذا السوق على صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة بالرغم لما فيها من نقاط جدل في تداولها إلا أن هذه السوق تسعى لأن تكون صكوكها المستقبلية قائمة على المضاربة والمشاركة و الإجارة.¹⁶

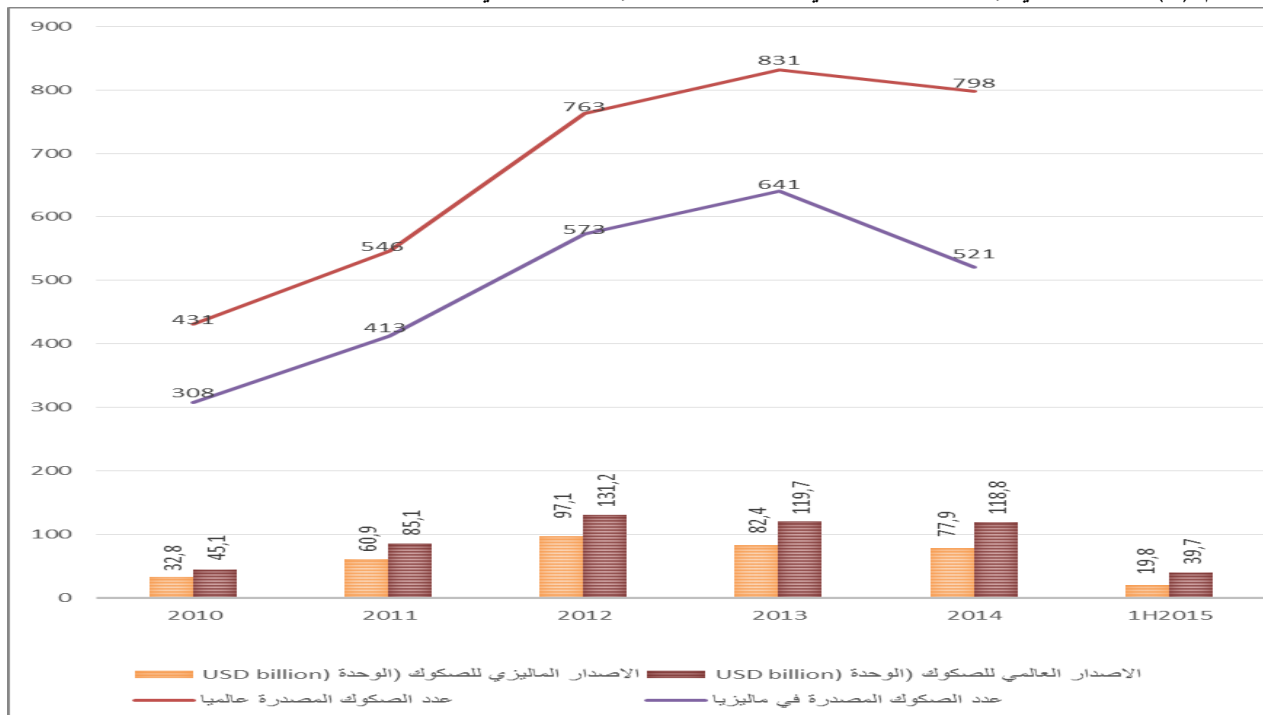
3.الأدوات المالية الإسلامية المركبة: و هي تلك الأدوات الإسلامية المبنكة و التي تتوافق مع أحكام الشريعة، و هذا حتى يتمكن المتعاملين من حماية رؤوس أموالهم، و هي أدوات استثمارية تعتمد على الأصول، أو تطبق في معاملات ذات علاقة بالسلع.¹⁷

7.1 قراءة في تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة(2010- 2015):

تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ في نهاية القرن العشرين وذلك من خلال إصداراتها المتنوعة للصكوك، وفيما يأتي عرض لتطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا للفترة (2010- 2015).

يبين الشكل أدناه تطور إصدار الصكوك في العالم وإصدارها بماليزيا من سنة 2010 إلى النصف الأول من السنة 2015، كما يوضح عدد الإصدارات في ماليزيا مقارنة بالعالم.

الشكل رقم (1): تمثيل بياني لإصدار الصكوك في ماليزيا مقارنة بالإصدار العالمي خلال (2010-2015)



المصدر من إعداد الباحثين بالاعتماد على:

-Nik Mohamed Din Nik Musa, 24 November 2015, ROLE OF ISLAMIC FINANCE IN INFRASTRUCTURE FINANCING, Bank Negara Malaysia Kuala Lumpur, p11.

-MALAYSIA ISLAMIC FINANCE REPORT 2015, Mainstreaming Islamic Finance within Global Financial Systems, p321.

نلاحظ من الشكل أعلاه الإرتفاع المستمر لإصدار الصكوك الإسلامية إلى غاية 2012، وبداية من سنة 2013 بدأت هذه الإصدارات في الإنخفاض، حيث شهدت انخفاضا طفيفا وصولا إلى سنة 2015 أين عرفت تراجعا كبيرا مقارنة بالسنوات السابقة، كما نلاحظ أن الإرتفاع الكبير في إصدار هذه الصكوك سجل في سنة 2012 حيث ارتفع الإصدار العالمي إلى 131.2 USD billion، أما الإصدار الماليزي فكان ما يقارب 97.1 USD billion، وبذلك نرى أن ماليزيا لا تحتل مركز الصدارة في سوق الصكوك، سواء من حيث قيمة الإصدار أو من حيث عدد الإصدارات. يمكن تفسير الملاحظات الواردة مسبقا كما يلي:

يرجع النمو الهائل لحجم إصدار الصكوك خلال الفترة من 2010 إلى 2015، رغم وجود تذبذبات إلى الإنتعاش الذي عرفته كل من الأسواق الرئيسية في ماليزيا و المملكة العربية السعودية و دولة الإمارات العربية المتحدة وكذلك تركيا واندونيسيا، وفي الآونة الأخيرة سجلت إصدارات في المملكة المتحدة و هونغ كونغ و السنغال و جنوب إفريقيا و لوكسمبورغ دعمت وضع سوق الصكوك، مع حفاظ ماليزيا على الصدارة من حيث حجم الإصدار نتيجة وجود قاعدة واسعة من المستثمرين المحليين فيها، إضافة إلى نجاح ماليزيا في جذب إصدارات الصكوك عبر الحدود وذلك بسبب تظافر جهود الحكومة و الجهات التنظيمية لإيجاد العديد من الحوافز الضريبية و المالية فيما يخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية من جهة و إطار قانوني داعم من جهة أخرى، أما عن التذبذب المتمثل في الانخفاض الملاحظ فترجع أسبابه إلى انخفاض أسعار النفط والتقلبات في اقتصاديات الأسواق الناشئة؛

أما بالنسبة للإرتفاع في إصدار الصكوك إلى غاية 2012 بماليزيا فيمكن تفسيره بالقبول العام لها داخل وخارج ماليزيا و الذي عززه إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى لجنة الأوراق المالية الذي زاد من إقبال المستثمرين على شرائها و قبولها في وجود عائد جيد لها، الأمر الذي أدى إلى زيادة الطلب عليها؛

حققت سوق الصكوك الماليزية أعلى قيمة لها في 2012 بواقع 97.1 مليار دولار، وترجع أسباب هذا الإرتفاع إلى تركيز ماليزيا في المقام الأول على تمويل مشاريع تطوير البنية التحتية وقد استثمرت تلك الأموال في تعزيز العديد من المشاريع واسعة النطاق بما في ذلك مطار كوالالمبورغ وسيناي السريع*...، و ذلك في إطار برنامج التحول الاقتصادي الوطني الذي يهدف إلى تحويل ماليزيا إلى دولة ذات الدخل المرتفع بحلول 2020.

بعد سنة 2012، شهدت إصدارات الصكوك انخفاضا بقرار من البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا" و السبب وراء قراره راجع إلى تأثير تقلبات أسعار النفط بالإضافة إلى الانخفاض في قيمة الرينجيت، و توجه عدد كبير من المستثمرين إلى شراء هذه الصكوك بدلا من البنوك الإسلامية الماليزية التي يستهدفها البنك بشكل خاص و لذلك قرر استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك؛¹⁸

من ناحية أخرى فقد أدى انخفاض أسعار النفط إلى حث دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا على خفض انفاقها الاستثماري، كما أدى إلى خفض السيولة لدى البنوك بما فيها الإسلامية نتيجة تأثيره على الودائع بخفضها، إذ تعتبر الحكومات والهيئات التابعة لها من بين أكبر المودعين في بعض الأسواق الرئيسية الخاصة بالتمويل الإسلامي، بحصة معتبرة تتراوح بين 15 % و 40% الأمر الذي أدى إلى إضعاف سوق الصكوك الإسلامي¹⁹.

2. الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية:

تحكم إصدار الأوراق المالية الإسلامية ضوابط شرعية عامة تنطبق على جميع عمليات التوريق الإسلامية، و ضوابط شرعية خاصة وفقاً للصيغة التي تمت عملية التوريق على أساسها.

و يتم توضيح الضوابط الشرعية لإصدار و تداول الصكوك الإسلامية فيما يلي:

- **الضابط الأول:** أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أُصدِرَت الصكوك لإنشائه أو تمويله، و تستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، و يترتب عليها جميع الحقوق و التصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع و هبة و رهن و إرث...، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل موجودات المشروع العينية و المعنوية و ديونها؛²⁰
 - **الضابط الثاني:** يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار و أن الإيجاب يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، و أن القبول يعبر عنه موافقة الجهة المصدرة؛ إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجاباً و يكون الاكتتاب قبولاً²¹؛
- و لا بد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في العقد الذي يمثله الصك، من حيث بيان معلومية رأس المال، و توزيع الربح، مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار، على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية؛
- **الضابط الثالث:** أن تكون الصكوك قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب، باعتبار ذلك مأذوناً فيه من الشركاء؛ و المقصود بالتداول هو: "التصرف في الحق الشائع بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غير ذلك من التصرفات الشرعية"²²؛ مع مراعاة الشروط التالية:²³

- ❖ الأصل جواز تداول الصكوك و استردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك و بدء النشاط بحصيلتها؛
- ❖ تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية و كانت الموجودات ديوناً، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل، أما إذا انقلبت الموجودات ديوناً، فإن القيد يعود كما كان بالنسبة للنفود باعتبار أن الديون النقدية هي نفود في المال؛
- ❖ إذا كانت موجودات المشروع بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك، و بدء النشاط، خليطاً من أعيان و منافع و نفود و ديون فالحكم للغالب؛ فإذا غلبت الأعيان و المنافع على موجودات المشروع يجوز تداول صكوكه بسعر السوق؛
- ❖ يجوز أن يعد مصدر الصكوك في نشرة الإصدار، بشراء ما يعرض عليه من الصكوك القابلة للتداول بعد إتمام عملية الإصدار، بسعر السوق، و لا يجوز أن يضمن الشراء بالقيمة الإسمية للصك؛
- ❖ لا مانع من تداول الصكوك بكل الطرق المتاحة مثل التسليم أو القيد في السجلات الورقية و الإلكترونية، طالما حقت انتقال الملك و القبض بوجه مشروع؛
- ❖ لا ينبغي الإصرار على أن يفضي التصكيك الإسلامي دوماً إلى التداول و التسييل فقد تتوقف مقاصده عند التسهيم لأجل المشاركة و قد تقتضي سلامة المعاملات منع التداول و قد تقتضي المصالح الراجعة تقييده.
- ❖ إذا كان رأس مال المشروع المتجمع بعد الاكتتاب، و قبل مباشرة العمل ما يزال نفوداً فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد و تطبق عليه أحكام الصرف من تقابض البدلين في مجلس الصرف قبل التفرق، و الخلو عن الخيار، و التماثل، إذا بيع أحد النقدين بجنسه، أي أن القيمة الإسمية المدفوعة هي الأساس، حيث يباع فيها الصك بقيمته الإسمية دون زيادة أو نقصان.²⁴

3. آلية إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا

من أهم الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا صكوك المضاربة و المشاركة، البيع بالثمن الآجل و المرابحة، و تسعى هذه السوق لأن تكون صكوكها المستقبلية قائمة على المضاربة و المشاركة و الإجارة؛²⁵ و عموماً يمكن أن نصنف الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى:

- الصكوك الإسلامية القائمة على عقد البيع.
 - الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الشراكة.
 - الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الإجارة.
 - الصكوك الإسلامية المألزية القائمة على عقد البيع
1. آلية إصدار صكوك البيع بئمن آجل /المرابحة:

تعرف صكوك البيع بئمن آجل /المرابحة من الناحية التطبيقية في ماليزيا بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها مبني على أساس عقد البيع بالئمن الآجل أو المرابحة²⁶ و الاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالئمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فإن إصدار صكوك البيع بالئمن الآجل للاستثمارات طويلة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من خمسة سنوات فصاعداً، وأما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريباً (القصيرة الأجل) ومن سنة إلى خمسة سنوات تقريباً (المتوسطة الأجل)، ومدة الاستحقاق المذكورة أعلاه مجرد تقدير، لأن مسألة الأجل تتوقف على طبيعة المشروع.²⁷

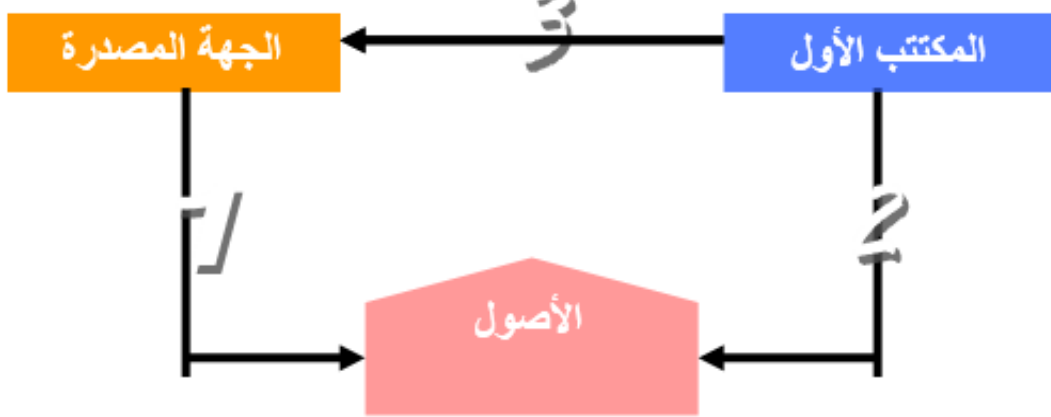
وتتمثل آلية إصدار هذه الصكوك في الخطوات التالية²⁸:

أولاً: تُعين الجهة المصدرة، الأصول التي ستحزرها من قبل جهة المكتب الأول؛

ثانياً: تشتري جهة المكتب الأول تلك الأصول بقيمة معينة ولتكن 100 مليون رينجيت ماليزي نقداً؛

ثالثاً: تبيعها ثانية إلى الجهة المصدرة (صاحب الأصول الأول) بئمن أعلى من الثمن الأول أفساطاً مؤجلة وليكن بقيمة 124 مليون رينجيت ماليزي مثلاً على أساس البيع بالئمن الآجل أو المرابحة.

الشكل رقم (2) آلية إصدار صكوك البيع بئمن آجل /المرابحة في ماليزيا



المصدر: عدنان بن الضيف محمد ، مرجع سابق، ص 14.

2. آلية إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا

صكوك الإستصناع حسب التجربة الماليزية هي "الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الإستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة" المستصنع " للجهة الممولة²⁹؛ ويتم إصدار هذه الصكوك في ماليزيا وفق الآلية التالية³⁰:

أولاً: إبرام عقد الإستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف مثلاً بناء مشروع (المصنوع)؛

ثانياً: إن الجهة المصدرة تبيع المصنوع إلى الجهة الممولة نقداً بئمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع؛

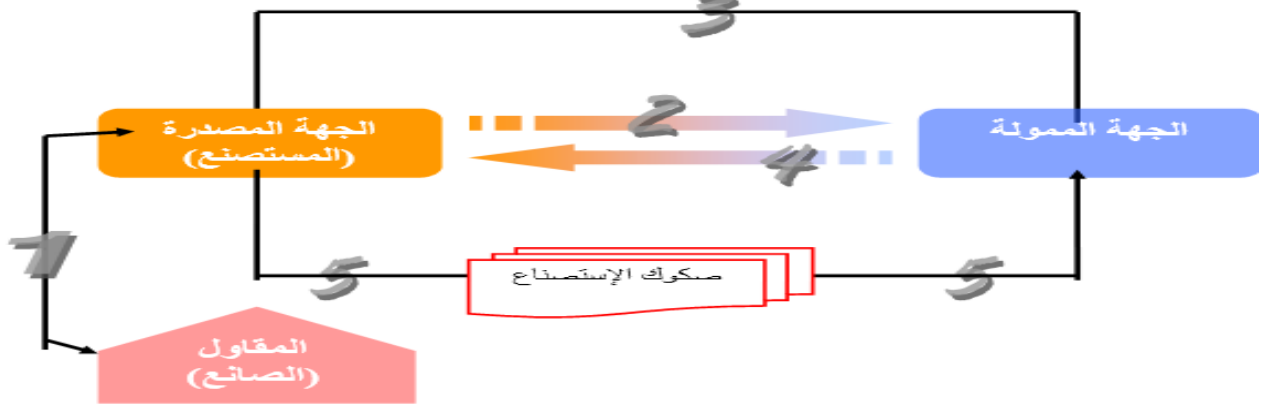
ثالثاً: إن الجهة الممولة تدفع ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلاً، وفي هذه الحالة، تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نقداً ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون المقاول تابعاً للجهة المصدرة؛

رابعاً: تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فوراً بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقاً لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المراجعة؛

خامساً: وإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الإستصناع وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

يمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (3) : آلية إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا



المصدر: عدنان بن الضيف محمد ، مرجع سابق، ص19.

➤ الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الشراكة

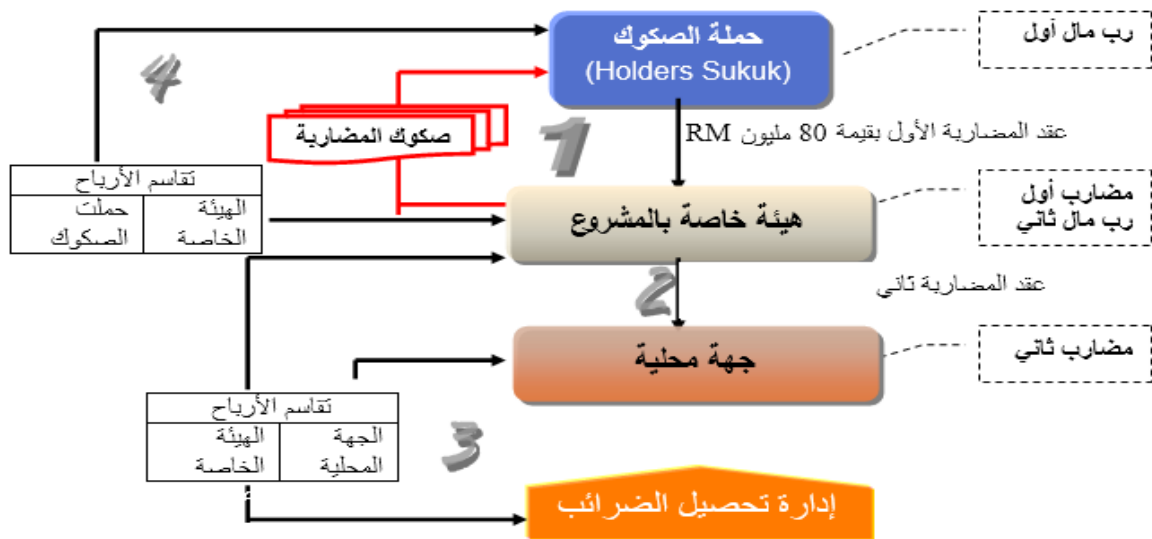
1. آلية إصدار صكوك المضاربة:

كان أول إصدار لصكوك المضاربة من طرف PG Municipal AsseteBhd بقيمة 80 مليون رينجيت ماليزي وذلك سنة 2005³¹؛ وتتم آلية إصدار هذه الصكوك كمايلي:

تقوم البلدية بإنشاء هيئة خاصة بالمشروع، وتقوم هذه الأخيرة بإصدار صكوك مضاربة بقيمة 80 مليون رينجيت ماليزي ويقوم حملت الصكوك بالتسديد نقداً حيث يُعتبرون هنا (رب المال الأول) وتكون الهيئة الخاصة (مضارب أول) والعقد بينهما مضاربة أولى، هذه الأخيرة تقوم بالمضاربة بهذا المال فتصبح (رب مال ثاني) مع جهة محلية المنفذة للمشروع وتكون في مقام (مضارب ثاني) والعقد هنا مضاربة ثانية؛

بعد انتهاء المشروع تقوم الجهة المحلية المنفذة للمشروع - المضارب الثاني - بتقسيم أرباح المشروع مع إدارة المشروع الهيئة الخاصة (المضارب الأول)، ثم تقوم هذه الأخيرة بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة صكوك المضاربة بحسب النسب المتفق عليها، وتتمثل آليتها وفق الشكل التالي³²:

الشكل رقم (4): آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا



Source: Ahmad Ibrahim, Previous reference , p33.

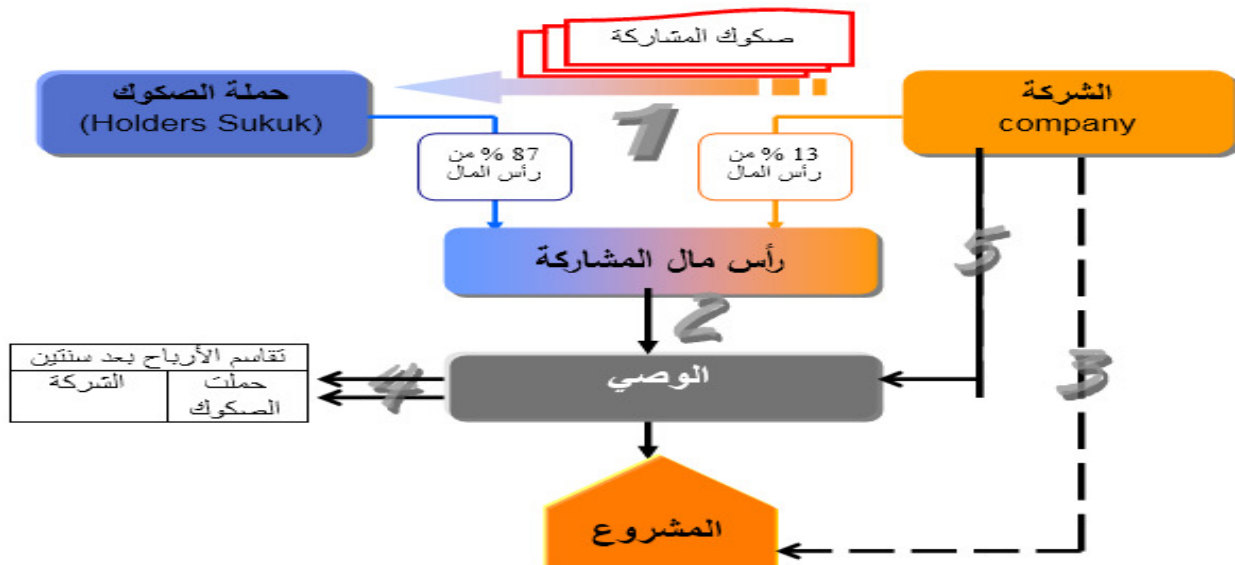
2. آلية إصدار صكوك المشاركة

يعود تاريخ أول إصدار لصكوك المشاركة في ماليزيا إلى سنة 2005³³؛ وتتم عملية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا، في السوق الأولي لسوق الصكوك الإسلامية، عبر مجموعة من المراحل، تستهل أولا بقيام شركة ما بإصدار صكوك المشاركة، عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص، ويتم شراؤها من قبل المستثمرين بتسديد القيمة المكتتب بها والمقدرة بـ 87% مثلا من قيمة المشروع، وتقوم الشركة المصدرة بدفع 13% الباقية من قيمة المشروع، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة، ويدفع هذا الأخير إلى الوصي، المكلف بإدارة المشروع، مع مساعدة الشركة للوصي في ذلك.

بعد تحقيق المشروع للأرباح، ويقوم الوصي بتقسيم الأرباح بين الشركة والمستثمرين (حملة الصكوك) كل حسب نسبة مساهمته، وبعد نهاية مدة أو إنجاز المشروع، يتم نقل ملكية الصكوك من المشاركين إلى الشركة، وذلك باسترجاع صكوك المشاركة مقابل دفع قيمتها السوقية للمشاركين.

ويمكن تجسيد آلية إصدار صكوك المشاركة في الشكل التالي:³⁴

الشكل رقم (5): آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا



Source: Ahmad Ibrahim applied, Previous reference, p30.

3. آلية إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار:

الوكالة عقد بمقتضاها يخول طرف لآخر للتصرف نيابة عنه وبناء على أحكام وشروط متفق عليها؛ وقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية صكوك الوكالة بالاستثمار على أنها "شهادات متساوية القيمة والتي تثبت الملكية الموحدة لحاملي الشهادة في الأصول الاستثمارية، وفقا لاستثماراتهم من خلال وكيل الاستثمار"³⁵؛ و يتم إصدار هذه الصكوك من خلال المراحل التالية:

أولاً: يتم إجراء عقد الوكالة بين المستثمر (حامل الصك) والمصدر (الوكيل)؛

ثانياً: يتم إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار من الوكيل إلى الموكل حامل الصك؛

ثالثاً: دفع عائدات الصك من الموكل إلى الوكيل؛

رابعاً: يبدأ نشاط الاستثمار من طرف المصدر لصالح المستثمر؛

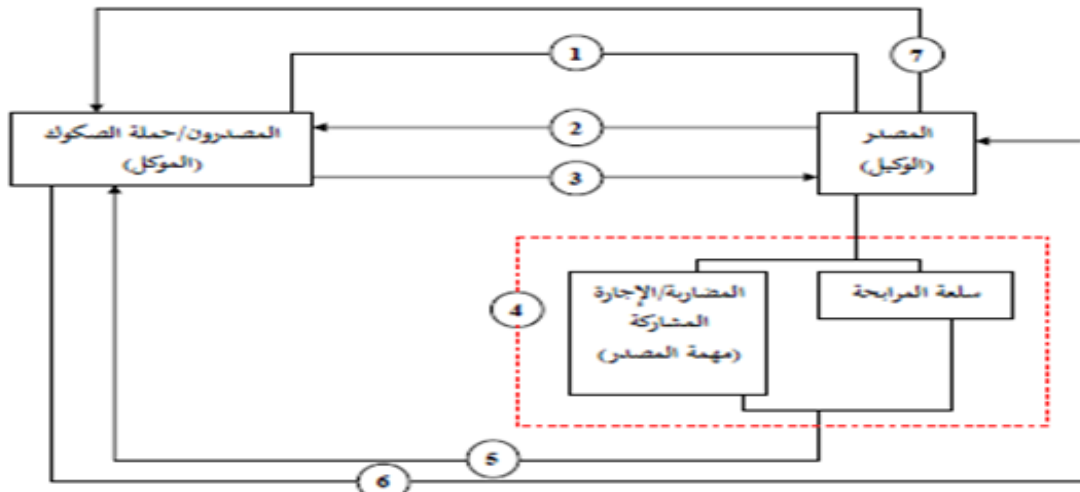
خامساً: دفع الأرباح إلى المستثمرين؛

سادساً: عند تاريخ الاستحقاق يتم شراء المشروع من طرف المصدر؛

سابعاً: يتعهد المصدر (الوكيل) برد العائدات بشكل مضمون إلى المستثمرين (الصك الرئيسي).

وتتمثل آلية إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا أساسا في الشكل التالي:

الشكل رقم 6) آلية إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا



Source: MdNurdin, Ngadimon, 12-13 NOVEMBER 2013, "How sukuk works : Introduction, structuring and its evaluation", INTERNATIONAL CONFERENCE ON SUKUK AND ISLAMIC FINANCING INSTRUMENT, YARMOUK UNIVERSITY,IRBID,JORDAN, NO PAGE.

➤ الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الإجارة

1. آلية إصدار صكوك الإجارة

تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية بصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك العين المؤجرة، 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 لحملت الصكوك.³⁶

وتعتبر صكوك الإجارة الدولية أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا ، ففي 3 جويلية 2002م، كانت الحكومة الماليزية قد أصدرت صكوك الإجارة (الصكوك الدولية الماليزية)(Malaysian Global Sukuk) المتداولة في البورصة لابوان المالية العالمية (Labuan International Financial Exchange –LFX) بعملة أجنبية (بقيمة 600 مليون دولار أمريكي) لمدة استحقاق خمس سنوات أي إلى غاية 2007 م.³⁷

1.1 آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا:

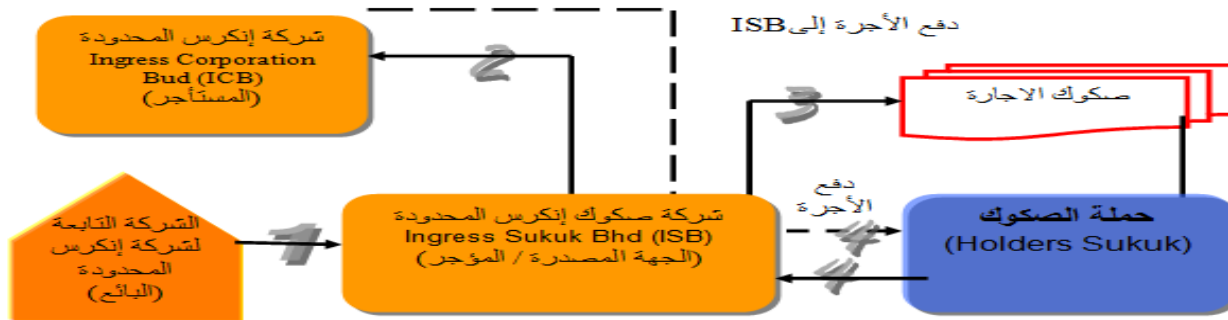
إن أول إصدار محلي لصكوك الإجارة في ماليزيا كان في جويلية 2004 أصدرت من طرف الشركة إنكرس المحدودة (Ingress Corporation Bhd) وذلك بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي؛ وتتمثل آليتها في مايلي³⁸:

تتبع الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة (البائع) أصولها إلى شركة صكوك إنكرس المحدودة Ingress SukukBhd (الجهة المصدرة) بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي؛ وتقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة إنكرس المحدودة (ICB) Ingress Corporation Bhd لمدة معينة، بدفع أجرة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجرة؛

ولتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة، لا بد أن تصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لاستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة؛ ويدفع المستثمرون (حملت الصكوك) القيمة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بثمن الحال للحصول على الصكوك، وفي تاريخ الاستحقاق، ستقوم شركة صكوك إنكرس المحدودة (ISB) (الجهة المصدرة) بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة إنكرس المحدودة (ICB) بثمن أصلي (قيمة اسمية في إصدار الصكوك مثلا)، وحصيلة بيع الأصول ستستخدم لاستيفاء القيمة الاسمية للصكوك التي بحوزة المستثمرين.

ويمكن تمثيل آلية إصدار صكوك الإجارة (المحلية) في ماليزيا وفق الشكل التالي:

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



المصدر: عدنان بن الصيف محمد ، نفس المرجع السابق، ص.23

2.1 خطوات إصدار صكوك الإجارة الدولية:

يتم إصدارها وفق الخطوات التالية³⁹:

أولاً: بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع أراضي ب 600 مليون دولار من طرف اللجنة الفدرالية للأراضي Federal lands commission؛

ثانياً: عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية؛

ثالثاً: إصدار الصكوك؛

رابعاً: دفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك؛

خامساً: تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع؛

سادساً: دفع قسط التأجير من طرف الحكومة الماليزية إلى الهيئة؛

سابعاً: تقديم أقساط دورية لحملة الصكوك؛

ثامناً: بيع الأصل عند التصفية النهائية؛

تاسعاً: تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية؛

عاشراً: تسديد قيمة البيع لحملة الصكوك وانتهاء العملية.

ويمكن تمثيل هذه الخطوات وفق الشكل التالي:

هوامش ومراجع الدراسة:

1 [Data-albankaldawli.org/],[visited in: 25-4-2016].

2 أنظر كل من:

جلال الدماغ زياد ، "الصكوك الإسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص ص245-247.
حاجي كريمة، 2016، "دور مؤسسات الزكاة في تحقيق الأمن الاقتصادي عرض التجربة الماليزية مؤسسة الزكاة بولاية سيلان
نجر MAIS نموذجاً"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الخامس حول أداء المنظمات والحكومات والأمن الاقتصادي، 1-3/2، جامعة بشار،
الجزائر، صص5 – 6.

3 المهندس يونس، 2010، "التجربة الماليزية.. نموذج للمصرفية الإسلامية"، مقالة منشورة على الرابط: [www.startimes.com/], تاريخ
الإطلاع[2016/03/21]، ص 1.

4 بن ربيعان عبد الله خالد، 13 سبتمبر 2013، "ماليزيا و30 عاما من الصيرفة الإسلامية"، مقالة منشورة على صحيفة الحياة، متاحة على
الرابط: [www.rubbian.com/], تاريخ الإطلاع: [2016/03/21]، ص 1.

5 محمد هلال الحنيطي هناء، 2015، "دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة)"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 42
العدد 2، ص 555.

6 العرابي مصطفى، حمو سعدية، 2017، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل الإقتصاد – ماليزيا أنموذجاً"، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة
طاهري محمد ، بشار، الجزائر، العدد8، ص69.

7 أنظر كل من:

عبيد محمد سامي، هادي جعاز عدنان، 2015، "الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزيا"، مجلة العلوم
الاقتصادية، العدد 38، المجلد 10، آذار، ص 111.

جلال الدماغ زياد ، 2012، " الصكوك الإسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية"، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ص 71.

8 أنظر: يونس الموسوي حيدر، 2011، "المصارف الإسلامية، أداؤها المالي و أثارها في سوق الأوراق المالية"، الطبعة 1، الأردن، عمان، دار
اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، ص 125.

9 سمر نوال، بشوندة رفيق، 2015، "دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية – الصكوك الإسلامية نموذجاً"، بحث مقدم إلى
المؤتمر الدولي الثامن للمالية والمصرفية الإسلامية، 28 – 30 /7، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، ص13.

10 بو عبد الله علي، يناير 2016، "أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، ص2.

11 بن الضيف محمد عدنان و سلطاني محمد رشدي، 2011، "أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي، دراسة في ضوابطها وأسسها
للفترة (2001 – 2010)" ، الملتقى الوطني التاسع حول أداة سعر الفائدة، و أثرها على الأزمات الاقتصادية، يومي9- 10 ماي، جامعة 20

أوت 1955 سكيكدة، ص3.

12 سمر نوال و بشوندة رفيق ، مرجع سبق ذكره، ص15.

13 انظر كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص ص 119 — 124

14 بن الضيف محمد عدنان، سلطاني محمد رشدي، مرجع سابق ذكره، ص ص، 12 — 14 .

15 انظر المرجع السابق.

16 أنظر المرجع السابق.

17 مولاي أسماء ، 2013 — 2014، "دور الأوراق المالية الإسلامية في تجنب الوقوع في الأزمات المالية في الأسواق المالية بورصة ماليزيا
نموذجاً"، مذكرة ماستر، تخصص مالية وبنوك، جامعة بشار، ص68.

*مطار سنائي: مطار داخلي بماليزيا يقع على بعد 30 كلم شمال مدينة جهور بارو عاصمة ولاية جهور.

18 جريدة الرياض، 2015، توقعات بانخفاض حاد في اصدار الصكوك الإسلامية بعد توقف بنك ماليزيا، 8 يوليو ، العدد 17180، ص1، متاحة
على الرابط : [http://www.alriyadh.com/1063362]، [تاريخ الإطلاع: 2016/05/10]، ص1.

- 19 العرابي مصطفى، حمو سعدية، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل الإقتصاد – ماليزيا أنموذجاً"، مرجع سبق ذكره، ص76.
20 كتاف شافية، 2013 – 2014، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية"، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، ص 241.
21 زعتري الشيخ علاء الدين، 2010، "الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، بعنوان الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية ممارسات دولية، يومي 18 – 19/ 7، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، ص ص37 – 38 .
22 السبهاني عبد الجبار، "التصكيك والصكوك الإسلامية"، مقالة منشورة على الرابط:
[www.al-sabhany.com/index.php]، تاريخ الاطلاع: [2016/02/17].
23 أنظر نفس المرجع السابق.
24 زعتري الشيخ علاء الدين ، مرجع سبق ذكره، ص ص37 – 38 .
25 عدنان بن الضيف محمد، "أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي"، دراسة في ضوابطها و أسسها للفترة 2001 – 2010 ، مرجع سابق، ص 14.
26 أنظر: جعفر سحاسورياني صفر الدين، 2006 – 2007، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، جزء من رسالة ماجستير، جامعة اليرموك ص1.
27 نفس المرجع السابق.
28 محمد عدنان بن الضيف، نفس المرجع السابق.
29 سمور نبيل خليل طه، 2007، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، غزة، الجامعة الإسلامية، ص157.
30 عدنان بن الضيف محمد، مرجع سابق، ص 18.
31 أنظر: فيجل عبد الحميد، 2014 – 2015، " تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، التجربة الماليزية نموذجا"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصات، بكرة، جامعة محمد خيضر ، ص 210.
32 أنظر كل من:
مولاي أسماء، مرجع سابق، ص85.

Ahmad Ibrahim applied, " shari'ah in financial transactions pred".cit, on line:

[http://rihb.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financial-transactio],[Visited in: 23/03/2016], p33.

33 فيجل عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره، ص213.

34 أنظر:

Ahmad Ibrahim, applied, Previous reference,p30.

مولاي أسماء، مرجع سابق، ص 82.

35 فيجل عبد الحميد ، مرجع سابق، ص216، ص217.

36 عدنان بن الضيف محمد، مرجع سابق، ص21.

37 نفس المرجع السابق.

38 عدنان بن الضيف محمد ، مرجع سابق، ص23.

39 فيجل عبد الحميد، مرجع سابق، ص 225.