



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة سعيدة - الدكتور مولاي الطاهر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مذكرة

مقدمة لنيل شهادة

ماستر

التخصص: مالية وتجارة دولية

الشعبة: علوم تجارية

من طرف الطالبة:

حبيس مختارية

عنوان المذكرة

دور آليتي التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في تفعيل سوق رأس المال
(دراسة حالة)

مناقشة المذكرة بتاريخ .../.../2024 أمام لجنة المناقشة المشكلة من:

الرقم	اللقب والإسم	الرتبة	المؤسسة	الصفة
01	بن حاسين بن اعمر	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سعيدة - د مولاي الطاهر	رئيسا
02	حجماي توفيق	أستاذ التعليم العالي	جامعة سعيدة - د مولاي الطاهر	مشرفا
03	خراز الأخضر	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سعيدة - د مولاي الطاهر	ممتحنا

الموسم الجامعي: 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

الحمد لله أقصى مبلغ الحمد والشكر لله من قبل ومن بعد.....

أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأستاذ توفيق حجاوي الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث المتواضع وقد كان لتوجيهه وإرشاده لي وآراءه القيمة والسديدة دور هام في إنجازه

الطالبة

إهداء

إلى وطني العزيز... الجزائر

إلى أُمي الغالية أطال الله في عمرها التي أفهمتني بعفويتها الصادقة أن العلم هو الحياة وأنارت أمام عيني شموع الأمل

إلى والدي وإخوتي حفظهم الله

إلى من يسرت مواقفه محمّتي وإعترافا مني بفضله علي إلى زوجي سعيد

إلى من قدمت لي من خلاصة علمها وأخلاقها الكثير صديقتي وأختي نرمان قواسم أدعو الله أن يجزيها عني خير الجزاء

إلى من يرقبون نجاحي وتقدي كل الحب

كل العطف والحنان

لأولادي: عصام، رانيا، دانية وفدوى ♥

الطالبة

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وتقدير
	إهداء
I	قائمة المحتويات
V	قائمة جداول
VI	قائمة الأشكال
	مقدمة عامة
أ	توطئة
ب	الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية
ب	فرضية الدراسة
ب	مبررات اختيار الموضوع
ب	أهداف الدراسة
ج	أهمية الدراسة
ج	حدود الدراسة
ج	منهج الدراسة والأدوات المستعملة
ج	نموذج الدراسة
د	صعوبات الدراسة
د	هيكل الدراسة
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسوق رأس المال والتوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي
1	تمهيد
2	I - سوق رأس المال
2	1- تعريف سوق رأس المال
3	2- نشأة سوق رأس المال
3	3- أنواع سوق رأس المال
3	1-3- السوق الحاضر
5	2-3- السوق الأجل

قائمة المحتويات

6	4- خصائص سوق رأس المال
7	5- وظائف سوق رأس المال
8	6- المنتجات المالية التقليدية في سوق رأس المال
8	6-1- أدوات الملكية(الأسهم)
12	6-2- أدوات الدين(السندات)
14	7- أهمية سوق رأس المال
15	8- كفاءة سوق رأس المال
15	8-1- تعريف كفاءة سوق رأس المال
16	8-2- أنواع كفاءة سوق رأس المال
17	8-3- دور كفاءة سوق رأس المال
17	8-4- مقومات كفاءة سوق رأس المال
18	9- مخاطر سوق رأس المال
19	II- التوريق المصرفي
19	1- تعريف التوريق المصرفي
19	1-1- لغة
19	1-2- اصطلاحا
21	2- نشأة التوريق المصرفي
22	3- أنواع التوريق المصرفي
23	4- خصائص التوريق المصرفي
24	5- متطلبات التوريق المصرفي
25	6- الأطراف الفاعلة في التوريق المصرفي
26	7- خطوات التوريق المصرفي
26	7-1- الخطوات السابقة للتوريق المصرفي
26	7-2- خطوات التوريق المصرفي
27	8- الأحكام والضوابط الشرعية لعملية التوريق
28	9- مخاطر التوريق المصرفي وكيفية إدارتها

قائمة المحتويات

28	1-9- مخاطر التوريق المصرفي
29	2-9- إدارة مخاطر التوريق المصرفي
31	10- أهمية التوريق المصرفي
33	III- التصكيك الإسلامي
33	1- تعريف التصكيك الإسلامي
33	1-1- لغة
33	2-1- اصطلاحا
35	2- نشأة الصكوك الإسلامية
36	3- أنواع الصكوك الإسلامية
38	4- خصائص التصكيك الإسلامي
39	5- متطلبات الصكوك الإسلامية
40	6- الأطراف الفاعلة في عملية التصكيك الإسلامي
42	7- خطوات التصكيك الإسلامي
43	8- الأحكام والضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية
44	9- مخاطر الصكوك الإسلامية وكيفية إدارتها
44	1-9- مخاطر الصكوك الإسلامية
46	2-9- إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
48	10- أهمية التصكيك الإسلامي
51	III- مقارنة بين أليات التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي
54	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دور التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في تفعيل سوق رأس المال الماليزي
56	تمهيد
57	1- الدراسات السابقة
61	2- دراسة سوق رأس المال الماليزي
62	1-2- لمحة حول سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
63	2-2- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي

قائمة المحتويات

65	2-3- الأصول المالية وصناديق التمويل الإسلامية ودورها في سوق رأس المال الماليزي
66	2-4- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
66	2-5- الإتجاه الدولي نحو التمويل الإسلامي
68	3- تحليل البيانات الخاصة بألتي التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال الماليزي
68	3-1- واقع الأوراق المالية والصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي
74	3-2- حجم إصدارات الأوراق المالية والسندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي
81	3-3- توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة للشريعة
84	3-4- الأصول المدارة للصناديق الإسلامية
88	3-5- النقاط البارزة لأداء سوق رأس المال الماليزي
90	خلاصة الفصل
	خاتمة عامة
	المراجع العربية
	المراجع الأجنبية
	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
76	نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية والسندات والصكوك من إجمالي رأس المال لسنة 2023	1
77	تطور التوريق التقليدي في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة الممتدة 2001-2013	2
79	نسبة الأوراق المالية الموافقة للشريعة وصكوك المراجعة من إجمالي سوق رأس المال الإسلامي 2023	3
80	نسبة سوق رأس المال الإسلامي من إجمالي لسوق رأس المال 2023	4
81	القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة وحجم الصكوك المستحقة والنسبة المئوية لسوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال 2022-2023	5
83	نسبة الأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المدرجة 2023	6
84	نسب الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المالية المدرجة والقيمة السوقية لسنتي 2023-2022	7
85	إجمالي إصدارات السندات والصكوك في سوق رأس المال الماليزي 2023	8
87	نسبة الصكوك والسندات من إجمالي سوق رأس المال 2023	9
88	صكوك المراجعة وحقوق الملكية الموافقة للشريعة من حجم سوق رأس المال الإسلامي من 2016 إلى 2023	10
90	توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية على السوق الرئيسي وسوق Leap وسوق ACE 2023	11
92	توزيع الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب القطاعات 2023	12
93	قيمة الأصول المدارة للصناديق الإسلامية من إجمالي صناعة إدارة الأموال 2022-2023	13
94	مساهمة IFMCs مع النوافذ الإسلامية في إجمالي إدارة الصناديق الإسلامية 2023	14
96	حجم الأصول المدارة والقيمة السوقية لصناديق التمويل الإسلامية المدرجة وغير المدرجة لسنتي 2022-2023	15
97	القيمة السوقية للأسهم والسندات والصكوك المستحقة من إجمالي حجم سوق رأس المال خلال الفترة الممتدة من 2018 إلى 2023	16

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1	نموذج الدراسة	د
2	نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية والسندات والصكوك من إجمالي رأس المال لسنة 2023	76
3	تطور التوريق التقليدي في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة الممتدة 2001-2013	78
4	نسبة الأوراق المالية الموافقة للشريعة وصكوك المراجعة من إجمالي سوق رأس المال الإسلامي 2023	79
5	نسبة سوق رأس المال الإسلامي من إجمالي لسوق رأس المال 2023	80
6	القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة وحجم الصكوك المستحقة والنسبة المئوية لسوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال 2022-2023	82
7	نسبة الأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المدرجة 2023	83
8	نسب الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المالية المدرجة والقيمة السوقية لسنتي 2023-2022	84
9	إجمالي إصدارات السندات والصكوك في سوق رأس المال الماليزي 2023	86
10	نسبة الصكوك والسندات من إجمالي سوق رأس المال 2023	87
11	صكوك المراجعة وحقوق الملكية الموافقة للشريعة من حجم سوق رأس المال الإسلامي من 2016 إلى 2023	89
12	توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية على السوق الرئيسي وسوق Leap وسوق 2023 ACE	90
13	نسبة الأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المدرجة مع توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية على السوق الرئيسي وسوق Leap وسوق 2023 ACE	91
14	توزيع الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب القطاعات 2023	92
15	قيمة الأصول المدارة للصناديق الإسلامية من إجمالي صناعة إدارة الأموال 2022-2023	93
16	مساهمة IFMCs مع النوافذ الإسلامية في إجمالي إدارة الصناديق الإسلامية 2023	95
17	حجم الأصول المدارة والقيمة السوقية لصناديق التمويل الإسلامية المدرجة وغير المدرجة لسنتي 2022-2023	96
18	القيمة السوقية للأسهم والسندات والصكوك المستحقة من إجمالي حجم سوق رأس المال خلال الفترة الممتدة من 2018 إلى 2023	98

مقدمة عامة

مقدمة عامة

توطئة

تسعى أغلب المؤسسات المالية والمصرفية إلى توفير مناخ مناسب للإستثمار، إلا أن هذا السعي يتخلله عدة عوائق و مخاطر، ويعتبر التمويل من أهم هذه العوائق حيث تعد البنوك طرفا فيه والتي بدورها ترغب في التخلص من القروض عن طريق تحويل محفظة من الأصول إلى أوراق مالية، أو ما يعرف بالتوريق المصرفي الذي تطور وانتشر بشكل كبير بتطور نشاط الأسواق المالية، إذ يقوم على مبدأ بيع الديون، أو تحويل الأصول غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية. لكن الممارسة العملية للتوريق التقليدي، بينت أنه يكتنف على العديد من المخالفات الشرعية، الأمر الذي سبب نفور لبعض المستثمرين ، لذا وجب ضبط عملياته للإستفادة من ميزاته وإيجاد بديل له في الاقتصاد الإسلامي، وهو ما جعل الإهتمام يتوجه في الأونة الأخيرة إلى الهندسة المالية الإسلامية، ومحاوله إبتكار أدوات مالية جديدة تلبي رغبات كل الأطراف، وهذا ما اعتبرته المصارف التقليدية منتجا جديدا اعتمدته بهدف جذب الودائع والمستثمرين المسلمين، خاصة بعد الأزمات المالية التي أثبتت أن تقنية التوريق المصرفي التقليدي غير قادرة على تصدي الأزمات على الرغم من اعتبارها من أهم تقنيات الهندسة المالية، التي ازدهرت منذ فترة السبعينات إذ وفرت للبنوك ومختلف المؤسسات المالية إمكانية جديدة لتوفير السيولة بتكاليف قليلة، بالإضافة إلى تمكينها من تحويل جزء من المخاطر التي تتحملها إلى أطراف أخرى، كما مكنت ذات التقنية أسواق رأس المال من توسيع نشاطها وزيادة أنواع الأدوات المالية الإستثمارية المعروضة فيها، لكن مع حدوث الأزمة المالية العالمية 2008 أكدت وجود قصور في الأداة بل تعد السبب الرئيسي لحدوث هذه الأزمة.

كلها عوامل أدت إلى تسليط الضوء على المالية الإسلامية والتوجه إلى الصيرفة التي لا تتعامل بالفائدة. فكان لزاما إنشاء بنية تحتية تحقق التكامل والانسجام بين مؤسساتها وهيئاتها، وتشارك في أهدافها من دعم وتطوير لصناعة الخدمات المالية الإسلامية تسعى بذلك لتحقيق إقتصاد حقيقي متطور، حيث تم إنشاء سوق مالية يتم فيها تداول الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، كأداة فاعلة في تطوير سوق رأس المال الأولية والثانوية، إصدارا وتداولا بعدما أثبتت المصارف الإسلامية قدرتها على جذب رؤوس الأموال من أكبر عدد ممكن من المستثمرين والمدخرين والراغبين في التعامل وفقا للشريعة الإسلامية، فكان التحدي الأساسي لهذه المؤسسات هو كيفية إجراء مختلف عمليات الوساطة المالية من حشد للمدخرات وتوظيفها دون اللجوء إلى سعر الفائدة لذلك بدأت حركة دؤوبة وواسعة من الاجتهاد المالي لابتكار وتطوير أدوات استثمارية جديدة في أسواق الأوراق المالية، تخدم أهداف هذه المؤسسات وتستجيب لاحتياجات العملاء المتزايدة من المنتجات والخدمات المصرفية الملائمة، ومع تزايد إصدارات هذه الأدوات الاستثمارية برزت الصكوك الإسلامية واستطاعت أن تجد لها مكانة في أسواق المال ورغم حداثة الأدوات المالية الإسلامية المستعملة من صكوك وغيرها إلا أنها ساهمت في تزويد السوق المالية بمنتجات جديدة مبتكرة تتوافق مع مبادئ الشريعة، من خلال رواجها في سوق الأوراق المالية والصدى الكبير الذي لاقته إذ أصبحت متاحة للجميع في مختلف دول العالم، ليس الإسلامي فقط، مما دفع بالأطراف الفاعلة إلى معالجة التحديات العملية والشرعية لإصدار هذه الصكوك، وفق صيغ عقود تمويلية إسلامية طويلة وقصيرة الأجل ومواجهة تحديات تفعيل وتعزيز سوق رأس المال خاصة فيما يتعلق بسيولة هذه الصكوك ومخاطرها وضمائنها

مقدمة عامة

الإشكالية:

وعليه فإن هذه الدراسة تهدف إلى الإجابة على السؤال الجوهرى الموالى:

كيف يمكن لأليتي التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامى أن تساهما في تفعيل سوق رأس المال؟

من أجل التعرف على مختلف جوانب الموضوع تم تقسيم هذه الإشكالية إلى أسئلة فرعية متمثلة في:

- ماهي قواعد التوريق المصرفي والتصكيك المالى؟
- ماهي المكانة التي تحتلها آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامى في أسواق رأس المال؟
- كيف يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية تعزيز نشاط سوق رأس المال؟
- هل للصكوك الإسلامية تأثير في سوق رأس المال؟

فرضية الدراسة:

من أجل الإجابة على الإشكالية السابقة تم إقتراح الفرضية التالية:

✓ تلعب أليتي التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامى دورا إيجابيا في سوق رأس المال.

مببرات اختيار موضوع البحث:

من بين الدوافع لاختيار هذا الموضوع نجد:

- تعتبر المالية الإسلامية بمختلف متغيراتها من بين المواضيع الحديثة الهامة المطروحة حاليا في الساحة المالية والاقتصادية.
- المساهمة في إثراء المكتبة الاقتصادية بمواضيع ذات صلة بالاقتصاد الإسلامى.
- موضوع نوعا ما جديد ويمكن أن تستفيد منه البنوك الجزائرية لتغيير إستراتيجيتها المالية التسويقية لجذب العميل المتمسك ماليا بالشرعية الإسلامية.

أهداف الدراسة:

تبرز أهداف هذه الدراسة من خلال ما يلي:

- تسليط الضوء على أساسيات عملية التصكيك الإسلامى والتوريق المصرفى.
- دراسة دور كل من الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفى في سوق رأس المال ومحاولة معرفة مواطن القوة والضعف لكلتا الأداةين في ماليزيا.
- التوصل إلى نتائج واقترحات من التجربة الماليزية يمكن أن تستفيد منها الدول العربية وبالأخص الجزائر.

مقدمة عامة

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية بحثنا في موضوع الصكوك الإسلامية كونها تشهد نمو متسارع في أسواق رأس المال الناشئة والمتقدمة وتتلخص هذه

الأهمية فيما يلي:

- ✓ أهمية آلية التوريق المصرفي لدى البنوك التقليدية وعدم الإستغناء عنها رغم ما سببته من أزمات.
- ✓ الإهتمام المتزايد بالصكوك الإسلامية من قبل الدول المتقدمة.
- ✓ تنبأ خبراء الإقتصاد بمستقبل كبير للتعامل بالصكوك الإسلامية.
- ✓ أهمية الإستخدام الصحيح لألية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي وكيف يؤثر هذا الإستخدام إيجابا في سوق رأس المال.

حدود الدراسة:

بالنسبة للحدود الزمنية لموضوع البحث فقد حددت ما بين 2016-2023 لتوفر البيانات والإحصائيات الخاصة بموضوع بحثنا

مثل تقارير لجنة الأوراق المالية الماليزية التي تم وصفها وتحليلها في الجانب التطبيقي.

أما الحدود المكانية فقد تم اختيار سوق رأس المال الماليزي كونه سوق مزدوج يتم التعامل فيه بكلتا الآليتين سواء التوريق المصرفي أو التصكيك الإسلامي.

منهج الدراسة والأدوات المستعملة:

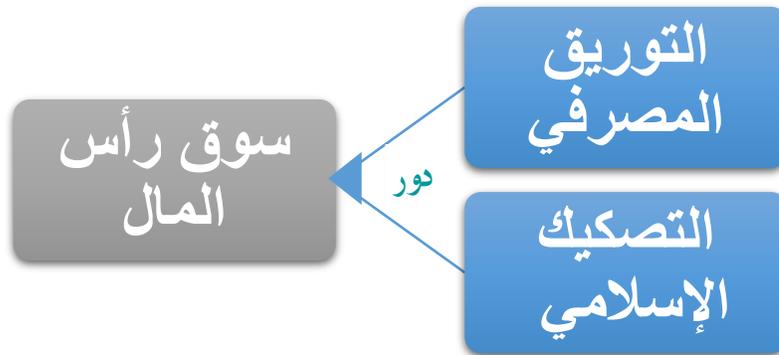
يعتبر المنهج التحليلي الوصفي أحسن وسيلة لتفسير بعض الإحصائيات في سوق رأس المال الماليزي ومعرفة مدى مساهمة كل

من آليتي التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي في تفعيل وتنشيط هذا السوق والوصول إلى نتائج بإمكانها أن تفيد باقي الدول التي تسعى للدفع من وتيرة التنمية الاقتصادية.

نموذج الدراسة:

يمكن تحديد نموذج الدراسة كالآتي:

الرسم البياني رقم (1): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة

مقدمة عامة

صعوبات الدراسة:

- يمكن أن تواجه البحوث العلمية حول دور التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في تفعيل سوق رأس المال العديد من التحديات والصعوبات، من بينها:
- ندرة المصادر البحثية قد تكون المصادر المتاحة حول هذا الموضوع محدودة، خاصة إذا كانت الدراسات أو التقارير السابقة قليلة أو غير متوفرة وصعوبة الحصول على الإحصائيات في السوق المالي الماليزي.
 - تعقيدات الفهم النظري يتطلب فهم التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي فهماً عميقاً للمبادئ الإسلامية والمفاهيم المالية والاقتصادية المتعلقة بهذه الأساليب، وهذا قد يكون صعباً للباحثين الذين ليسوا متخصصين في الشأن الإسلامي.
 - قد يكون من الصعب العثور على البيانات الملائمة والموثوقة لدراسة تأثير التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي على سوق رأس المال وتوفرها باللغة الأجنبية فقط.
 - صعوبة المعلومات عن البيئة القانونية والتنظيمية التي تحكم سوق رأس المال، يستوجب التفكير الإبداعي واستخدام الأدوات والمنهجيات المناسبة لتحليل البيانات وتطبيق النتائج على سوق رأس المال بشكل فعال.

هيكل الدراسة:

للاوصول إلى أهداف البحث واختبار الفرضيات المقترحة للإجابة عن الإشكالية تم تقسيم البحث إلى فصلين:

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لسوق رأس المال والتوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي.

تم التطرق إلى سوق رأس المال والأدوات المالية المتداولة فيه مع تبيان كفاءة الأسواق المالية، ومؤشرات السوق وأهداف استخدامها، بصفة عامة تم تناول مختلف الجوانب النظرية المتعلقة لسوق رأس المال، التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي من نشأة وتعريف ومختلف العناصر المهمة مثل الخصائص والأهمية لكلتا الأليتين، وصولاً لخطوات كلتا العمليتين ومخاطرها.

الفصل الثاني: دور التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في تفعيل سوق رأس المال

تم تسليط الضوء على سوق رأس المال الماليزي ونشأته، وتوضيح مختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي، كما تم دراسة واقع التوريق المصرفي للصبكوك الإسلامية عن طريق تحليل بيانات وإحصائيات هذا السوق وأهم خصائصه والتركيز فيه على أهم إصدارات مختلف الأوراق المالية فيه وآفاق ومستقبل سوق رأس المال الماليزي، ثم الوصول إلى النتائج وتأكيد الفرضية.

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للتوريق المصرفي
والتصكيك الإسلامي وسوق رأس

المال

الفصل الأول

تمهيد:

منذ نشأتها في القرون الوسطى كوسيلة لتمويل الحروب والتجارة، شهدت أسواق رأس المال تطوراً ملحوظاً يعكس التغيرات الاقتصادية والاجتماعية عبر العصور. فقد برزت هذه الأسواق كمركز لتداول الأوراق المالية والأصول المالية المختلفة، وأصبحت حجر الزاوية في دعم النمو الاقتصادي وتمويل المشاريع الكبرى. ومع تقدم العصور وتطور التكنولوجيا المالية، شهدت الهندسة المالية سلسلة من الابتكارات الهامة التي أسهمت في تنشيط أسواق رأس المال وتعزيز دورها في الاقتصاد العالمي. تنوعت هذه الابتكارات بين إدخال العقود الآجلة والخيارات، وتطوير أساليب الاستثمار الجماعي، وابتكار أدوات التحوط والمشتقات المالية، وتوسيع نطاق التمويل الأصغر الذي يشمل القروض الصغيرة ورأس المال الاستثماري. إن هذه الابتكارات لعبت دوراً حيوياً في تعزيز السيولة والشفافية في أسواق رأس المال، وزيادة الاستثمارات والتنوع في الخيارات المالية المتاحة، مما أدى إلى تعزيز النمو الاقتصادي ودعم الاستقرار المالي على المدى الطويل، سوق رأس المال هو المكان الذي يلتقي فيه المشترون والبائعون لتبادل هذه أصول مالية. يُعتبر سوق رأس المال من أهم أسواق المال في العالم، حيث يساهم في توفير التمويل للشركات والحكومات ودعم النمو الاقتصادي. وهو مركز حيوي لتوفير فرص الاستثمار وتحقيق العوائد المالية للمستثمرين. كما يعتبر مؤشراً هاماً لصحة الاقتصاد، حيث يمكن لحركة الأسهم والأسواق المالية بشكل عام أن تعكس توجهات الاقتصاد ومستوى الثقة فيه.

الفصل الأول

I - سوق رأس المال:

تمثل سوق رأس المال عماداً أساسياً في النظام المالي لأي اقتصاد، حيث تنشأ فيه الفرص الاستثمارية وتتلور التحولات الاقتصادية. ويعتبر هذا السوق محورياً لتدفق رؤوس الأموال وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة، مما يسهم في تمويل الشركات وتطويرها، بالتالي يعزز النمو الاقتصادي ويخلق فرص عمل جديدة.

1- تعريف سوق رأس المال:

هي السوق التي يتم فيها تبادل الأصول والالتزامات المالية طويلة الأجل، وتشمل مثل هذه الأصول الأسهم والسندات والقروض المباشرة، يستخدم سوق رأس المال عادة من قبل الحكومات والشركات والمؤسسات التجارية لتجميع الأموال للأغراض طويلة الأجل، وتتميز بكونها وسيلة للتمويل طويل الأجل، ويعود ذلك إلى أن كلفة التمويل في هذه الأسواق غالباً ما تكون منخفضة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى مثل البنوك التجارية، وهذا يعني أن الشركات والحكومات يمكنها الحصول على التمويل الضروري لمشاريعها بتكلفة منخفضة من خلال إصدار الأسهم أو السندات على سوق رأس المال، بالإضافة إلى ذلك، يوفر سوق رأس المال بيئة لتبادل الأصول والالتزامات المالية بطريقة مرنة وفعالة، حيث يمكن للمستثمرين شراء وبيع الأصول بسهولة وسرعة وفقاً لاحتياجاتهم وتوقعاتهم. (رحمة، 2014، ص 16)

تعتمد تعريفات سوق رأس المال على عدة مفاهيم متشابهة أهمها (عثماني، 2016، ص 73):

1. المكان الذي تلتقي قوى العرض والطلب لتداول رؤوس الأموال مثل الأوراق المالية والقروض، حيث يتم التعامل بناءً على الثروة المتفق عليها بين الأطراف وتوزيع العائدات بناءً على ذلك.
 2. كما توصف سوق رأس المال أنها "المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها المنظمات الاقتصادية، مثل الأسهم والسندات".
 3. يمكن القول أيضاً إنها "السوق التي يتم فيها التعامل بالمساهمات والقروض طويلة الأجل، حيث تلجأ المؤسسات لجمع تلك الأموال من خلال طرح أسهم للاكتتاب أو إصدار السندات، ويتم استخدام هذه الأموال لتمويل مشاريعها واحتياجاتها الاستثمارية".
- بالتالي تعتبر أسواق رأس المال المحور الأساسي لعمليات الاستثمار في الأسواق المالية، حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات مالية تتمتع بعوائد مستقرة، ويعكس أداء هذه الأسواق مستوى النشاط الاقتصادي، وبهذا تلعب سوق رأس المال دوراً حيوياً في زيادة رأس المال عبر طرح الأوراق المالية للجمهور والمستثمرين الآخرين، مما يسهم في تمويل الصناعة وتحقيق النمو الاقتصادي.

كذلك تُعرف أسواق رأس المال (Capital Markets) على أنها الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية ذات المدى المتوسط والطويل، حيث تتجاوز مدة استحقاقها السنة، وتشمل هذه الأسواق أدوات الملكية مثل الأسهم بأشكالها المختلفة، وأدوات الدين مثل السندات، والقروض المصرفية طويلة الأجل، وبالتالي، تستهدف هذه الأسواق تمويل رأس المال الثابت للوحدات الاقتصادية. (قندوز، 2021، ص 16).

كما تعتبر من المؤسسات الرئيسية في النظام المالي الحديث، إذ أنه بالإضافة إلى ما سبق فإنه يعكس مستوى ازدهار أو الركود في الاقتصاد، فعلى سبيل المثال، ارتفاع الأسعار في سوق رأس المال وزيادة حجم التداول قد يعكس الثقة العالية في الاقتصاد والتوقعات الإيجابية للمستقبل، في حين يمكن أن تشير انخفاضات في الأسعار إلى عدم الاستقرار أو القلق بشأن الوضع الاقتصادي.

الفصل الأول

2- نشأة سوق رأس المال:

تطورت أسواق رأس المال من أشكال بسيطة في العصور القديمة إلى نظم معقدة ومنظمة في العصر الحديث. نشأت أسواق الأوراق المالية في أوروبا، خصوصاً في هولندا وإنجلترا، حيث تأسست أول بورصة في أمستردام عام 1602، عندما أصدرت شركة الهند الشرقية الهولندية أول سهم يمكن تداوله علناً. تبعها بورصات أخرى في أوروبا مثل بورصة لندن. خلال القرنين الثامن عشر والتاسع عشر، ازدهرت أسواق رأس المال بفضل الثورة الصناعية والنمو الاقتصادي السريع، مع تأسيس بورصات رئيسية في مدن مثل نيويورك، حيث تأسست بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE) عام 1792. شهد القرن العشرون توسعاً هائلاً في أسواق رأس المال مع زيادة عدد الشركات المتداولة وتعقد الأدوات المالية، وظهرت بورصات جديدة حول العالم بعد الحرب العالمية الثانية، مع تطوير أسواق السندات والديون. في القرن الحادي والعشرين، حدثت تطورات تكنولوجية كبيرة، مثل إدخال التداول الإلكتروني، مما زاد من سرعة وكفاءة الأسواق. كما ظهرت أسواق رأس المال الناشئة في الدول النامية، وزادت العولمة من ترابط الأسواق المالية العالمية.

3- أنواع سوق رأس المال:

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأسواق أجلية وهي ما سنتطرق إليه فيما يلي (قندوز، 2021، ص 18، 16):

3-1- السوق الحاضر: الأسواق الحاضرة (Spot Markets) هي الأسواق التي يتم فيها تنفيذ الصفقات للبيع والشراء على الفور، حيث يتم تسليم الورقة المالية وتسلم الثمن في لحظة إتمام الصفقة. تنقسم هذه الأسواق إلى قسمين:

3-1-1- الأسواق الأولية:

الأسواق الأولية هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لأول مرة، سواءً لتمويل مشروعات جديدة أو لتوسيع مشروعات موجودة تحتاج إلى زيادة رأس المال. تُمكن هذه الأسواق الوحدات الاقتصادية، خاصة المشاريع الاستثمارية، من تلبية احتياجاتها التمويلية من خلال إصدار عدد من الأوراق المالية وعرضها للجمهور للاكتتاب فيها. تعتبر هذه الأسواق بديلاً مكماً للتمويل المصرفي، حيث يكون التمويل المباشر من خلال السوق المالي أكثر مرونة وتنوعاً بالمقارنة مع التمويل المصرفي، الذي قد يكون محدوداً ويتطلب شروطاً صارمة مثل الضمانات العينية أو الشخصية.

3-1-2- الأسواق الثانوية:

تتم في أسواق التداول (الثانوية) التعامل على الأوراق المالية التي تمت إصدارها مسبقاً أو طرحها للاكتتاب في الأسواق الأولية. تُعتبر هذه التعاملات على استثمارات قائمة وليست جديدة. تُمكن أسواق التداول المستثمرين والمدخرين من تحويل الأصول التي بحوزتهم من شكل إلى آخر، مثلاً من الأدوات الملكية إلى الأدوات الدينية والعكس، كما تُمكن الشركات من عمليات الاستحواذ أو الاندماج من خلال تبادل الأوراق المالية على أساس سعرها الحالي في السوق.

الفصل الأول

يمكننا تلخيص أهم الفروقات الموجودة بين السوقين الأولي والثانوي فيما يلي (عثماني، 2016، ص 79):

* من حيث الوظيفة الأساسية:

السوق الأولية: تركز على إصدار القيم المالية الجديدة، مثل الأسهم الجديدة أو السندات الجديدة.
السوق الثانوية: تركز على تبادل الأوراق المالية الموجودة بالفعل في السوق، مثل بيع وشراء الأسهم المدرجة في البورصة.

* من حيث المتعاملين:

السوق الأولية: يشمل المؤسسات، الحكومات، والجمهور الذين يشترون الأوراق المالية الجديدة.
السوق الثانوية: يشمل المستثمرين الذين يتبادلون الأوراق المالية الموجودة، بالإضافة إلى المؤسسات المالية ووسطاء البورصة.

* من حيث الأهمية بالنسبة للمستثمر:

السوق الأولية: يمكنها توفير الادخار بشراء الأوراق المالية الجديدة من خلال الاكتتاب.
السوق الثانوية: بالإضافة إلى توفير الادخار، يمكن للمستثمرين تبادل الأوراق المالية بمرحبة، وهذا يوفر سوقاً سريعاً وفعالاً لبيع وشراء الأصول.

* من حيث طبيعة الإصدارات:

السوق الأولية: تتعامل مع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية.
السوق الثانوية: تتعامل مع الأوراق المالية القديمة المتداولة بالفعل في السوق.

* من حيث المؤسسات المختصة في جمع الأموال:

السوق الأولية: يتم جمع الأموال من خلال الحكومة، البنوك، وصناديق الاستثمار لدعم الشركات الجديدة أو المشاريع الكبيرة.
السوق الثانوية: تتم جمع الأموال بواسطة البنوك، ومؤسسات التمويل، ووسطاء البورصة الذين يسهلون عمليات البيع والشراء بين المستثمرين.

هذا وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى:

- **الأسواق المنظمة:** تسمى الأسواق المنظمة بالبورصات، وتتميز بوجود مكان معين يلتقي فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية. يتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية المسجلة أو المدرجة فقط، وتتم المعاملات وفقاً لقوانين وإجراءات رسمية محددة، وتحت إشراف ورقابة هيئات متخصصة مثل هيئة سوق المال.
- **الأسواق غير المنظمة:** تُعرف أيضاً بالأسواق الموازية أو الأسواق التي تتم المعاملات على المنضدة (Over The Counter) تُدير هذه الأسواق شبكة من الوسطاء بدون وجود نظام رسمي محدد، ويتم تحديد الأسعار غالباً من خلال التفاوض بين الفاعلين والوسطاء، مع مراعاة ظروف العرض والطلب. يلجأ الشركات التي لا تستوفي متطلبات الإدراج في البورصات إلى هذه الأسواق لتنفيذ صفقاتها (قندوز، 2021، ص 18)

الفصل الأول

توجد أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة، وفيما يأتي توضيح لهذين السوقين (رحمة، 2014، ص 19،20):

- السوق الثالث:

هو سوق حيث يتم التعامل من خلال أعضاء بيوت السمسرة خارج بورصة الأوراق المالية، حيث يُعتبر هؤلاء الأعضاء منافسين للأعضاء داخل البورصة، كما يتيح هذا السوق للعملاء تنفيذ العمليات بسرعة ومرونة، وتحديد العمولة المطلوبة، إضافة إلى أن التعامل في هذا السوق يتم من خلال شبكة اتصالات وحسابات توفر لحظة بلحظة أسعار الأوراق المتعامل بها.

- السوق الرابع

السوق الرابع يشمل المؤسسات الاستثمارية والأفراد الأثرياء الذين يتعاملون بكميات كبيرة من الأوراق المالية، ويهدفون لتقليل العملات ويتعاملون مع وسيط لإتمام الصفقات بسرعة وبأسعار مرضية. هذا السوق يعد منافسًا للأسواق المنظمة ويمكن أن يحفز تحفيضات في العملات للسماسرة والتجار في الأسواق الأخرى.

3-2- أسواق آجلة:

الأسواق الآجلة هي الأسواق التي يتم فيها التعامل على مختلف الأصول مثل الأوراق المالية والسلع والعملات، ولكن يتم تأجيل تنفيذ العقد إلى تاريخ مستقبل. يعني ذلك أن هناك فترة زمنية بين توقيع العقد أو الاتفاق وتاريخ تنفيذه. تنقسم الأسواق الآجلة إلى عدة فئات، منها (قندوز، 2021، ص 18)

* أسواق العقود الآجلة (Forward Markets):

سوق العقود الآجلة هو سوق مزاد قائم على البورصة يقوم فيه المشاركون بشراء وبيع العقود الآجلة. هذه العقود هي أدوات مالية مشتقة تسمح للأطراف المتعاقدة بشراء أو بيع أصل في تاريخ وسعر مستقبليين محددين مسبقًا. يتم الاتفاق على السعر المحدد اليوم وهو مشتق من الأصل الأساسي.

* أسواق العقود المستقبلية (Futures Markets):

في هذه الأسواق، يتم التعامل على عقود مستقبلية تحدد سعرًا وتاريخًا محددتين لتسليم الأصل المالي في المستقبل. يقوم المشتري بالتزام شراء الأصل والبائع بالتزام بيعه بالسعر والتاريخ المحددين.

* أسواق الخيارات (Options Markets):

في هذه الأسواق، يتم تداول خيارات الشراء والبيع، حيث يمنح الخيار المشتري الحق (وليس الالتزام) لشراء أو بيع الأصل في تاريخ معين بسعر محدد، ولكنه ليس ملزمًا بالقيام بذلك.

* أسواق المبادلات (Swaps Markets):

في هذه الأسواق، يتم تبادل الأصول المالية أو المالية مقابل الأصول الأخرى، عادة بغرض تبادل نقدية أو فوائد أو عوائد معينة بين الأطراف دون الحاجة للتعامل مع مبالغ مالية فعلية.

الفصل الأول

4- خصائص سوق رأس المال:

سوق رأس المال تمثل مساحة هامة لتبادل الأصول والالتزامات المالية طويلة الأجل، مثل الأسهم والسندات والقروض المباشرة. وتتمثل أبرز النقاط الرئيسية التي تميز سوق رأس المال فيما يلي : (رحمة، 2014، ص 16).

* ارتفاع العوائد: تتميز سوق رأس المال بعوائد مرتفعة مقارنة بسوق النقد، مما يجذب المستثمرين الذين يسعون لتحقيق الأرباح على المدى الطويل.

* الانتظام والتخصص: يتمتع متعاملو سوق رأس المال بانتظام أكبر وتخصص أعلى في صفقاتهم المالية مقارنة بسوق النقد، مما يجعلها بيئة أكثر انتظامًا وتخصصًا.

* سوق للجملة والتجزئة: يتم في سوق رأس المال إبرام صفقات كبيرة وصفقات صغيرة على حد سواء، مما يجعلها سوقًا للجملة والتجزئة في آن واحد.

* تطوير المنشآت: تلعب سوق رأس المال دورًا حيويًا في تطوير المنشآت والأعمال الصغيرة والكبيرة عبر توفير قناة لتدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين.

* زيادة المخاطر: يترافق مع ارتفاع معدل العائد في سوق رأس المال زيادة معدل المخاطرة، نتيجة لطول آجال الأوراق المالية وزيادة مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة.

بالنظر إلى هذه الخصائص، يمكن القول إن سوق رأس المال تلعب دورًا حيويًا في اقتصاديات الدول، وهي وسيلة مهمة لتمويل الأنشطة الاقتصادية وتحفيز النمو الاقتصادي.

إضافة إلى ما سبق، يمتاز سوق رأس المال بأدوات خاصة يمكن تقسيمها إلى قسمين (قندوز، 2021، ص 21,22):

1. **الأدوات أو الأوراق المالية الأساسية:** تمثل الأوراق المالية الأساسية اللبنة الأساسية لأسواق رأس المال الحاضرة، سواء كانت تمثل حقوق ملكية في أصول الشركة مثل الأسهم، أو كانت تثبت ديناً يتحمله مصدرها كالسندات، توثق العلاقة بين حاملها وبين مصدرها. فعلى سبيل المثال، في الأسهم، يحصل حامل الورقة على حقوق مثل الحصول على نسبة من الأرباح والمشاركة في التصويت في الجمعيات العمومية للشركة، بينما تلزم السندات مصدرها بدفع فائدة دورية لحاملها، مع منح حامل السند أولوية في الحصول على حصته في حالة تصفية الشركة.

2. **الأدوات أو الأوراق المالية المشتقة:** الأدوات المشتقة، أو ما يُعرف بالـ (Derivatives)، تشمل العقود التي تستمد قيمتها من قيمة الأصول المالية الأساسية المتداولة في الأسواق الحاضرة. تعتمد قيمة هذه الأدوات على قيمة الأصول الأساسية التي تُشتق منها، وتتضمن العقود المشتقة مثل عقود الخيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلات. تتجسد أهمية الأسواق المشتقة في استمرارها كوسيلة لتنويع المخاطر وتحويلها، وهي تسهم في تعزيز السيولة وتقديم فرص استثمارية متنوعة للمستثمرين.

الفصل الأول

5- وظائف سوق رأس المال:

تملك الأسواق المالية وظائف اقتصادية مهمة جداً، فيما يلي بعض أهم تلك الوظائف (قندوز، 2021، ص 21، 20):

* تعبئة المدخرات وتوجيهها للمشروعات الاستثمارية:

تساهم الأسواق المالية في توجيه الادخار نحو الاستثمارات الاقتصادية من خلال توفير فرص للمدخرين للاستثمار في الأوراق المالية التي تمول المشاريع والأنشطة الاقتصادية.

* تخصيص رأس المال بشكل فعال:

تساعد الأسواق المالية في توجيه رأس المال نحو المشاريع الاستثمارية بحسب أهميتها ودرجة مخاطرها، مما يعزز الكفاءة الاقتصادية ويساهم في تحقيق النمو الاقتصادي.

* **تحفيز التنوع وإدارة الأخطار:** توفر الأسواق المالية أدوات للتنوع وإدارة الأخطار، مما يسمح للمستثمرين بتحقيق التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر المقبولة.

* **توفير مؤشرات اقتصادية:** تعكس أسواق المال حالة الاقتصاد بشكل عام، مما يساعد الجهات الحكومية والأفراد في اتخاذ القرارات الاقتصادية السليمة وتوجيه الاستثمارات بشكل صحيح.

* تحقيق الشفافية وتعزيز الحوكمة:

تشجع الأسواق المالية على الشفافية والحوكمة القوية، حيث تلتزم الشركات المدرجة بمعايير محاسبية ومالية صارمة، مما يزيد من الثقة بالأسواق ويجذب المزيد من المستثمرين.

* توفير قنوات لتمويل الحكومة:

تساعد الأسواق المالية الحكومة في تمويل النفقات العامة وتنفيذ السياسات المالية والنقدية، مما يساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

* تعزيز الوعي المالي:

تساهم الأسواق المالية في زيادة الوعي المالي لدى الأفراد وتوفير قنوات جديدة للاستثمار والادخار، مما يساعد في بناء ثقافة استثمارية ومالية قوية في المجتمع.

* تحفيز الابتكار والاستثمار:

تشجع الأسواق المالية على الابتكار والاستثمار في الشركات الناشئة والمشاريع الابتكارية، مما يساهم في دعم الابتكار وتطوير الاقتصاد.

تلك هي بعض الوظائف الرئيسية التي تقوم بها الأسواق المالية والتي تساهم في دعم النمو الاقتصادي وتعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي.

الفصل الأول

6- المنتجات المالية التقليدية في سوق رأس المال:

تملك الأدوات المالية التقليدية المتداولة أهمية كبيرة في سوق رأس المال، وتقسم إلى أدوات الملكية وهي الأسهم بأنواعها وأدوات الدين أي السندات بأنواعها.

1-6- أدوات الملكية (الأسهم):

يمكن تلخيص أهم ما يتعلق بالأسهم كما يلي: (زيطاري، سامية، 2004)

* الأسهم:

يعتبر السهم وثيقة تثبت حق حامله في ملكية جزء من المؤسسة، حيث يسمح السهم بتحقيق الأرباح عندما تكون المؤسسة بحالة جيدة قد يرتفع سعره وبالتالي يحقق بيعة القيمة المضافة، كذلك يمكن لحامله أن يتحصل على جزء من أرباح المؤسسة إذا ما قررت هذه الأخيرة توزيعها على المساهمين، إلا أن هذا الأمر قد يكون غير الزامي حيث يمكن للشركة أن تعيد استثمار جزء من الأرباح. (زيطاري، سامية، 2004، ص 17)

- حيث تعتبر الأسهم صكوك متساوية القيمة تشكل رأس المال شركات الأموال، تعبر عن حق ملكيته وقابلة للتداول حسب القانون التجاري، بحيث تحدد الحصة التي يملكها المكتتب في الشركة مسؤوليته وحقوقه اتجاهها.

إضافة إلى ما سبق فإن للسهم قيم متعددة منها:

- القيمة الإسمية للسهم: وهي تعد قيمة قانونية تحدد بسيادة القانون وليست لها قيمة اقتصادية وتستخدم لغرض تحديد نسبة توزيع الأرباح الجارية لكل سهم عادي؛

- القيمة الدفترية: وهي قيمة الأصول في سجلات الشركة بعد طرح الالتزامات الدفترية

- قيمة الإصدار: تكون عادة أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية؛

- القيمة التصفية: هي قيمة التصفية أو قيمة السهم عند تصفية الشركة بعد طرح جميع الالتزامات من ضمنها كلفة التصفية.

- القيمة الحقيقية: هي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم الديون، فإذا ربحت الشركة، وأصبحت لها أموال احتياطية ارتفعت قيمة السهم الحقيقية وأصبحت أعلى من القيمة الاسمية والعكس صحيح؛

- القيمة السوقية: هي القيمة التي تحدد نتيجة التداول في السوق المالي أي القيمة التي تحدد للسهم في السوق المالي من خلال تداوله وبناء على ظروف السوق من عرض وطلب ولذلك فهي كثيرا ما تتغير هذه القيمة تبعا للظروف الاقتصادية العامة وظروف الشركة الخاصة فكلما زادت القيمة السوقية عن القيمة الاسمية فإن المستثمر يحقق أرباحا، والعكس صحيح.

* تصنيفات الأسهم:

يمكن تصنيف الأسهم إلى الأنواع التالية:

- من حيث الشكل:

• السهم لحامله: يكون عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها أو مالكها، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول

في سوق الأوراق المالية إذ تنقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم؛

الفصل الأول

- السهم الاسمي: يتم اصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين للشركة المصدرة؛
- السهم الإذني أو لأمر: وهذا النوع من الاصدار يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الاصدار مقترنا بشرط الأمر أو الاذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة.

- من حيث الحصة التي يدفعها المساهم:

- الأسهم النقدية: هو الذي يكتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا، ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا عند تأسيس الشركة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها؛
- الأسهم العينية: هو الذي يمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو موجودات شركة قائمة مقدرة ومصادق عليها من الجمعية العامة التأسيسية ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها وقد منع القانون عادة تداولها إلا بعد انقضاء سنتين من إصدارها؛
- الأسهم المختلطة: هي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا وعينا، وذلك كالذي يصبح مساهما بعقار ومبلغ مالي.

- من حيث المنح أو عدمها:

- أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها؛
- أسهم منح مجانية: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا، في حالة زيادة رأسمال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي.

- من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

- * الأسهم العادية: السهم العادي يعرف على أنه " وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة وهي قيمة الوجه تضمن حقوقا وواجبات متساوية للمالكين وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية"؟

○ خصائص الأسهم العادية:

يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، أما في حالة التصفية فهي آخر ما يجري تسديدها؛ لحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات حامل السهم له الحق في التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الادارية وهذا حسب امتلاكه للحصص من الأسهم العادية. لحاملها حق تحويل ملكية السهم لشخص آخر، كما له الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة أسهمه.

الفصل الأول

○ أنواع الأسهم العادية:

- أسهم النمو: وهي الأسهم التي تنمو مبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي، أو مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع الذي تنتسب إليه الشركة؛
 - أسهم الدخل: وهي أسهم الشركات ذات التاريخ الطويل في توزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدلات أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى من طبيعتها استمرارية حصول حاملها على الأرباح وبمعدل أكثر من متوسط السوق (مثل شركات الكهرباء والهاتف)؛
 - الأسهم الدورية (مرتبطة بدورة الأعمال): هي أسهم الشركات التي ترتبط إيراداتها وأرباحها بحركة الاقتصاد القومي وبالمدورات الاقتصادية والتقلبات، فعند النمو الاقتصادي تحقق أرباح وعند الانكماش تنخفض أرباح هذه الشركات؛
 - الأسهم الدفاعية: وهي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد، حيث لا تتأثر كثيرا بالركود مثل (شركات بيع الأغذية والأدوية بالتجزئة وشركات الدخان) وبعض الخدمات وشركات تقديم المنافع للناس كالهاتف والماء، وتتميز هذه الأسهم بتحقيق عائد أكثر من المتوسط في السوق وبمعدل مخاطرها أقل من معدل مخاطر السوق)
 - أسهم المضاربة: وهي تلك الأسهم التي تربط العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع لها، وتتميز بارتفاع درجة المخاطر عند التداول واحتمال تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وسريعة مثل (شركات ذات التكنولوجيا المرتفعة والاختراعات الجديدة كشركات أجهزة الهاتف النقال وأجهزة الكمبيوتر)؛
 - أسهم الشركات الصغيرة (القرشبية): وهي الشركات ذات المخاطر غير الاعتيادية وخاصة في الحصص التي تباع بأقل من دينار والتي تعتبر من الأسهم القرشبية (نسبة إلى القرش أو الفلوس وهو أصغر جزء من الدينار).
- كما ظهرت مستحدثات في الأسهم العادية من أهمها:
- أسهم عادية بوفورات ضريبية حيث تلجأ بعض الحكومات للإصدار تشريع يمنح الشركة أحقية خصم توزيعات الأسهم المملوكة للعاملين قبل حساب الضريبة.
 - الأسهم العادية المضمونة رغبة في جعل الأسهم العادية أكثر جاذبية، فقد ظهرت أسهما عادية تمنح حاملها الحق في مطالبة المؤسسة المصدرة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين، وخلال مدة محدودة بعد الإصدار. الأسهم العادية للأقسام الانتاجية رغبة في ترويج نشاط أحد الأقسام الانتاجية لمؤسسة معينة، ظهر السهم العادي الإنتاجي حيث يرتبط بالنشاط الانتاجي للقسم، وبمعدلات الأرباح التي يحققها تعد أساسا لتوزيعات هذا السهم.
- * الأسهم الممتازة: يعتبر السهم الممتاز حصة في حقوق الملكية دون إعطاء حامله حق التصويت في الجمعيات العمومية وعادة ما تصدر شركات المساهمة عدد من الأسهم الممتازة كنسبة من إجمالي عدد الأسهم المصدرة والمكتتب فيها

○ خصائص الأسهم الممتازة:

- الحق لحامله في الحصول على عائد سنوي محدد بشرط كفاية الأرباح المحققة للوفاء بذلك؟
- الحق لحامله في الحصول على نصيبه من ممتلكات الشركة في حالة التصفية قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على نصيبهم من تلك الممتلكات؛

الفصل الأول

- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى تصفية الشركة؛

- تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية، وهكذا فإن الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية؛

- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة؛

- تقع بين الأسهم العادية والسندات، حيث يتحدد لها توزيعات أرباح معروفة مقدما لحامل هذا السهم؛ لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، وتدفع فقط في حالة إقرار مجلس الإدارة لها.

إن هناك مجموعة من الحقوق والالتزامات الأخرى والتي تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص أهمها:

- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم ولها القابلية للاستدعاء؛ حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية.

على الرغم من كل هذه المزايا إلا أن هذا الأسلوب في التمويل لا يخلو من العيوب أهمها التكلفة المرتفعة.

○ أنواع الأسهم الممتازة:

- أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: وهي الأسهم التي لها ميزة أنها إذا لم تستوف أرباحها من هذه السنة لعدم كفاية الأرباح أو لعدم توزيعها، فإن نصيبها من الأرباح يرحد ويجمع مع مستحقات السنة المالية التالية؛

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: يعطى لحملة هذا النوع من الأسهم أرباحا، تحدد عادة بحد أدنى بمعدل معين الأرباح السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر؛

- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: وهي الأسهم التي يحق لها التحول إلى أسهم عادية خلال فترة معينة من إصدارها، أو حسب ما تم تحديده من شروط في الاكتتاب؛

- أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد وهي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة؛

- أسهم التمتع هو الصك الذي يتسلمه المساهم عندما يستولى على كل القيمة الاسمية لسهمه، ويشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي لشركة، ويتم ذلك بطريقة القرعة، ويكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الامتياز الحكومي أي أن الحكومة يؤول إليها جميع ممتلكات الشركة صاحبة الامتياز ومن ثم تقوم الشركة باستهلاك نسب من الأسهم حتى تستهلك جميع الأسهم بانتهاء مدة الامتياز؛

- الأسهم القابلة للاستدعاء: يمكن للمنشأة أن تستدعي الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها عن طريق دفع مبلغ يفوق قيمتها الاسمية، وهذا طبقا لما يتضمنه عقد التأسيس؛

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح في إطار الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح يتم تحديد حد أدنى للأرباح التي تحققها المنشأة، وانطلاقا من هذا الحد يتم احتساب نسبة معينة من الأرباح لكل زيادة عن الحد الأدنى لصالح أصحاب هذه الأسهم،

الفصل الأول

في حين أن أصحاب الأسهم غير المشاركة لا يحصلون إلا على النسبة الثابتة من الأرباح الموزعة والمنصوص عليها في عقد المنشأة مهما كان حجم الأرباح المحققة.

2-6- أدوات الدين (السندات):

يمكن تلخيص أهم ما يتعلق بالسندات كما يلي: (عثماني، 2016)

يمثل السند: " حق دين إقرار بدين لأجل طويل، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه حق الحصول على فوائد تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته عند حلول أجل الاستحقاق، كما يعرف على أنه صك قابل للتداول في الأسواق المالية يمثل قرض صادر عن مؤسسات عمومية أو خاصة، يترتب عليه دفع فوائد معينة، وسداد قيمته كاملة وذلك وفق شروط نسبة الفوائد، مدة الاستحقاق...) متفق عليها مسبقا في العقد، وهذا الدين لا يعطى لصاحبه أي حق في ممارسة سلطة ما داخل المؤسسة"

* خصائص السندات:

أهم الخصائص التي تتصف بها السندات هي:

- القيمة الاسمية: يتم إصدار السند بقيمة اسمية غالبا ما تكون 1000 وحدة نقد وهي القيمة التي يتم بها طرح التداول أول مرة
- معدل الكوبون: وهو ما يعبر عن سعر الفائدة (الاسمي) على السند المصدر ويطلق عليه معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السندة أجل الاستحقاق وهو تاريخ استحقاق السند أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين، وهو عادة ما يكون الأجل طويلة.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق وقابليته للتداول؛
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم ترباح؛
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له؛
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة.
- يعتبر حامل السند دائنا بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد الثابت
- لا يحق لحملة السندات التدخل في الدعاوي القائمة بين الشركة والغير مالم يكونوا حائزين على تأمينات خاصة يخشى عليها من نتيجة الدعوى القائمة.

* أهم أنواع السندات:

تنقسم السندات إلى أنواع كثيرة أهمها ما يلي:

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته بأوراق مالية خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة وبذلك يصبح من ملاكها، وذلك في فترة محددة في عقد اصدار هذه السندات أو أي فترة قبل تسديدها؛
- السندات بكوبونات الإكتتاب: هذا النوع يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا، إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الاصدار .

الفصل الأول

- السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار: تعتمد بعض الشركات إلى إصدار سندات تمنح المكتتبين فيها بعض المزايا ترغيباً لحاملي رؤوس الأموال، وتشجيعاً لهم حيث تصدرهم بمبلغ معين على أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافاً إليه مبلغاً آخر يسمى علاوة.
- سند النصب: النصب هو مبلغ معين يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم وهو نوع من أنواع اليانصيب لا يجوز إصداره إلا بإذن من الحكومة، ولا يعتبر النصب أنه مقتطع من الفائدة التي كان يستولي عليها صاحب السند لو لم يقرر النصب.
- سند النصب دون فائدة ويختلف هذا السند عن اليانصيب العادي في أن صاحبه بإمكانه استرداد رأس ماله في حالة الخسارة
- السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار: وهو السند العادي ويستعمل في القروض المعقودة لمدة قصيرة ويعطى فائدة مرتفعة - السندات المضمونة لكي تحصل بعض الشركات على حاجتها النقدية تعتمد أحياناً إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض بأن ترهن كل عقاراتها أو بعضها رهناً تأمينياً.
- السندات غير مضمونة على عكس السندات المضمونة، فإن هذه السندات تمثل ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة
- السندات المرتبطة بالمؤشرات وهو ذلك السند الذي يربط سعر الفائدة الخاص به، أو مبلغه الأصلي بتغيرات مؤشر معين، فالغرض منه هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند؛
- سندات الحكومة (الربوع): هذا النوع كثير العدد وواسع الانتشار خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية فمنه ما يمثل ديناً طويلاً أو متوسط الأجل ومنه يمكن بيعه في البورصة أو لدى الخزينة العمومية ومنه ما لا يمكن بيعه والبعض منه يمكن استدعاؤه والبعض لا، فالربوع أوراق مالية تصدرها الحكومات لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدارس والمستشفيات أو لتغطية العجز في ميزانيتها أو بغرض تقليص الكتلة النقدية وتخفيض نسبة التضخم، فلا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات التي قد تكون في بعض الأحيان على المدى الطويل (30-40-50 سنة أو أكثر).
- سندات السلسلة: في بعض الأحيان تقوم الشركات بإصدار سندات على شكل سلسلة حيث تقوم الشركة بتحديد تواريخ استحقاق السندات وفق ترتيب معين يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام حتى تنتهي من سداد كل السندات خلال فترة زمنية معينة.
- السندات مزدوجة العملة الأجنبية: حيث يتم التسديد بعملة تختلف عن العملة التي يتم بها الإصدار، ويحدد معدل الصرف في لحظة الإصدار، وتسمح هذه السندات بتجنب خطر الصرف عند التسديد؛
- السندات بدون تاريخ استحقاق هي سندات عادية بدون تاريخ استحقاق تسمح للمستثمر بإمكانية تحويلها إلى سندات بمعدل تغير خلال فترة غير محددة.
- السندات بقسيمات معدومة: أصدرت في 1981، ويتم تداولها عن طريق أنها تباع أقل من القيمة الاسمية التي تصدر بها، وقيمة هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها جازها حيث تدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الاستحقاق. (عثماني، 2016، ص 89،90).

الفصل الأول

7- أهمية سوق رأس المال:

- تتجلى أهمية أسواق رأس المال في قدرتها على تسهيل تداول الأصول المالية مثل الأسهم والسندات، مما يفسر الحاجة الأساسية لها في البنية الاقتصادية الحديثة، وتكمن أهميتها حسب (هندي، 2008، ص.ص. 663-668) فيما يلي:
- * **تفصيل الأصول المالية:** يقوم السوق بتوفير بنية تحتية لتداول الأصول المالية مثل الأسهم والسندات، وهذا يسمح للأفراد والمؤسسات بتحويل مدخراتهم إلى استثمارات تساهم في تمويل الاقتصاد وتعزيز نموه.
 - * **تحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار:** يُمكن أسواق رأس المال من توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المختلفة، مما يعزز التوازن بين الادخار والاستثمار ويسهم في تمويل المشاريع والنمو الاقتصادي.
 - * **تحفيز النمو الاقتصادي:** بتوفير سبل للمؤسسات لجمع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو مشاريع الاستثمار، تعمل أسواق رأس المال على تعزيز النمو الاقتصادي وتحفيز الابتكار والتوسع في القطاعات المختلفة.
 - * **تعزيز الاستقرار الاقتصادي:** تساهم أسواق رأس المال في تخفيف حالات عدم الاستقرار الاقتصادي، حيث يتيح توفير تمويل خارجي للمشاريع والشركات في الأوقات التي تتجاوز فيها الاستثمارات المطلوبة حجم المدخرات المحلية.
 - * **تحفيز التنمية الاقتصادية:** من خلال تمكين المؤسسات من جمع الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات الناجحة، تلعب أسواق رأس المال دوراً مهماً في تحفيز التنمية الاقتصادية وتعزيز النمو المستدام.
 - * **توفير خيارات:** حيث أنها تشمل سوقين الأول خاص المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية وتوزعها على المستثمرين، يتمحور دوره حول تسهيل عملية الاستثمار وتوفير فرص متعددة للاستثمار، أما الثاني فيوفر السيولة للمستثمرين من خلال تداول الأوراق المالية.
 - * **توجيه الموارد:** تساهم أسواق رأس المال في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، كما يُمكن للمستثمرين والمقرضين استخدام أسواق رأس المال كوسيلة لتقييم وتوجيه الموارد بشكل فعال.
 - * **نقد الاستقرار الاقتصادي:** الاستقرار الاقتصادي الذي يحمل عدم التخصيص الكفء للموارد قد لا يكون مرغوباً، إذ يمكن أن يؤدي الاستقرار غير المرغوب فيه إلى عواقب عكسية على النمو الاقتصادي ومعيشة الناس.
 - * **تحويل الاستثمارات إلى سيولة نقدية:** يُمكن حملة الأوراق المالية في السوق من تحويل استثماراتهم إلى نقد عند الضرورة، مما يسهل التعامل ويوفر المرونة المالية.
 - * **تمويل المشاريع الاقتصادية:** يتيح سوق رأس المال لأصحاب المشاريع الاقتصادية الحصول على الأموال اللازمة لتأسيس مشاريع جديدة أو توسيع الإنتاج في المشاريع الحالية.
 - * **مراقبة الاستثمارات والمشاريع:** يُمكن من خلال متابعة أداء الأوراق المالية وتغيرات أسعارها مراقبة أداء المشاريع الاقتصادية والاستثمارات، مما يُسهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.
 - * **حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في الأسعار:** يوفر حماية لأصحاب الأوراق المالية من التقلبات السعرية، حيث يمكن التخلص من الاستثمارات في حالة التوقعات بانخفاض في الأسعار لتجنب الخسائر. (هندي، 2008، ص.ص. 666-668)

الفصل الأول

8- كفاءة سوق رأس المال:

8-1- تعريف كفاءة سوق رأس المال:

شهدت الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة تطوراً وتنوعاً متزايداً من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمجالات واعتبرت السوق المالية الكفؤة حالة نموذجية خاصة، بينما تزايدت الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية وتحددت شروط نجاحها أكثر فأكثر.

المقصود بكفاءة سوق رأس المال هو توفير المعلومات للمستثمرين بسرعة وسهولة وبتكلفة منخفضة، بحيث تعكس الأسعار الحالية للأوراق المالية القيمة الحقيقية للأصول المالية، وبفضل هذه الكفاءة، يمكن لحركة الأموال في السوق أن تتم بسلاسة وسرعة وبدقة عالية، مما يساعد في توجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات الأكثر فعالية وتحقيقاً للعائدات. (رشوان، 2018، ص 701)

كما يشير مفهوم الكفاءة في السوق المالية إلى الوضع الذي يعكس فيه سعر الأوراق المالية جميع المعلومات المتاحة عنها بشكل كامل وفي الوقت المناسب، وتشمل هذه المعلومات البيانات المالية وسجلات حركة الأسهم التاريخية، وتصبح السوق في هذه الحالة قادرة على تحديد السعر "العادل" للأوراق المالية، الذي يعكس قيمتها الأساسية. وفي هذا السياق، تكون قيمة السوق للأوراق المالية متسقة مع القيمة الحالية للمكاسب المتوقعة، مما يعكس قدرة السوق على تحديد الأسعار بدقة تقارب القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

ومع ذلك، يجب التمييز بين كفاءة السوق وتوافر المعلومات للمستثمرين. فبالرغم من أن جميع المعلومات قد تكون متاحة للجميع في الوقت المناسب، إلا أن تقديرات المستثمرين للمكاسب المتوقعة ومستويات المخاطرة قد تختلف بناءً على مستوياتهم المختلفة من المعرفة والخبرة في السوق المالية. (عثماني، 2016، ص 118)

لتحديد مدى كفاءة أسواق رأس المال، يجب أن نفهم أن الكفاءة تعتبر مفهوماً نسبياً يستند إلى العلاقة بين قيمة السهم في السوق وبين المعلومات والبيانات التي يتم تقديمها للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم. لذلك، يمكن تقسيم كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاثة مستويات رئيسية توضحها الصيغ التالية (عثماني، 2016، ص 121، 120):

* **الصيغة الضعيفة للكفاءة:** تعني أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار التاريخية والتوزيعات والإيرادات، ولا يمكن للمستثمرين استخدام تلك المعلومات لتحقيق أرباح غير عادية. يُفهم ذلك من أن السعر الحالي للسهم يعكس بالفعل المعلومات السابقة بشكل كامل، وبالتالي لا يمكن التنبؤ باتجاهات مستقبلية للأسعار باستناد إلى تلك المعلومات.

* **الصيغة المتوسطة للكفاءة (الكفاءة الشبه-قوية):** تفترض أن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس فقط المعلومات التاريخية، ولكن أيضاً التوقعات المستقبلية والظروف الاقتصادية والشركات. في هذه المرحلة، قد يكون هناك فرصة لتحقيق أرباح غير عادية للمستثمرين الذين يستطيعون فهم القيمة الحقيقية للسهم قبل الآخرين والتصرف وفقاً لذلك.

الفصل الأول

* **الصيغة القوية للكفاءة:** تعني أن سعر السهم في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة للجمهور والخاصة، بما في ذلك المعلومات العامة والتوقعات والمعلومات التي تحصل عليها الفئة المتخصصة مثل كبار المتعاملين في الأسهم. وبالتالي، يكون من الصعب لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

يُلاحظ أن الصيغة الضعيفة للكفاءة أكثر قرباً من الواقع، لأن حركة الأسعار في السوق تعتمد على العوامل العشوائية والمتغيرة، وهو ما يعكس طبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق بشكل غير منتظم. (عثماني، 2016، ص 121):

2-8- أنواع كفاءة سوق رأس المال:

هناك نوعان من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية وهما حسب (عثماني، 2016، ص 119، 118): كالآتي:

1. الكفاءة الكاملة:

الكفاءة الكاملة في السوق المالية تعبر عن الوضع الذي تكون فيه المعلومات متاحة للجميع في الوقت الحقيقي وبدون تكلفة، مما يساهم في تحقيق توقعات متماثلة لدى جميع المستثمرين وفي تغير فوري لأسعار الأصول المالية. يتطلب تحقيق هذا النوع من الكفاءة توافر الشروط التالية:

- * **إتاحة المعلومات للجميع:** يجب أن تكون المعلومات متاحة لكل المستثمرين بنفس الوقت، دون تفضيل لأحد وبدون تكلفة.
- * **حرية التعامل:** يجب عدم وجود قيود على عمليات البيع والشراء، مع حق المستثمر في اتخاذ القرارات دون قيود.
- * **توفر عدد كبير من المستثمرين الرشيدين:** يساهم وجود مجتمع متنوع من المستثمرين ذوي الرشد في تحقيق توقعات متوازنة وفي تفادي التأثيرات السلبية للتصرفات الفردية.

2. الكفاءة الاقتصادية:

الكفاءة الاقتصادية تشير إلى وجود فاصل زمني بين إعلان المعلومات وانعكاسها على أسعار الأصول المالية، مما يؤدي إلى وجود فروقات مؤقتة بين القيمة السوقية للأصول وقيمتها الحقيقية. ومع ذلك، يكون الفارق بين القيمتين ضئيلاً نسبياً نظراً لوجود تكاليف الاستثمار والضرائب وغيرها من التكاليف. تتسم السوق الاقتصادية بالتالي بالخصوصية التالية:

- * **تخصيص فعال للموارد:** يساعد وجود فاصل زمني بين المعلومات وانعكاسها على أسعار الأصول في تحقيق تخصيص فعال للموارد، حيث يتم استثمار الأموال في القطاعات ذات العائد الأعلى.
- * **توفير استقرار على المدى الطويل:** بفضل توازن القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية، يتحقق استقرار على المدى الطويل في الأسواق المالية.

الفصل الأول

8-3- دور كفاءة سوق رأس المال:

دور كفاءة سوق رأس المال في ترشيد قرار الاستثمار في ضوء المعايير الدولية للتقارير المالية يعكس أهمية توفير المعلومات الدقيقة والشفافة للمستثمرين، وذلك من خلال (رشوان، 2018، ص 706، 705):

- * **مراقبة التزام الشركات بالإفصاح:** يساهم كفاءة سوق رأس المال في متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات دقيقة وشفافة وفقاً للمعايير الدولية للتقارير المالية، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة.
- * **تطبيق قواعد المعايير الدولية:** يعمل الالتزام بقواعد المعايير الدولية للتقارير المالية على ضمان النزاهة والشفافية في الإفصاح عن المعلومات المالية، مما يسهل على المستثمرين فهم وتقييم أداء الشركات.
- * **تحقيق متطلبات الإفصاح والشفافية:** يساهم الالتزام بالمعايير الدولية للتقارير المالية في تحقيق متطلبات الإفصاح والشفافية، وبالتالي يمكن للمستثمرين الاعتماد على المعلومات المتاحة لاتخاذ قرارات استثمارية مدروسة.
- * **تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة:** من خلال تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في سوق الأوراق المالية، يمكن للمستثمرين تحديد الشركات التي تتمتع بأداء جيد والتي تلتزم بالمعايير الدولية للتقارير المالية، مما يساعدهم في اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة ومواتية.
- * **تخفيض تكلفة رأس المال:** يقلل تطبيق المعايير الدولية للتقارير المالية من تكلفة رأس المال للمستثمرين في أسواق رأس المال، كما يقلل تكلفة الحصول على المعلومات المحاسبية، مما يعزز كفاءة الأسواق المالية ويزيد من احتمالات النجاح في اتخاذ قرارات الاستثمار.

هذه الفوائد تمثل للنتائج التي أظهرتها دراسات عدة، حيث تشير إلى أن تبني تطبيق المعايير الدولية للتقارير المالية يساهم في تعزيز الثقة بين المستثمرين ويوفر لهم المعلومات الضرورية لاتخاذ قرارات الاستثمار الرشيدة، وكذا تقييم موقف الشركات المالي.

8-4- مقومات كفاءة سوق رأس المال:

تتمثل مقومات كفاءة سوق رأس المال للمستثمرين في إطار المعايير الدولية للتقارير المالية في النقاط التالية (رشوان، 2018، ص.ص. 706-708):

- * **استجابة سريعة للمعلومات الجديدة:** المستثمرون يستجيبون بسرعة للمعلومات الجديدة التي تظهر في التقارير المالية المعتمدة على المعايير الدولية للتقارير المالية، وتؤثر هذه المعلومات بشكل فوري على أسعار الأوراق المالية.
- * **تمثيل شامل للمعلومات:** التقارير المالية المعدة وفقاً للمعايير الدولية تعكس جميع المعلومات المتاحة للمستثمرين من مختلف المصادر، وتجعل القوائم المالية جزءاً هاماً من هذه المعلومات.
- * **منع الربح الغير عادي:** نتيجة للاستجابة الفورية للمعلومات المتاحة، لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على الأسهم التي يمتلكها أو يفكر في شرائها، مما يضمن عدم حدوث تلاعب في السوق.

الفصل الأول

9- مخاطر سوق رأس المال:

إذا كانت كفاءة سوق رأس المال تقاس بقدرتها على التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، فإن هناك عوامل من شأنها أن تضعف من قدرة السوق على تحقيق هذا الهدف، وتمثل تلك العوامل في (هندي، 2008، ص.ص. 668-680):

* الاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل:

- على الرغم من أن الاعتماد على الأرباح المحتجزة يعتبر مصدرًا منخفض التكلفة للتمويل، إلا أنه قد يؤدي إلى توجيه الموارد المالية نحو استثمارات غير كفؤة.
- يمكن أن يؤدي توجيه الأرباح المحتجزة نحو الأسهم الخاصة بالمنشآت الأخرى إلى فقدان فرص استثمارية أفضل داخل الشركة.

* تعاملات فريق الضوضاء:

- فريق الضوضاء قد يتسبب في تغييرات في أسعار الأسهم بناءً على انطباعات وانشاعات بدلاً من معلومات حقيقية.
- هذه التغييرات غير المبررة يمكن أن تقوض قدرة السوق على تحقيق هدف تخصيص الموارد بكفاءة.

* المضاربة الغوغائية:

- المضاربة الغوغائية هي استجابة هستيرية للتغيرات السريعة في أسعار الأسهم دون أسباب معلومة.
- يمكن أن تؤدي المضاربة الغوغائية إلى تسعير غير دقيق للأوراق المالية وتقليل كفاءة توجيه الموارد.

* ضعف تأثير آلية التصويت:

- آلية التصويت هي آلية أساسية لضمان توجيه الموارد بشكل فعال وفقاً لمصالح حملة الأسهم.
- ضعف تأثير آلية التصويت يمكن أن يؤدي إلى استمرار إدارة غير كفؤة للموارد المالية المتاحة.

* تأثير أسعار الأسهم على الاقتصاد:

- تعتبر أسعار الأسهم مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية، وقد تعكس توقعات المستثمرين بشأن الاقتصاد.
- تستخدم الحكومات والمحللون الاقتصاديون تحركات أسعار الأسهم كمؤشر مبكر لاتخاذ إجراءات تصحيحية في حالة الأزمات المحتملة.

بالتالي، يظهر أن سوق رأس المال تلعب دورًا هامًا في توجيه الموارد المالية، ولكن يجب على السوق أن يتغلب على التحديات المذكورة لتحقيق كفاءة أفضل في تخصيص الموارد.

الفصل الأول

II- التوريق المصرفي:

الضغوط الاقتصادية والمتغيرات المالية الدولية في العقود الأخيرة ومشاكل السيولة، أضافت تحديات جديدة للمؤسسات المالية والشركات على حد سواء، فباتت الأسواق المالية تعاني من التقلبات المفاجئة، والتحديات المتزايدة في تأمين التمويل، في هذا السياق لجأت الشركات والمؤسسات المالية إلى تقنية التوريق المصرفي كوسيلة فعالة لتعزيز سوق رأس المال وتحسين الوضع المالي العام، فهي توفر آليات لتسهيل الحصول على التمويل من خلال تحويل الأصول إلى أوراق مالية قابلة للتداول. وبفضل ذلك يمكن للشركات تحسين سيولتها وتوسيع قاعدة المستثمرين المحتملين، مما يعزز الثقة في السوق ويعطي دفعة إيجابية للأنشطة التجارية والاقتصادية بشكل عام. ومع تطور التكنولوجيا المالية، أصبح من الممكن تسهيل عمليات التوريق وجعلها أكثر شفافية وفعالية، مما يجذب المزيد من الاستثمارات ويعزز التنافسية العالمية للأسواق المالية، ويُعتبر هذا النوع من التمويل أحد أهم الوسائل التي تستخدمها الشركات والحكومات لجمع رأس المال من السوق، حيث يتيح التوريق المصرفي للمستثمرين فرصة للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأصول المالية، ويساهم في تمويل مشاريع جديدة وتوسيع نطاق الأعمال، ويعتمد نجاح التوريق على فهم شامل للأسواق المالية والمبادئ المالية، بالإضافة إلى قدرة الشركات على تحديد احتياجاتها التمويلية وتوجيه الاستثمارات بطريقة تحقق العائد المرجو.

1- تعريف التوريق المصرفي:

1-1- لغة:

ورد في المعجم الوسيط أن الورق من الشجر، وورق الدنيا: جمالها وبهجتها، وورق النجوم: أحداثهم أو الضعاف من فتيانهم، وورق الشباب: نضرتة وحدائته، والورق: الفضة، يُظهر هذا التعريف الغني تنوع استخدامات كلمة "ورق" في اللغة، حيث تُستخدم بمعانٍ مختلفة تعكس جوانب متنوعة من الحياة والثقافة. (بباس، 2017، ص 362)

بالتالي وباستخدام لغة التوريق، يمكن وصف عملية الطلب على النقود الورقية والفضية بأنها استخدام لغوي صحيح مشتق من كلمة "التوريق"، والتي تشمل طلب النقود بأنواعها المختلفة، سواء كانت فضية أو ورقية أو غيرها، ويُشار إلى الشخص الذي يقوم بطلب النقود بأنه "المتورق". (السبوسي، 2019b، ص 29)

كذلك تعتبر كلمة "توريق" ترجمة للمصطلح الاقتصادي الحديث *Sécuritization* الذي يقصد به: "جعل الدين المؤجل في ذمة الغير في الفترة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله" (الغني و منصور، 2014، ص 413)

2-1- اصطلاحا:

هناك العديد من التعاريف الخاصة بالتوريق وهذه أهمها:

حسب الجمع الفقهي الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي فالتوريق المصرفي هو: عملية تقوم بها المصارف تتضمن بيع سلع (غير الذهب والفضة) للمتورق بسعر مؤجل، مع التزام المصرف إما بشرط مكتوب في العقد صراحة أو بحكم العرف والعادة بأن ينوب عنه في بيعها إلى مشتري آخر بثمن حاضر وتسليم ثمنها للمتورق. (السبوسي، 2019b، ص 29)

الفصل الأول

كما يمكن تلخيص تعريف التوريق التي قدمتها المصادر الأكاديمية حسب (خاطر، 2021، ص 227) على النحو التالي:

1. **تعريف Citicorp**: التوريق هو استبدال وساطات التمويل ذات الكفاءة المالية المحدودة والتكلفة العالية بأسواق رأس المال العام الأكثر كفاءة في تمويل أدوات الدين.
2. **تعريف (Sundaresan 1997)**: التوريق يعني تحويل أصول غير سائلة لشركة مالية إلى مجموعة من الأوراق المالية المدعومة بهذه الأصول، من خلال عملية تعبئة دقيقة وتعزيزات ائتمانية وتحسين جودة السيولة والهيكلية.
3. **تعريف (Leon T. Kendall 1998)**: التوريق يشير إلى عملية تعبئة القروض والأدوات الدينية الفردية في حزمة، ثم تحويل هذه الحزمة إلى أوراق مالية وتعزيز مركزها أو تصنيفها الائتماني لدعم بيعها لأطراف ثالثة مستثمرة، وذلك لتحويل الأصول غير السائلة إلى سيولة وأوراق مالية قابلة للتسويق.
4. **تعريف (John Deacon 2004)**: التوريق هو عملية تحويل التدفقات الناتجة عن الأصول الأساسية أو الديون إلى تدفق متجانس، مما يسمح للكيان الملتمزم بالحصول على تمويل مدعوم بالأصول عبر قرض أو إصدار سندات دين.

بالتالي فالتوريق يُعتبر أحد الأدوات المالية الحديثة التي ظهرت في مجال الهندسة المالية، وتهدف إلى مساعدة المؤسسات المدنية في تجاوز الصعوبات المالية التي تواجهها، كما تُساعد في حل مشكلة الديون المتعثرة لعملائها. يُعتبر التوريق جزءاً أساسياً من عمل البنوك والبورصات في العالم الحديث، سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية، كما يُعتبر التوريق عملية تمويلية تُمكن البنوك من الحصول على السيولة اللازمة لتمويل القروض الجديدة والقيام بعمليات الاستثمار الأخرى، وذلك من خلال تدخل جهة ثالثة وهي شركة متخصصة تقوم بشراء ضمانات القروض وتحويلها إلى أوراق مالية مثل السندات، ثم تقديمها للمستثمرين. (أبكر و البلولة، 2022، ص 118)

كذلك يمكن تعريفه على أنه عملية تقوم فيها مؤسسة بيع جزء من أصولها المسندة ائتمانياً إلى منشأة خاصة تُعرف باسم "مؤسسة التوريق"، والتي تُصدر بعد ذلك أوراقاً مالية تُسمى "سندات" في مقابل الحصول على هذه الأصول. يتم طرح هذه السندات في السوق المالية لجذب الاستثمارات من الجمهور والمستثمرين المحترفين. (بولحية، 2016، ص 90)

كما يعرف أيضاً بأنه عملية تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتسييل، سواء كانت أسهماً أو سندات، من خلال التداول في أسواق المال. تتمثل أهمية هذه الأوراق في أنها تستند إلى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة، وليس فقط على القدرة المتوقعة للمدين على السداد، يعكس هذا التعريف مفهوم التوريق كآلية تهدف إلى زيادة التمويل وتقليل المخاطر. (بباس، 2017، ص 362)

من الناحية القانونية، يتمحور الأمر حول توضيح الطبيعة القانونية لعملية التحويل، حيث يمكن تحويل الممتلكات عبر استبدال الديون، وهذه الطريقة هي الوسيلة الوحيدة التي يتم من خلالها التحويل الفعلي لجميع الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة. وتعد هذه العملية هي نفس الآلية التي يتم استخدامها في بيع الديون المستحقة، مثل الديون الناتجة عن استخدام بطاقات الائتمان في المتاجر وشركات الطيران والفنادق، وكذلك تسديد المبيعات لمتاجر التجزئة.

الفصل الأول

التحدي الرئيسي في هذا السياق يكمن في ضرورة الحصول على موافقة مسبقة من جميع الأطراف ذات الصلة بالدين على إمكانية تحويله، سواء كان ذلك بشكل كامل أو جزئي، إلى ورقة مالية، وذلك لتمكين المشتري من الاستفادة فيما بعد من عملية التحويل هذه. (الغني و منصور، 2014، ص 414، 413)

2- نشأة التوريق المصرفي:

تاريخ التوريق المصرفي يعود إلى الثلاثينيات من القرن العشرين، حيث كان تمويل السكنات في الولايات المتحدة يتم عبر صناديق الادخار، التي كانت تقوم بتمويل طويل الأجل باستخدام موارد مالية قصيرة الأجل، ومع ظهور الأزمة الناجمة عن السحب المكثف للودائع، حدثت العديد من الإفلاسات، مما دفع الحاجة إلى إنشاء المؤسسات التالية (بياس، 2017، ص 363):

* في عام 1932، تم إنشاء بنك قرض السكن الفدرالي (FHLB) بهدف تنظيم صناديق الادخار وخلق سوق ثانوية للرهن العقاري.

* في عام 1934، تأسست إدارة الإسكان الفدرالية (FHA) لتأمين قروض السكن ضد مخاطر عدم السداد وتوفير الضمانات اللازمة لهذا النوع من القروض.

* في عام 1938، تأسست مؤسسة الرهن القومية الفدرالية (FNMA)، المعروفة أيضاً باسم "فاني ماي"، كهيئة حكومية تشتري وتحتفظ بقروض الرهن العقاري.

* في عام 1968، تأسست وكالة ضمان الرهن القومية (GNMA)، المعروفة باسم "جيني ماي"، لتقديم ضمانات للشهادات التي تمثل القروض الممنوحة من قبل البنوك.

* في عام 1970، تأسست الشركة الفدرالية لقروض الإسكان العقاري (FHLMC)، المعروفة باسم "فريدي ماي"، لشراء القروض الإسكانية من البنوك.

بفضل جهود هذه المؤسسات، انطلقت عملية التوريق في الولايات المتحدة، حيث تطورت هذه العملية بوجود سوق ثانوي لتداول سندات قروض الرهن العقاري وبدور وكالات التصنيف.

امتد نشاط التوريق ليشمل مجالات أخرى مثل قروض السيارات ومستحقات بطاقات الائتمان. في مصر، تم تعريف عملية التوريق من خلال قانون التمويل العقاري رقم 148 لسنة 2001، حيث يسمح للممول بتحويل حقوقه الناشئة عن اتفاق التمويل إلى جهة تقوم بنشاط التوريق، وتلتزم هذه الجهة بالوفاء بالحقوق الناشئة عن الأوراق المالية التي تصدرها. تمر عملية التوريق في مصر بمرحلتين، الأولى هي تشكيل محفظة الحقوق المالية الناشئة عن الاقتراض، والثانية هي تحويل هذه المحفظة إلى شركات التوريق التي تصدر السندات مقابل تلك الحقوق. (دوابة، 2021، ص 13)

الفصل الأول

3- أنواع التوريق المصرفي:

تتنوع أنواع عمليات التوريق وتصنيفاتها في عالم التوريق المالي وفقاً لمجموعة من المعايير المختلفة، مما يسهم في فهم أعمق لهذه العمليات المالية المعقدة، ويمكن تلخيص هذه التصنيفات والتفاصيل المترابطة بها في النقاط التالية (كروش و سرارمة، 2017، ص.ص. 45-48):

1. تصنيف حسب نوع الأصول المتورقة:

- * **توريق الديون:** يتمثل هذا النوع في تحويل ديون متنوعة إلى أوراق مالية متداولة، ما يسهم في تحويل حقوق المدينين إلى أصول سائلة.
- * **توريق الدخل:** يتضمن تحويل دخل متوقع في المستقبل إلى أوراق مالية قابلة للتداول، مثل تحويل المستحقات المالية من عقود تصدير إلى أوراق مالية متداولة.
- * **توريق الأصول:** يشمل تحويل الأصول غير الدينية إلى أوراق مالية، مثل الصكوك الإسلامية التي تتجاوز مفهوم الربا.

2. تصنيف حسب الضمانات:

- * **توريق بضمان أصول ثابتة:** يتضمن ضمان أصول محددة، مثل العقارات، لضمان سداد الديون المتورقة.
- * **توريق بضمان متحصلات آجلة:** يتعلق بديون لا تأتي مدعومة بضمانات عينية، مثل ديون بطاقات الائتمان.
- * **توريق بضمان حكومي:** يتضمن ضمانات من الحكومة لضمان سداد الديون، ما يعطي المستثمرين ثقة إضافية في الاستثمار.

3. تصنيف حسب المدة:

- * **توريق قصير الأجل:** يتيح الحصول على تمويل لفترات تقل عن سنة واحدة، مثل الأوراق المالية المدعومة بالأصول التجارية.
- * **توريق متوسط وطويل الأجل:** يتيح الحصول على تمويل لفترات تزيد عن السنة، مما يساعد في تمويل أصول مؤسسات الائتمان وشركات التأمين.

4. تصنيف بحسب طبيعة التوريق:

- * **التوريق الكلاسيكي:** يشمل عمليات تحويل الديون والأصول إلى أوراق مالية متداولة، ما يسهم في زيادة السيولة والقدرة التمويلية للشركات.
- * **التوريق الاصطناعي:** يشمل تقنيات تحويل المخاطر المالية دون الحاجة إلى بيع الأصول، مما يوفر وسيلة لحماية الشركات من مخاطر السوق دون التخلي عن أصولها.

5. تصنيف بحسب الضوابط الشرعية:

- * **التسنييد:** يشمل التوريق الذي لا يأخذ بعين الاعتبار الضوابط الشرعية.
- * **التوريق الإسلامي:** يتماشى مع الضوابط الشرعية للتمويل، ما يجعله خياراً مفضلاً للمستثمرين الذين يفضلون الامتثال للقوانين الشرعية. (كروش و سرارمة، 2017، ص 48):

الفصل الأول

إضافة إلى ما سبق نجد (بباس، 2017، ص 366):

6. حسب تدخل أو عدم تدخل شركة التوريق:

- * توريق غير مباشر: حيث تقوم جهة أو شركة ببيع محفظة التوريق لشركة توريق أخرى، التي بدورها تصدر السندات.
- * توريق مباشر: حيث تصدر الشركة المنشئة للمحفظة سندات التوريق.

كذلك يمكن أن نجد أنواعاً أخرى من التوريق المصري المتمثلة في (بولحية، 2016، ص 94):

1. **سندات الرهن العقاري (MBS):** تعتمد على محفظة ديون رهن عقاري، وتنتج عن عمليات إعادة تمويل الرهون العقارية. تشمل فئتين: سندات الرهن العقاري للإسكان (RMBS) وسندات الرهن العقاري التجاري (CMBS).
2. **سندات الأصول المدعومة (ABS):** تشمل فئة أخرى من السندات مسندة بديون من أصول مختلفة مثل القروض ببطاقات الائتمان، وقروض الاستهلاك، والقروض العقارية، والسيارات، وغيرها. تتضمن فئتين ثانويتين Collateralized Bond Obligation (CBO) و Collateralized Loan Obligation (CLO).
3. **سندات التزامات الدين المضمونة (CDO):** تتميز بأنها تستند إلى محفظة متنوعة من الأصول، مثل محفظة قروض (CLO) أو محفظة سندات (CBO) وهي الأكثر أهمية في سوق التوريق، وقد أسهمت في حدوث الأزمة المالية العالمية في عام 2007.

هذه الأنواع المختلفة من السندات تعكس التنوع الكبير في عمليات التوريق وتوفر خيارات مختلفة للمستثمرين والبنوك والمؤسسات المالية للتعامل مع الديون وتحقيق السيولة، وتوفر إطاراً شاملاً يساعد المستثمرين والمؤسسات على فهم واختيار أفضل الخيارات المالية وفقاً لاحتياجاتهم وأهدافهم.

4- خصائص التوريق المصرفي:

ويشير إلى وجود خمسة خصائص أساسية لهذه العملية استناداً إلى (بباس، 2017، ص 362) وهي كالآتي:

- * **العلاقة الدائنية الأصلية:** وجود علاقة دائنية بين دائن ومدين.
- * **رغبة الدائن في التخلص من سندات الدين:** يُشير إلى استعداد الدائن للتخلص من سندات الدين الحالية وتحويلها إلى جهة أخرى.
- * **إصدار سندات جديدة قابلة للتداول:** قيام الجهة المحال إليها الدين بإصدار سندات جديدة يمكن تداولها في السوق.
- * **الاستناد إلى ضمانات عينية أو مالية:** توفر ضمانات تدعم الأوراق المالية المصدرة.
- * **وجود مستثمر:** وجود أطراف مستعدة للاستثمار في الأوراق المالية المصدرة.

باختلاف التعاريف المقدمة، يتم التركيز على أهمية وجود مؤسسة وسيطة و ضمانات لإتمام التوريق بنجاح، مما يؤكد على دور الهيئات المالية والضمانات في عملية التوريق.

الفصل الأول

إضافة إلى ما سبق، تحديد الفروق بين سندات التوريق والسندات العادية وصكوك التمويل يساعد في فهم الطبيعة الخاصة التي تتميز بها سندات التوريق، لذا إليك شرح مفصل لكل فرق (موشارة، 2022، ص 1499):

- * **الشركة المصدرة:** في السندات العادية، يمكن أن تكون الشركة المصدرة شركة مساهمة، شركة توصية بالأسهم، أو شركة ذات مسؤولية محدودة، بغض النظر عن طبيعة نشاطها، أما في سندات التوريق، فتكون الشركة المصدرة متخصصة في التوريق ونشاطها الوحيد هو التوريق.
- * **مصدر سداد السندات وعوائدها:** في السندات العادية، يكون مصدر سداد السندات وعوائدها الشركة المصدرة ذاتها، حيث تأتي التدفقات النقدية من نشاطها التشغيلي، أما في سندات التوريق، فيكون سدادها وعوائدها من التدفقات النقدية المتولدة من تحصيل الحقوق المالية المحولة إليها.
- * **ضمانات حقوق حملة السندات:** في السندات العادية، يمكن أن يكون الضمان عامًا أو خاصًا على أصول الشركة المصدرة، أما في سندات التوريق، فالضمانات تتمثل في محفظة الحقوق المالية المحولة والتي تشمل ضمانات تتجاوز قيمة السندات المصدرة.
- * **التصنيف الائتماني:** في السندات العادية، يكون التصنيف للشركة المصدرة، أي أن التقييم يتم للشركة بأكملها، بينما في سندات التوريق، يتم التصنيف للسند ذاته فقط، وهذا يعني أن التقييم يتم للصك نفسه بشكل مستقل عن الشركة المصدرة.
- * **غرض الإصدار:** تهدف الشركة من إصدار السندات العادية إلى التمويل متوسط وطويل الأجل لأنشطتها، أما في سندات التوريق، فتعمل الشركة كوسيط مالي لتحويل محافظ الحقوق المالية التي تحال إليها من مؤسسات مالية إلى سندات متوسطة وطويلة الأجل.
- * من الواضح أن سندات التوريق تتميز بطبيعتها المتخصصة كوسيلة للتمويل والاستثمار، حيث تعتمد على التدفقات النقدية المحددة المتولدة من الحقوق المالية المحولة إليها

5- متطلبات التوريق:

متطلبات التوريق تتمحور حول العناصر الأساسية والدوافع التي تدفع الشركات والمؤسسات إلى اتخاذ هذه الخطوة المالية المهمة. إليك شرحًا لهذه المتطلبات وفق ما قدمه (طالب و خاطر، 2022، ص 59):

أ. العناصر الأساسية للتوريق والأطراف المتعاملة:

- يتطلب التوريق أولاً وقبل كل شيء التزام جهة الإصدار بسداد المقرضين. يمكن أن يكون هذا التزام مدعومًا بقيمة الأصول المالية أو بدعم ائتمان من طرف ثالث.
- للحصول على تصنيف ائتماني جيد، يتطلب الأمر أن تكون قيمة الأصول المالية ودعم الائتمان من الطرف الثالث متاحة وموثوقة.

ب. الأوراق المالية المصدرة في إطار عملية التوريق:

- يشير مصطلح "أوراق تجارية المضمنة بالأصول (ABCP)" إلى الأوراق التجارية قصيرة الأجل التي تصدر في إطار عملية التوريق.
- يمكن أن تشمل الأوراق المالية المدعومة بأصول مختلفة وانكشافات ائتمانية مختلفة، وتتميز بالأولوية الائتمانية مثل السندات الأولية والثانوية

الفصل الأول

6- الأطراف الفاعلة في التوريق المصرفي:

تعتبر عملية التوريق من أسهل الطرق للحصول على التمويل مقارنة بزيادة رأس المال أو عملية الاقتراض، ولفهم عملية التوريق لابد من دراسة الأطراف الفاعلة وتوضيح العلاقة الموجودة فيما بينها وهي بناء على (فاطيمة الزهراء و فتحي، 2024، ص 559،558):

1. الأطراف الفاعلة الداخلية:

الأطراف الفاعلة الداخلية هم عبارة عن المتدخلين الذين لهم تأثير مباشر على عملية التوريق. يتم إحصاء هؤلاء المتدخلين حسب الأولوية فيما يلي:

- * **المتنازل (المؤسسة المتورقة):** هي المؤسسة التي تحوّل الديون التي تمتلكها إلى أوراق مالية قابلة للتداول، وتقوم بتجميع الديون وتقسيمها إلى مجموعات متجانسة لتوريقها.
- * **المودع (مؤسسة القرض):** تعتبر المؤسسة التي تُراقب عمليات المؤسسة المتورقة وتعمل على ضمان شفافية ونزاهة العملية، وتلعب دوراً هاماً في مراقبة عمليات التوريق وضمان امتثالها للقوانين والتنظيمات المالية.
- * **المنظم (المهني):** يعتبر الوسيط بين المؤسسة المتورقة وشركة التوريق، كما يضمن تسهيل عملية التوريق وتنظيمها بما يتوافق مع المعايير المالية والقوانين.
- * **شركة التوريق (المصدر):** تقوم بتوريق القروض المحولة إليها من المؤسسة المتورقة، وتصدر الأوراق المالية الجديدة المدعومة بالأصول.
- * **مؤسسات تعزيز الائتمان:** تقدم الدعم والتأمين للتوريق لتحسين الجدارة الائتمانية وجذب المستثمرين.
- * **شركة التسيير:** تدير وتسير شؤون المؤسسة المتورقة بعد التوريق.
- * **شركة خدمة الدين:** تهتم بالتسديدات المقررة لملاك الأوراق المالية بعد التوريق.

2. الأطراف الفاعلة الخارجية:

- * **وكالات التصنيف الائتماني:** تقوم بتقييم وتصنيف المصدر للتوريق لصالح المستثمرين.
- * **سلطات الرقابة:** تقوم بمراقبة وترخيص عمليات التوريق في البلدان المختلفة.

تعمل هذه الأطراف معاً لضمان سلامة وشفافية عملية التوريق وتحقيق الاستقرار المالي.

الفصل الأول

7- خطوات التوريق المصرفي:

1-7- الخطوات السابقة للتوريق المصرفي:

- قبل أن يتم إجراء عملية التوريق، يتوجب على البنك الذي يسعى إلى الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه أداء سلسلة من الخطوات المهمة، وتشمل هذه الخطوات (السبوسي، 2019a، ص 24):
1. استطلاع رأس المال الديني للعملاء: يقوم البنك أو شركة الغرض الخاص (SVP) دراسة مستفيضة لديون عملائه المدينين ونواياهم فيما يتعلق بعملية التوريق.
 2. تنظيم العلاقة بين المدينين والدائنين: في حال موافقة العملاء على عملية التوريق، يتولى البنك تنظيم العلاقة الجديدة بين المدينين والدائنين الجدد.
 3. تقييم قيمة الأصول: يتم إجراء تقييم دقيق لقيمة الأصول التي سيتم توريقها، لضمان تحديد سعر ملائم للأوراق المالية المراد طرحها للاكتتاب.
 4. تحديد السعر المناسب: بناءً على التقييم السابق، يتم تحديد سعر مناسب للأوراق المالية المخصصة للاكتتاب بهدف جذب المستثمرين.
 5. تخطيط برامج الترويج للاكتتاب: يتم وضع خطط ترويجية متقنة لجذب المستثمرين للاكتتاب في الأوراق المالية، بما يضمن نجاح عملية التوريق.
 6. إعداد الدراسات المالية: يتم إعداد دراسات مالية مفصلة تتعلق بالتدفقات النقدية والجوانب المالية الأخرى المتعلقة بعملية التوريق.

2-7- خطوات التوريق المصرفي:

- بعد الانتهاء من الخطوات السابقة تنتقل إلى الخطوات الفعلية لعملية التصكيك والتي تتضمن سلسلة من الخطوات الأساسية، وتشمل كل منها دورًا محوريًا في إتمام العملية بنجاح، إليك تلك الخطوات (خوني و ساعد، 2014، ص 126، 125):
1. بيع الديون ونقل الملكية: تبدأ العملية ببيع الديون المرتبطة بالرهون أو أصول أخرى بسعر مخفض من قبل المؤسسة المالية إلى بنك أو مؤسسة أخرى ذات غرض خاص (S.P.V). يتم نقل ملكية هذه الأصول من الشركة الأصلية إلى S.P.V لتأمينها من المطالبات الأخرى والإفلاس المحتمل للشركة الأصلية.
 2. الإجراءات القانونية: يتم التنسيق مع الجهات القانونية لنقل الديون وضماناتها إلى شركة S.P.V للقيام بإجراءات الإصدار بشكل قانوني وفق الأنظمة المحلية.
 3. إصدار السندات: تقوم شركة S.P.V بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون الموروثة للحصول على السيولة. يتم بيع هذه السندات للمستثمرين بسعر يشمل علاوة الإصدار، وتكون فوائد السندات متوافقة مع فوائد الديون الأصلية.
 4. تنسيق التواريخ والفوائد: يجب على البنك البادئ للتوريق وشركة S.P.V التنسيق بين تواريخ استحقاق المدينين والمستثمرين لفوائد ديونهم وسندايمهم، بالإضافة إلى توافق الفوائد المقررة على الديون الأصلية مع فوائد السندات المباعة للمستثمرين.

الفصل الأول

8- الأحكام والضوابط الشرعية: لعملية التوريق

التوريق في صورته التقليدية يشمل عملية بيع الديون، ويتباين النظر في جواز هذه العملية بين الفقهاء، وفيما يلي توضيح للنقاط المذكورة (دوابة، 2021، ص.ص. 12-14):

1. شروط بيع الديون لمن عليه الدين:

* يشترط الفقهاء دفع قيمة الدين على الفور (نقدًا) عند بيع محفظة القروض لمن عليه الدين، ولا يجوز على سبيل الأجل.

2. بيع محفظة القروض لغير من عليه الدين:

* الفقهاء اتفقوا عمومًا على عدم جواز بيع محفظة القروض لغير من عليه الدين على سبيل الأجل.

* حتى في حالة البيع حالاً، يرون الجمهور الفقهي عدم جواز ذلك.

3. رأي المالكية:

* المالكية يرون جواز بيع محفظة القروض لغير من عليه الدين بشروط خاصة، وهذه الشروط تشمل:

- العجلة في دفع الثمن لتجنب بيع الكالئ بالكالئ.

- حضور المدين وموافقته على الدين ومعرفته بحاله.

- قبول المدين للدين وعدم الإنكار عليه.

- بيع الدين بغير جنسه أو بجنسه بشرط المساواة.

- عدم توافر عداوة بين المشتري والمدين.

4. تحريم التوريق التقليدي:

* بناءً على الأدلة الشرعية وقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي، يعتبر التوريق التقليدي غير جائز شرعًا.

* يُعتبر التوريق بيعًا كالئ بكالئ، ويُعد هذا النوع من الصفقات ضمن دائرة الربا المحرم في الشريعة الإسلامية.

بناءً على النقاط المذكورة، يمكن القول إن التوريق في صورته التقليدية لا يتوافق مع القواعد والمبادئ الشرعية، ويجب توخي الحذر

في مثل هذه العمليات المالية لضمان الامتثال للأحكام الشرعية والعدالة في التعاملات المالية.

الفصل الأول

9- مخاطر التوريق المصرفي وكيفية إدارتها:

9-1- مخاطر التوريق المصرفي:

أ- المخاطر التي تتعرض لها البنوك:

في عمليات التوريق، تتعرض البنوك لعدة مخاطر قد تؤثر على قدرتها على سداد قيمة السندات والفوائد المستحقة عليها، هذه المخاطر تشمل (الغني و منصور، 2014، ص.ص. 421-425):

- * **مخاطر السوق:** تشمل التقلبات في الأسعار والفائدة والصراف، وهي تؤثر بشكل كبير على إيرادات البنك ورأسماله. على سبيل المثال، التقلبات في أسعار الفائدة يمكن أن تؤثر على الدخل الفائدة المحقق من الاستثمارات الإسلامية، بينما التقلبات في أسعار الصرف يمكن أن تؤثر على قيمة الأصول والالتزامات في عمليات التحويل بين العملات.
 - * **مخاطر السيولة:** تنشأ عن عدم قدرة البنك على تلبية التزاماته المالية في الوقت المناسب، مما يؤدي إلى تحقيق خسائر مالية. هذه المخاطر تتضمن عادة عدم القدرة على سداد الديون أو تلبية احتياجات السحب النقدي في حالات الطلب الكبير على السيولة.
 - * **مخاطر التشغيل:** تتعلق بالعمليات الداخلية للبنك وتشمل الخسائر نتيجة للعمليات غير الفعالة أو فشل النظم والعمليات الداخلية. هذه المخاطر يمكن أن تشمل أخطاء في إدارة المخزون، أو انخفاض كفاءة العمالة، أو انعدام التنظيم السليم لعمليات البنك.
- إضافة إلى ما سبق يمكن إضافة ما يلي (موشارة، 2022، ص 1500):

- * **مخاطر الائتمان:** يتعلق هذا النوع من المخاطر بعدم قدرة العميل على سداد الديون أو عدم وجود نية لديه لسدادها، ويمكن أن يكون سببها عدم التقدير الصحيح للمخاطر أو ظروف اقتصادية وسياسية غير ملائمة، كما تتضمن هذه المخاطر أيضًا عدم تحقيق العائد المتوقع للتسهيلات الائتمانية نتيجة لعدم تقدير المخاطر بشكل صحيح.
- * **مخاطر الأصول:** يتعلق هذا النوع من المخاطر بالأصول المكونة لمحفظة التوريق، ويمكن أن يشمل على عوامل مثل تقلبات الأسعار والقيمة السوقية للأصول وعدم القدرة على تحصيل القيمة المالية للأصول.
- * **مخاطر الإدارة:** تشمل هذه المخاطر الضعف في إدارة محفظة التوريق وقرارات سوء الإدارة، والتي قد تؤدي إلى خسائر مالية، فعلى سبيل المثال، قد يتسبب سوء إدارة محفظة التوريق في اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة، مما يؤدي إلى تحقيق خسائر غير متوقعة. كما قد تؤدي قرارات سوء الإدارة إلى تقديم خدمات غير فعالة للعملاء، مما يؤثر على سمعة البنك ويقلل من إيراداته. لذا، من الضروري أن يكون لدى البنك إجراءات وسياسات فعالة لإدارة هذه المخاطر وتقليل تأثيرها على أدائه وثباته.

ب- المخاطر التي تعترض عملية التوريق المصرفي:

تنقسم المخاطر التي تواجه عملية التوريق المصرفي إلى قسمين متمثلين في (مليكة، 2019، ص.ص. 211-213):

1. المخاطر المتعلقة بالمتدخلين:

- * **خطر إعسار المتدخلين:**
 - إعسار أحد المتدخلين يشكل خطرًا حقيقيًا في عملية التوريق، مما يتسبب في اضطراب التدفقات النقدية.
 - إعسار البنك المتداول أيضًا يعتبر خطرًا متوقعًا، حيث يحتفظ البنك بالتدفقات النقدية قبل تحويلها لحساب الإيداع.

الفصل الأول

* الصعوبات المتعلقة بتراكم وظائف المتدخلين:

- بالرغم من أن البنك المتداول لم يعد المالك للقروض، إلا أنه لا يزال مسؤولاً عنها، ويمكنه الجمع بين وظائف المسير ومقرض السيولة وحتى الضامن.
- تأثيرات مكافأة وظائف شركة التسيير والضامن وجهة الإيداع تؤثر أيضاً على تدفقات الأموال.

* خطر اضطراب التدفقات النقدية:

- توزيع التدفقات النقدية لحاملي الحصص في وقت واحد يختلف عن توزيعها وفقاً لآجال الاستحقاق المحددة عند الإصدار.
- البرنامج الزمني لإهلاك القروض المتنازل عنها لا يتماشى عادة مع آجال استحقاق الحصص، مما يتطلب ضمان تدفقات القروض لحاملي الحصص.

2. المخاطر الخاصة بمحفظه القروض:

* خطر إعسار المقترضين:

- تعثر المقترض عن التسديد يتسبب في بيع الأصول الممولة، ويعتبر هذا الخطر من الأكثر أهمية، حيث يتم تقييمه بناءً على نوعية القروض والضمانات المرتبطة بها.

* خطر التسديد المسبق:

- يتضمن التحليل المالي للتسديد المسبق أهمية كبيرة، حيث يؤدي إلى انخفاض العائد لحاملي الحصص نتيجة لتغيرات في معدلات الفائدة وشروط القروض.
- أسباب التسديد المسبق قد تتضمن التحكيم، التحرك، والإعسار المغطى.

9-2- إدارة مخاطر التوريق المصرفي:

تغطية المخاطر في عملية التوريق تضمن استقرار الاستثمارات وتعزز الثقة لدى المستثمرين، وهي عملية حاسمة لضمان نجاح العملية وتفادي المخاطر المحتملة، وتتكون عناصر تغطية المخاطر في عملية التوريق من الآتي (مليكة، 2019، ص 214، 213):

1. الضمانات الداخلية:

* **فارق القيمة (Surdimensionnement):** هذه التقنية تعتمد على تقديم ضمانات لحاملي الحصص من خلال تعهد بتوزيع

جزء فقط من التدفقات النقدية المتولدة عن القروض الأصلية. يعني ذلك أن حاملي الحصص لن يتأثروا في حالة عدم تسديد بعض المقترضين، بشرط أن تكون التعثرات أقل من مستوى الضمانات الموفرة.

* **ضمان مؤسسة الإقراض المتنازلة:** يمكن للشركة المتورقة الحصول على ضمانات من مؤسسة الإقراض المتنازلة، وتأتي هذه

الضمانات في شكل كفالة مالية أو ضمان على الأصول الممولة.

الفصل الأول

2. الضمانات الخارجية:

- * التأمين: تتعاون الشركة المتورقة مع شركات التأمين لتأمين الأوراق المالية المصدرة. يتم تحليل محفظة القروض والتأكد من سلامتها من خلال شركات التأمين، وفي حالة حدوث خسائر بسبب تعثر المقترضين، يتم تغطية هذه الخسائر بواسطة شركات التأمين.
- * الضمان البنكي: يمكن الحصول على ضمانات من المؤسسات المالية، حيث يتعهد البنك بتحمل المخاطر والتزام بإعادة شراء جزء من القروض في حالة التعثر عن التسديد.

كما قد تتبع البنوك عادةً بعض الإجراءات والقواعد التي تساهم بدورها في الحد من المخاطر التي قد تواجهها وتنقسم إلى (موشارة، 2022، ص 1501، 1500):

1. قبل عملية المنح:

- * الدراسة الجادة للعميل: يتضمن ذلك تقييم مقومات الجدارة الائتمانية للعميل من خلال دراسة المستندات المؤيدة لطلب الائتمان، كما يتم استخدام مؤشرات مثل الشخصية، القدرة، رأس المال، الضمانات، والظروف السائدة لتقدير الجدارة الائتمانية.
- * التحليل المالي:

يتم دراسة المركز المالي للعميل ومصادر تمويله لضمان قدرته على سداد القروض.

* تحديد القرض والغرض والمخاطر:

يتم تحديد نوع القرض والغرض منه بشكل دقيق، بالإضافة إلى تقدير المخاطر المرتبطة به.

* تدريب العاملين ووضع الضوابط:

يتم تدريب العاملين في مجال الائتمان ووضع ضوابط لمنح التسهيلات الائتمانية لضمان الدراسة الكافية لكافة الجوانب المالية والاقتصادية.

2. بعد عملية المنح:

* المتابعة الدورية والميدانية:

يتم مراقبة القوائم المالية للعميل ومتابعة نشاطه للكشف عن أي اختلالات في المركز المالي أو التغيرات في السوق والظروف الاقتصادية.

* تحليل المخاطر والضمانات:

يتم تحليل المخاطر العامة والقوانين الحاكمة والتأكد من استخدام التسهيل الائتماني في الغرض الممنوح من أجله، بالإضافة إلى متابعة الضمانات المقدمة.

* متابعة تحصيل الديون:

يتم متابعة نسب تحصيل الشيكات والكمبيالات وضمان موافقتها مع النسب المتعارف عليها، ومن خلال تنفيذ هذه الإجراءات بدقة

وفعالية، يمكن للبنوك تقليل المخاطر الائتمانية وضمان استدامة أعمالها بكفاءة ونجاح. (موشارة، 2022، ص 1501، 1500)

الفصل الأول

10- أهمية التوريق المصرفي:

يمكن تلخيص أهمية التوريق في النقاط التالية (السبوسي، 2019a، ص.ص. 28-30):

- * **توفير مصادر مستمرة للسيولة:** يساهم نظام التوريق في توفير مصادر مستمرة للسيولة التي تساهم في انسيابية التعاملات الاقتصادية، وهذا يؤدي إلى تحقيق المنفعة لجميع الأطراف المعنية بعملية التوريق.
 - * **تحويل الأصول الغير سائلة إلى سائلة:** يقوم نظام التوريق بتحويل الأصول الغير سائلة إلى سائلة على شكل سندات قابلة للتداول في السوق المالية، مما يقلل المخاطرة ويقلل تبعاً لها تكلفة الدين.
 - * **إضافة قيمة مضافة:** عملية التوريق تحقق قيمة مضافة من خلال عمليات التخصيص المختلفة التي تمر بها، مما يتيح تعدد الهيئات العاملة في نطاقه ويوسع دائرة النشاط الاقتصادي.
 - * **تسهيل التداول في السوق المالية:** سندات التوريق سائلة وقابلة للتداول في السوق المالية، مما يسهل عمليات التداول ويجعلها أكثر فعالية.
 - * **تعزيز الثقة وتحسين التصنيف الائتماني:** وكالات التقييم تقوم بتحديد التصنيف الائتماني لسندات التوريق بشكل دوري، مما يعزز الثقة في هذه الأدوات ويحسن موقفها في السوق.
 - * **توفير مصادر تمويل جديدة:** يساهم نظام التوريق في توفير مصادر تمويل جديدة للأسواق، خاصة في مجال الممتلكات التجارية والقروض التجارية، مما يعزز نمو الاقتصاد ويدعم الأنشطة التجارية.
 - * **تعزيز الاستثمار العقاري والاقتصادي:** توفير مصادر تمويل جديدة من خلال التوريق يعزز الاستثمار العقاري والاقتصادي، مما يساهم في تحقيق نمو مستدام وتنمية اقتصادية شاملة.
- إضافة إلى ما سبق وحسب (محيسن، 2016) نجد:
- * **توفير بدائل للإقراض التقليدي:** يسمح التوريق للمقترضين بتحويل الموجودات غير السائلة إلى سيولة نقدية، مما يوفر لهم بديلاً عن الإقراض التقليدي خارج الميزانية العمومية، ويساعدهم على توسيع نطاق أعمالهم دون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية.
 - * **تعزيز ربحية المؤسسات المالية:** عملية التوريق تسمح للمؤسسات بتوسيع نطاق عملياتها خارج الميزانية، مما يؤدي إلى تحقيق ربحية أعلى بدون الحاجة إلى زيادة في مصادر التمويل.
 - * **دعم الاستقرار المالي وتحقيق متطلبات كفاية رأس المال:** من خلال توريق الديون، يمكن للمؤسسات المالية تحقيق متطلبات كفاية رأس المال وتوفير السيولة، مما يساهم في دعم استقرار النظام المالي.

الفصل الأول

- * تحفيز عمليات الخصخصة وتوفير مصادر تمويل جديدة: يمكن استخدام التوريق كأداة لدعم عمليات الخصخصة وتوفير مصادر تمويل جديدة للمشاريع التنموية، مما يعزز نمو الاقتصاد.
 - * تقليل التكاليف وتعزيز النسب المالية: عملية التوريق تساعد في تقليل التكاليف وتعزيز النسب المالية من خلال إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية وتحسين نسب العائد على حقوق المساهمين.
 - * مواكبة التطورات في أسواق المال الدولية: تتيح عملية التوريق للمؤسسات الاقتصادية مواكبة التطورات في أسواق المال الدولية والاستفادة من أساليب التمويل الحديثة.
- علاوة على ما سبق تكمن أهمية التوريق المصرفي حسب (بباس، 2017، ص 364،365) في العناصر التالية:
- * تحسين معدل المديونية والجدارة الائتمانية: التوريق يسمح بتحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، وينتج عن ذلك تحسين معدل المديونية للمورق، كما يرتفع مستوى الجدارة الائتمانية للمورق بفضل تحسين هيكل تمويله.
 - * تحسين استدامة النشاط المصرفي وإدارة المخاطر: يسمح التوريق للبنوك بتدوير القروض السيئة لاستخدامها في منح قروض جديدة أقل مخاطرة، ويُعزز هذا النهج استدامة النشاط المصرفي، كما يزيد من الكفاءة في إدارة المخاطر المصرفية.
 - * تحسين هيكل تمويل المؤسسات المالية: يُمكن المؤسسات المالية من استخدام التوريق كبديل للحسابات التمويلية ذات التكلفة العالية، مما يُساهم في تحسين هيكل تمويل المؤسسات المالية، ويُقلل من التكاليف الناتجة عن التمويل ذو التكلفة العالية.
 - * تحقيق الامتثال لمعايير بازل 2 وتعزيز نشاط أسواق المال: يساهم التوريق في تحسين معدل كفاية رأس المال وتوسيع نشاط أسواق المال، ويساعد على تحقيق الامتثال لمعايير بازل 2 وتعزيز الاستقرار المالي، مما يُعزز الثقة في أسواق المال ويسهم في تنشيط النشاط الاقتصادي.
 - * تنويع وتحسين أداء المحفظة الاستثمارية: يمكن للمستثمر من خلال التوريق الحصول على مجموعة متنوعة من الأوراق المالية القابلة للتداول، مما يتيح للمستثمر تنويع محفظته الاستثمارية وتحسين أدائها، كما يُمكنه من الاستفادة من تغيرات قيمة الأوراق المالية في سوق التداول وتحقيق عوائد مالية مجزية.

الفصل الأول

III- التصكيك الإسلامي:

في ظل التطورات الاقتصادية والمالية المتسارعة، بدأت تتبلور حاجة ملحة لحلول مالية مبتكرة تتجاوز التحديات التقليدية في أسواق رأس المال. وفي هذا السياق، ظهرت تقنية التصكيك الإسلامي كبديل ومكمل هام للأوراق المالية التقليدية بغية توفير التمويل للمشاريع الحكومية والخاصة، وتعزيز الأنشطة المالية وتحفيز نمو الأسواق المالية. وتتمثل أهمية التصكيك الإسلامي أساساً في تقديم أدوات تمويلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مما يلبي احتياجات فئة واسعة من المستثمرين والشركات الذين يفضلون الامتثال للأصول الشرعية، فهي أداة تمويلية تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث يتم تصميمها لتجنب الفوائد والعمليات الربوية وتركز بدلاً من ذلك على توزيع الأرباح والخسائر بين الأطراف المعنية بطريقة مشروعة شرعاً، لذلك اعتبرت وسيلة فعالة لجذب الاستثمارات من القطاعين المحلي والدولي، بحيث يتيح التصكيك الإسلامي توفير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية مثل الصكوك والتمويل العقاري الإسلامي، مما يساهم في تعزيز الاستقرار المالي وتحفيز الاستثمارات في القطاعات الحيوية. ويفضل تركيبته الشرعية والمرنة، يمكن أن يشكل التصكيك الإسلامي حلاً مبتكراً ومرناً لقصور تقنية التوريق العادية، حيث يمكن أن يساهم في تعزيز الثقة في السوق وتوسيع قاعدة المستثمرين، وبالتالي دفع عجلة النمو الاقتصادي بطريقة مستدامة.

1- تعريف التصكيك الإسلامي:

1-1- لغة:

الصكوك هي جمع كلمة "صك" التي تعتبر كلمة فارسية معربة أصلها "جك" (برخشي و بركان، 2022، ص 361)، وتشير إلى تصادم شديد بين شيئين، حتى يبدو كأن أحدهما يضرب الآخر بقوة، ومن هنا جاءت التعبيرات مثل "صككت الشيء صكاً"، للدلالة على ضرب الشيء بقوة وشدة، و"صك الباب" للإشارة إلى إغلاقه بعنف وشدة. ويمكن أيضاً استخدام الصك لوصف اللحم الذي تم تصفيته بشدة، كما في تعبير "بغير مصكك"، الذي يعني أن اللحم قد تم صقله بشكل كبير. ويُستخدم أيضاً لوصف الرجل الشديد، حيث يُقال عنه "رجل مصك"، ويُطلق أيضاً على بعض الحيوانات مثل الخيول والجمال للدلالة على قوتها وشدها.

كما تعني وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو أي حق آخر في الملك، والصكاك هو إما حافظ الصكوك أو كاتبها أو مسددها. (حوات و ضويفي، 2021، ص 605)

1-2- اصطلاحاً:

عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل من هم فيه"، وكذا بأنها: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في سوق الأوراق المالية مع مراعاة ضوابط التداول. (زعيتر و زيان، 2020، ص 347)

الفصل الأول

كما جاء كذلك في بيان لمجمع الفقه الإسلامي الدولي أن "التصكيك (التوريق الإسلامي) هو إصدار وثائق أو شهادات مالية تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعياناً أو منافع أو حقوقاً، أو خليطاً من الأعيان والمنافع والحقوق) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه" (بومود و مقراني، 2024، ص 29)

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك أنها: وثائق متساوية القيمة تمثل الحصص الشائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

كذلك تم تعريف الصكوك من قبل وزارة الخزانة البريطانية وهيئة الخدمات المالية على أنها مصطلح عام يشمل مجموعة واسعة من الأدوات المالية التي تم تصميمها لتتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. (حوات و ضويفي، 2021، ص 606)

"تعرف الصكوك، كما يشير إليها مجلس الخدمات المالية الإسلامية، بأنها جمع صك، ويشار إليها عادة باسم سندات المقارضة. تُعد الصكوك شهادات تمثل حقوق ملكية لنسبة مئوية مشتركة في مجموعات مختلفة من الموجودات، سواء كانت عينية أو غير ذلك. قد تشمل هذه الموجودات مجموعة متنوعة من الأصول العينية، وقد تكون مرتبطة بمشروع محدد أو نشاط استثماري معين، وذلك وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية." (بوسطة و بلجيلالي، 2023، ص 237)

وهناك تعاريف أخرى كثيرة نذكر منها:

عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعها للغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله، ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار سواء بالربح أو الخسارة حسب الشروط الخاصة بكل إصدار. (دعاس، 2022، ص 103)

عملية التصكيك هي تحويل الأصول والموجودات والديون إلى صكوك يتم إصدارها في الأسواق الأولية وتداولها في السوق الثانوية. يمكن فهم من هذا أن التصكيك التقليدي يُنتج عنه الأسهم والسندات، المعروفة بـ "الأوراق المالية"، مما يسهل تمييز الأوراق المالية الإسلامية عن أقرانها التقليدية، والتي تعرف بالصكوك الاستثمارية. (برخشي و بركان، 2022، ص 361)

تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول، وذلك وفقاً لبعض الضوابط الشرعية. تتمثل هذه الضوابط في أساس ملكية المستثمر لأصول تولد دخلاً يمثل عائد الصك. وهناك آليات شرعية متبعة لتوفير التحوط والحماية للعميل، دون استخدام الضمان الممنوع شرعاً في المعاملات المالية. (حنيفة و خويبيزي، 2020، ص 108)

إضافة إلى ما سبق يمكن تعريف الصكوك على أنها شهادة تمثل حق الملكية الغير مقسمة بالنسبة للأصول غير الملموسة أو مجموعة من الأصول الملموسة أو نوع آخر من الأصول. وعادةً ما تكون الصكوك منظمة مثل السندات التقليدية ولكن بامتثال كامل لمبادئ الشريعة الإسلامية. بالإضافة إلى ذلك، لا يُستمد دخل مستثمري الصكوك من الديون ودفع الفائدة ولكن من حصة الدخل من الأصول الأساسية. (Augustine، 2024، ص 326)

الفصل الأول

2- نشأة الصكوك الإسلامية:

في التاريخ الإسلامي، يرجع أصل فكرة التصكيك إلى تجربة صكوك الطعام، المعروفة أيضًا بصكوك مروان بن الحكم. كانت هذه الصكوك تُستخدم لدفع أجور الجنود والعمال الإداريين، حيث كانوا يتلقون قيمتها على شكل طعام. مع مرور الزمن، ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية بمفهومها الحديث، والتي لم تتجاوز ثلاثة عقود حتى الآن. ولعب المجمع الفقهي الإسلامي دورًا أساسيًا في تأصيل هذه الفكرة بضوابط تتماشى مع التطورات الحديثة، ويمكن تتبع أهم التواريخ في تطور الصكوك الإسلامية حسب دراسة (نزار، 2016، ص.ص. 69-71) على النحو التالي:

- * في عام 1976، تم طرح فكرة صكوك إسلامية كبديل عن السندات التقليدية في المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي.
- * في 1978، قدم الدكتور سامي حمود دراسة حول "سندات المقارضة"، والتي تضمنها قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم 3 لعام 1978.
- * تم إخراج فكرة الصكوك إلى الوجود بشكل مبدع عام 1981 من قبل الأستاذ الدكتور عبد السلام العبادي، وذلك من خلال دراسة هذه الأدوات المالية في وزارة الأوقاف الأردنية.
- * في 1988، أجاز المجمع الفقهي الإسلامي الصكوك من الناحية الفقهية.
- * في مارس 1990، أصدر المجمع الفقهي فتوى تحرم السندات وتقرح الصكوك على أساس المضاربة.
- * في 2001، تم إصدار أول سندات حكومية من قبل مؤسسة نقد البحرين، بقيمة 25 مليون دولار أمريكي.
- * في 2003، أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية معيارًا شرعيًا للصكوك الاستثمار (المعيار رقم 17).
- * في 2004، وضع المجمع الفقهي الإسلامي الدولي الأحكام الشرعية لصكوك الإجارة.
- * في 2006، تم توصية بانعقاد ندوة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة.
- * في عام 2007، أكد صندوق النقد الدولي على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية.
- * في 2008، خلال الأزمة المالية العالمية، واجهت الصكوك تحديات كبيرة.
- * في 2009، ناقش المجمع الفقهي الإسلامي خصائص الصكوك وأحكامها.
- * في مايو 2010، أكدت ندوة الصكوك الإسلامية على ضرورة ضبط القواعد الشرعية التي تحكمها.

هذه التواريخ البارزة تعكس مسار تطور الصكوك الإسلامية على مر السنين، وتبين دور المجتمعات الفقهية والهيئات المالية في تأصيل وتوجيه هذه الأداة المالية بمبادئ الشريعة الإسلامية.

الفصل الأول

3- أنواع الصكوك الإسلامية:

فيما يلي نجد الأنواع التي توضح طريقة تنظيم الملكية وتداول الأصول (خوني و ساعد، 2014، ص.ص. 120-124):

1. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

يُصدر هذا النوع من الصكوك بقيمة محددة ومتساوية، حيث يكون المالك لعين مؤجرة أو موعود بالاستئجار هو الجهة المصدرة.، كما يُمكن أيضاً لوسيط مالي أن يصدر هذه الصكوك، ويكون مسؤولاً عن بيعها وتحصيل ثمنها من حصيلة الاكتتاب، وعند اكتمال الاكتتاب، تُصبح الملكية للعين مملوكة لحملة الصكوك.

2. صكوك ملكية المنافع: هناك عدة أنواع في هذه الفئة:

* صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: تتضمن وثائق ماثلة القيمة تصدرها الجهة المالكة لعين موجودة، أو وسيط مالي نيابة عنها، لغرض تأجير منافعها.

* صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: تُصدر لتأجير منافع أعيان محددة في الذمة، مع استلام الأجرة من حصيلة الاكتتاب.

* صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: تُصدر لتقديم خدمة محددة من قبل جهة محددة، وتصبح الملكية لهذه الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

3. صكوك السلم:

تُصدر لجمع رأس مال السلم، حيث تصبح السلعة مملوكة لحملة الصكوك.

4. صكوك الاستصناع:

تُصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة معينة، ويكون المنتج مملوگًا لحملة الصكوك.

5. صكوك المراجعة:

تُصدر لتمويل شراء سلعة مراجعة، حيث يكون المراجيح مملوگًا لحملة الصكوك.

6. صكوك المشاركة:

صكوك المشاركة تمثل أداة استثمارية متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل إنشاء مشروع جديد أو تطوير مشروع قائم، أو حتى لتمويل نشاط معين بناءً على عقد من عقود المشاركة. في هذا السياق، يصبح المشروع أو موجودات النشاط مملوكة لحملة الصكوك وفقاً لحصصهم المحددة. يتم إدارة صكوك المشاركة بناءً على إطارات مختلفة تشمل:

الفصل الأول

* **صكوك الشركة:** تمثل هذا النوع في وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة محددة تدار على أساس الشركة، حيث يُعين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

* **صكوك المضاربة:** تمثل هذه الوثائق مشاركة في مشروعات أو أنشطة يتم إدارتها على أساس المضاربة، حيث يتم تعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.

* **صكوك الوكالة بالاستثمار:** يُمثل هذا النوع مشاركة في مشروعات أو أنشطة يتم إدارتها على أساس الوكالة بالاستثمار، حيث يُعين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.

7. صكوك المزارعة:

وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل مشروع على أساس المزارعة، حيث يحصل حملة الصكوك على حصة في المحصول وفقاً لما يتم تحديده في العقد.

8. صكوك المساقاة:

تُصدر لتمويل سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، حيث يحصل حملة الصكوك على حصة من الثمرة وفقاً للاتفاق.

9. صكوك المغارسة:

تُصدر لتمويل غرس أشجار وجميع الأعمال والنفقات المتعلقة بهذا الغرس على أساس عقد المغارسة، حيث يحصل حملة الصكوك على حصة في الأرض والغرس. إضافة إلى ما سبق نجد:

10. الصكوك الخضراء:

اقترحت فكرة الصكوك الخضراء للمرة الأولى في فرنسا عام 2012، ومنذ ذلك الحين لفتت انتباه الكثيرين. قدّم البنك الإسلامي للتنمية مساهمات كبيرة في قطاعات الطاقة النظيفة (زعبيتري و زيان، 2020، ص 348)، كما تعتبر سندات مبتكرة وغالبًا ما تكون معفاة من الضرائب لتشجيع التمويل للمشروعات التي تركز على الحفاظ على البيئة وتقليل التلوث. تتميز هذه الصكوك بالدخل الثابت وسهولة تداولها كأدوات مالية (بوعويينة و علمي، 2022، ص 81، 80)، كما أنها غالبًا ما تكون مرتبطة بالأصول وتُدعمها الميزانية العمومية للجهة المصدرة، وتُشار إليها أيضًا باسم سندات المناخ (زيدان وآخ.، 2020، ص 90)

الفصل الأول

4- خصائص الصكوك الإسلامية:

من خلال التعاريف الواردة يتضح أن هناك مجموعة من الخصائص التي تميز الصكوك المالية الإسلامية عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية، وساهمت في انتشارها بشكل واسع، ومن بين أهم هذه الخصائص التي لخصها (بوسطة و بلجيلالي، 2023، ص 237) كالآتي:

* **ترتكز على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة:** حيث يشترك مالكوها في الربح والخسارة بصورة متساوية. يتمثل هذا المبدأ في عدم تحديد نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الاسمية، بل يتم منح مالكي الصكوك حصة من الربح الناتج عن المشروع أو النشاط الممول. تحدد حصة حملة الصكوك في الأرباح بنسبة مئوية محددة عند التعاقد، ويشترك مالكو الصكوك في الأرباح وفقاً لهذه النسبة المحددة في نشرة الإصدار، ويتحملون الخسائر بنسبة ما يملكه كل منهم، وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم المحدد.

* **وثائق الصكوك تُصدر بأسماء مالكيها بفئات متساوية القيمة:** حيث تُمثل هذه الفئات حصصاً مشتركة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري. يتم ذلك لتسهيل عملية شراء وتداول الصكوك، ويتماشى هذا النمط مع تقديم الأسهم في الشركات المساهمة، حيث تُصدر الأسهم بفئات متساوية وتُمثل حصصاً شائعة في صافي أصول الشركة. وبالتالي، فإن هذا النمط يتشابه مع تصدير السندات التقليدية التي تُصدر بفئات متساوية أيضاً.

* **يكون إصدارها وفقاً للشروط والضوابط الشرعية:**

حيث يُخصص إجمالي الصكوك للاستثمار في مشاريع يتم اختيارها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. تقوم الصكوك على أساس عقود شرعية مثل المشاركات والمضاربات وغيرها، وتتبع أحكام الشريعة الإسلامية في جوانب إصدارها.

* **القابلية للتداول بشرط أن تتوافق مع الضوابط الشرعية والقانونية:** فمن خلال الامتثال لهذه الضوابط، تصبح الصكوك متاحة للتداول بأي وسيلة مشروعة ومقبولة دينياً وقانونياً. على سبيل المثال، يمكن تداول أنواع معينة من الصكوك مثل الصكوك المضاربة والمشاركة، بينما قد تكون أنواع أخرى من الصكوك غير قابلة للتداول بسبب عدم مطابقتها للضوابط الشرعية، مثل الصكوك التي تمثل ديوناً في ذمة الآخرين، مما يحول دون تداولها كصكوك المرابحة.

* **عدم قابلية الصك للتجزئة:** يعني أن الصك لا يمكن تجزئته في مواجهة الشركة. بمعنى آخر، إذا تم نقل ملكية الصك إلى شخص آخر نتيجة للإرث أو أي سبب آخر، فإن الشخص الجديد والشخص السابق ملزمان بالتمثيل معاً أو أحدهما أمام الشركة. يعني هذا أن أي تغيير في ملكية الصك يتطلب تعاون الجميع المتورطين لتمثيل حصتهم أمام الشركة. (بوسطة و بلجيلالي، 2023، ص 237) هذا إضافة إلى الخصائص التي ذكرها (عبدالقادر و حمزة، 2024، ص 17، 18) والتي هي كما يلي:

* **تمثل الصكوك حصصاً ملكية شائعة في موجودات:** حيث تُعتبر كل صكوك حصصاً شائعة في ملكية موجودات تمها عائد، وتمثل أيضاً ديناً في ذمة مصدرها، ويمكن أن تكون هذه الموجودات أعياناً أو منافعاً أو خليطاً من الأعيان والمنافع.

* **تتمتع صكوك الاستثمار بقيمة إسمية محددة:** حيث يتم تحديدها بواسطة القانون أو نشرة الإصدار، أو مكتوبة في الصك نفسه، بالإضافة إلى تحديد العائد بنسبة شائعة من الربح التي يتفق عليها الأطراف.

* **تتحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الأصول التي تمثلها الصكوك:** حيث يُقصد بالملك مجموع التكاليف والمصاريف المارثية على ملكية الأصول، وتقع هذه الأعباء على حامل الصك وليس على المستفيد.

الفصل الأول

* تعتبر صكوك الاستثمار بديلة للسندات: حيث تلعب السندات التقليدية دورًا مهمًا في الاقتصاد بشكل عام وفي أسواق المال بشكل خاص. ومن بين أهم مزايا الصكوك الشرعية القابلة للاستخدام كأداة للتحكم في السياسة النقدية وكأداة فاعلة لتعامل البنوك الإسلامية مع البنوك الأخرى.

5- متطلبات الصكوك الإسلامية:

لكي تحقق الصكوك الإسلامية فعاليتها في تعبئة المدخرات لابد أن تتوفر فيها بعض المتطلبات ويمكن الإشارة إليها من خلال النقاط التالية (فلامي و أوكيل، 2022، ص 72):

* **الانضباط الشرعي:** يشير إلى ضرورة أن تتبع الصكوك الإسلامية الضوابط الشرعية وتبتعد عن أي عمليات قد تثير شبهة بشأن شرعيتها، بمعنى أنه يضمن هذا الانضباط أن تتم جميع الصفقات وفقًا للمبادئ الإسلامية الشرعية، مما يجعل المستثمرين يشعرون بالثقة والاطمئنان بشأن شرعية استثماراتهم، حيث أن هناك جمهور واسع من المستثمرين المسلمين يعزفون عن التعامل بأي معاملات تدور حولها شبهات تقدر في شرعيتها.

* **توفير الوصول للجميع:** يعني جعل الصكوك متاحة لجميع فئات المستثمرين بمختلف مستويات دخلهم، ويضمن هذا الجانب تمكين الجميع، بما في ذلك الأفراد ذوي الدخل المحدود، من المشاركة في الاستثمارات الإسلامية، مما يعزز المشاركة الاقتصادية والشمول المالي، ولقد كشف الواقع الاقتصادي أن فعالية العملية الادخارية لا ترتبط ولا تعتمد فقط على الأغنياء أصحاب الفوائض المالية الكبيرة، بل تعتمد أيضا وبشكل كبير على صغار المدخرين من أصحاب الدخل المتوسطة والمحدودة، بل إن مجموع مدخرات قد يتفوق في كثير من الحالات على المدخرات المجمعدة من الأغنياء أصحاب الدخل المرتفعة، وذلك لانتعاش صغار المدخرين بأهمية الادخار واستثمار المدخرات في زيادة دخولهم ومواجهة أعبائهم المالية.

* **تنوع الصكوك:** يشير إلى إمكانية تصميم الصكوك بأشكال وخيارات متنوعة تناسب مع احتياجات المستثمرين المختلفة، أي أنه يتيح التنوع للمستثمرين اختيار الصكوك التي تناسب مستوى المخاطرة والأهداف الاستثمارية الخاصة بهم، مما يعزز التنوع في المحفظة ويقلل من المخاطر المالية، بحيث تكون ذات أنشطة مختلفة، ودرجات متفاوتة، وتواريخ إطفاء انتهاء متنوعة، بما يتلاءم مع أكبر قطاع ممكن من المستثمرين.

* **الكفاءة الاقتصادية:** تعني تحقيق عوائد ملائمة ومنافسة للمستثمرين، وفرص استثمارية جيدة للمشاركة المدعومة، بمعنى آخر فهو يضمن الاستثمار الاقتصادي الناجح وتحقيق عوائد جيدة ومستدامة للمستثمرين، مما يجذب المزيد من الاستثمارات ويسهم في نمو الاقتصاد.

* **الأمان الكافي للأصول المدعومة:** يقصد به ضمان أن الأصول التي تدعم الصكوك آمنة ومحمية ضد المخاطر غير التجارية كالكوارث الطبيعية والحرائق ونحو ذلك، أي يضمن الأمان الكافي للأصول واستقرار الاستثمارات وثقة المستثمرين في أداء الصكوك، مما يحميهم من خسائر غير متوقعة.

* **إنشاء سوق ثانوية:** إنشاء بنية تحتية لتداول الصكوك بسهولة بعد إصدارها، كما يُسهل إنشاء سوق ثانوية لتبادل الصكوك بين المستثمرين بشكل فعال، مما يعزز سيولة الاستثمارات ويجذب المزيد من المستثمرين.

الفصل الأول

6- الأطراف الفاعلة في عملية التصكيك:

يكون التحكم في عملية التصكيك عبر مشاركة عدة أطراف تعمل على إدارتها، وتشمل هذه الأطراف ما يلي (بومود و مقراني، 2024، ص 30، 29):

- * **مالك الأصل أو المنشئ:** هو الفرد أو الكيان الذي يمتلك أو يبتكر المشروع المقترح للإنشاء أو التوسع (والذي قد يحتاج إلى تمويل أو سيولة). يمكن أن يكون هذا الشخص أو الكيان شركة، أو فردًا، أو جهة حكومية، أو مؤسسة مالية تعتزم استخدام تحصيل الاكتتاب في المشروع المعين أو المحدد. ولهذا المالك الأصلي خيارات في إدارة المشروع، حيث يمكنه أن يتولى إدارته بنفسه، أو أن يفوض مديرًا استثماريًا للقيام بذلك بالنيابة عنه، وقد يُمثله في عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة يتم تحديدها بواسطة نشرة الإصدار.
- * **وكيل الإصدار:** بشكل عام، تقوم شركة ذات غرض خاص، أو مؤسسة مالية متخصصة، بتنظيم وإدارة عملية الإصدار وتقديم الصكوك للمستثمرين نيابةً عن المصدر. تتمثل هذه العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار عادةً في عقد وكالة بأجر أو عمولة يتم تحديدها بناءً على شروط نشرة الإصدار.
- * **المشترون (المستثمرون أو حملة الصكوك):** يشير هؤلاء إلى الأطراف الراغبة في شراء الأصول التي تم تصكيكها بهدف الحصول على عوائد مالية. يمكن أن تكون هذه الأطراف مصارف، أو مؤسسات مالية محلية أو عالمية كبرى ذات قدرة مالية عالية، أو صناديق استثمارية، أو صناديق تحوطية، أو صناديق تقاعد، أو أفراد.
- * **مدير الإصدار:** هو الوكيل المالي الذي يمثل المكتتبين الذين يحملون صكوك الاستثمار في تنفيذ عقد الإصدار، ويتولى هذا الوكيل مهمة التفاوض والتنسيق مع الجهات المعنية بالإصدار نيابةً عن المكتتبين، مقابل رسوم أو أجر محدد مسبقًا.
- * **معهد الدفع:** هي الوكالة الوسيطة التي تتعهد بدفع الحقوق والعوائد المترتبة على حملة الصكوك بعد تحصيلها، وتقوم بتوزيع هذه الحقوق والعوائد وفقاً للشروط المتفق عليها في عقد الإصدار.
- * **مدير الاستثمار (مدير الأصول):** هي الجهة المسؤولة عن إدارة الاستثمار وتوجيهه وفقاً للشروط المبينة في نشرة الإصدار، وتقوم هذه الجهة أيضاً بإعداد الدراسات الاقتصادية اللازمة واختيار الصبغة والطريقة التي يتم بها إدارة أموال المستثمرين، وتتمثل العلاقة بين مدير الاستثمار وحملة الصكوك عادةً في إحدى الطريقتين: إما على أساس المضاربة، حيث يحصل مدير الاستثمار على نسبة شائعة من الأرباح المتحققة كمقابل لجهوده، أو على أساس الوكالة، حيث يحصل الوكيل (مدير الاستثمار) على أجر محدد مقابل خدماته.
- * **الأمين:** يُعتبر الأمين عادةً مصرفاً أو مؤسسة مالية قادرة على أداء وظائف الصرف. وهو الجهة المكلفة بحماية مصالح حملة الصكوك ومراقبة أعمال شركة الإدارة لضمان التزامها بالشروط المنظمة لعملية التصكيك كما هو موضح في نشرة الإصدار. يمكن أن يُعين الأمين منذ بداية عملية التصكيك وقد يُحدد ذلك في وثائق الترتيب الأولية، أو قد يتم تعيينه لاحقاً وفقاً للقوانين المحلية أو العرف السائد، كوكيل عن حملة الصكوك، يتم إنهاء خدمات الأمين باتفاق مع حملة الصكوك أو بناءً على قرار متفق عليه.

الفصل الأول

- * **مساعد الأمين:** يقوم بمساعدة الأمين في المتابعة اليومية لعمليات الاستثمار، حيث يكون مسؤولاً عن مراقبة الأصول والمحافظ ومتابعة أداء الاستثمارات بشكل دوري، وتقديم التقارير والتحليلات اللازمة للأمين وحملة الصكوك، وهو ما يساعد في ضمان تحقيق أهداف الاستثمار والمحافظة على مصالح حملة الصكوك.
- * **المتعهد بالتغطية:** هي الجهة المعنية بالاكتمال في الصكوك التي لم يتم اكتمالها من قبل المستثمرين، ويقوم بشراء هذه الصكوك والاحتفاظ بها، ثم يقوم بتسويتها وبيعها تدريجياً في أسواق رأس المال.
- * **مؤسسات التصنيف الائتماني:** تعتبر هذه المؤسسات جزءاً أساسياً في عملية التصكيك، حيث تتولى مهمة تصنيف الإصدارات المالية التي تُطرح في أسواق رأس المال. يتمثل هذا التصنيف في تقدير الجودة والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية المصدرة، وتحديد القدرة على سداد الديون وتقييم الثقة في المصدر. كما تُعنى هذه المؤسسات بتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وهو السعر الذي يعكس القيمة المتوقعة لها بناءً على عوامل متعددة مثل العائد المطلوب والمخاطر المرتبطة بالاستثمار وظروف السوق الراهنة.
- * **مجلس أوصياء:** يقوم حملة الصكوك بمراقبة تنفيذ الاتفاقيات، حيث أن الشركة ذات الغرض الخاص لا تكون عادةً تابعة لحملة الصكوك.
- * **هيئة الرقابة الشرعية:** هي الجهة المسؤولة عن دراسة هيكل الإصدار من الناحية الشرعية، وتقديم شهادة شرعية تثبت صلاحية آليات وعقود ووثائق الصكوك، بالإضافة إلى وضع معايير شرعية تنظم عملية التصكيك. (بومود و مقراني، 2024، ص 30)

العلاقة بين أطراف عقد الإصدار في التصكيك:

في عملية التصكيك، يُعرف طرفاً عقد الإصدار عادةً بأنهما مصدر الصكوك والمكاتبون فيها، ومع ذلك، قد تشارك شركة ذات غرض خاص في هذه العملية أحياناً. تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار في التصكيك بناءً على نوع العقد وصفته الشرعية، سواء كان ذلك عقد إجارة، أو مراجعة، أو سلم، أو استصناع، أو وكالة بالاستثمار، أو مضاربة، أو مشاركة، أو مزارعة، أو مساقاة، أو مغارسة

الفصل الأول

7- خطوات التصكيك الإسلامي:

يعتبر إصدار الصكوك أمرًا ذو أهمية كبيرة، ويتم عادة إصدار تلك الصكوك من خلال مراحل متداخلة ومتشابكة. تتضمن عملية الإصدار عادةً مجموعة متنوعة من الخطوات الأولية المعروفة باسم "تنظيم الإصدار" أو "ترتيب الإصدار". هذه الخطوات لا تتبع تسلسلاً ثابتاً، حيث يمكن أن تحدث بشكل متزامن، وقد تتقدم خطوة دون الحاجة إلى اكتمال الخطوة السابقة، كما قد يتم تنفيذ جميع الخطوات أو جزء منها فقط. وفي بعض الأحيان، قد توفر العملية بدائل متعددة للاختيار بينها. وبشكل عام، يتم إصدار الصكوك وفقاً للخطوات التالية (دوابة، 2021، ص.ص. 19-21):

* **إعداد التصور والهيكلة التنظيمي:** يتم تصميم آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية، بالإضافة إلى إجراء دراسات الجدوى، يتم تضمين نتائج هذه الدراسات والتحليلات في نشرة الاكتتاب، وقد يتزامن ذلك مع وضع النظام أو اللوائح والاتفاقيات التي تحدد حقوق وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.

من الأهمية البالغة اختيار الجهات المسؤولة عن إصدار الصكوك بعناية، حيث يسهم ذلك في بناء الثقة لدى المستثمرين. يتم ذلك عادةً من خلال توجيه الاختيارات من قبل الجهة المصدرة للصكوك، وقد يشمل ذلك استعانتها بمكاتب خبرة ووجود هيئة شرعية لضمان الامتثال للشريعة والضوابط ذات الصلة.

* **تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين):** تقترح الطريقة إنشاء شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق تتمتع بإعفاء ضريبي، حيث تكون هذه الشركة مستقلة قانونياً عن المستثمرين الذين يمتلكونها بالكامل، وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة من الصكوك. يتيح هذا النهج للمستثمرين تمثيلهم بشكل فعال في التعاملات مع الجهات المختلفة وإدارة الأصول المرتبطة بالصكوك.

* **طرح الصكوك للاكتتاب:** يتم الإعلان عن عرض الصكوك للبيع للمستثمرين بهدف جمع الأموال التي ستستخدم لتمويل الموجودات الممثلة بالصكوك.

* **تسويق الصكوك:** يتم طرح الصكوك مباشرة إلى الجمهور في هذه الطريقة، أو يتم بيع الصكوك التي تمثل الموجودات إلى المستثمر الأول، الذي غالباً ما يكون مؤسسة وساطة مالية، وتقوم هذه المؤسسة بتسويقها وبيعها للمستثمرين الذين يصبحون حاملي الصكوك.

* **التعهد بتغطية الاكتتاب:** يتم هذا من خلال تلقي تعهد بتنظيم الاكتتاب في الصكوك المتبقية، ويُقدم ذلك التعهد من قبل متعهد تغطية الإصدار. يلتزم هذا المتعهد بشراء الصكوك الباقية في الإصدار وبيعها تدريجياً، أو الاحتفاظ بها جزئياً أو كلياً. ومن ثم، يتم شراء الصكوك من المستثمرين الآخرين، سواء كانوا مستثمرين رئيسيين بشكل كامل أو جزئي.

الفصل الأول

8- الأحكام والضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية:

بعد النقاشات المتزايدة حول صكوك الاستثمار الإسلامية وزيادة الاهتمام بها، عقدت ثلاث اجتماعات لمناقشة هذه القضية في المدينة المنورة ومكة المكرمة ومملكة البحرين. وفي اجتماع لجنة خاصة في مملكة البحرين، تم تقديم تقرير إلى المجلس الشرعي. بعد النظر في المناقشات والأبحاث المقدمة، أكد المجلس على أهمية الالتزام بالمعايير الشرعية عند إصدار الصكوك. وبالتالي، يُحث المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية على الالتزام بالنقاط التالية عند إصدار الصكوك (بووقفه و العابدي، 2019، ص.ص. 5-9):

1. عند إصدار الصكوك الإسلامية:

- * الملكية الحقيقية: يجب أن تمثل الصكوك ملكية حملتها بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية يمكن تملكها وبيعها شرعاً وقانوناً، سواء كانت عبارة عن أموال، أصول، خدمات أو منافع أخرى، وفقاً للمعايير الشرعية.
- * التجارة الشرعية: لا يجوز للصكوك القابلة للتداول أن تمثل الإيرادات أو الديون إلا في حالة بيع جميع موجودات جهة تجارية أو مالية، ويجب أن تتم هذه العملية وفقاً للضوابط المشار إليها في المعايير الشرعية.
- * المضاربة: يُحظر على مدير الصكوك أن يلتزم بتقديم قروض عندما يكون الربح الفعلي أقل من المتوقع، ويُسمح بوجود احتياطي لتغطية حالات النقص في الربح بقدر الإمكان، ويمكن الحصول على تمويل مشروع على حساب حملة الصكوك.
- * الشروط القانونية: يُحظر على المضاربين والشركاء وكلاء الاستثمار التعاقد بشراء الأصول من حملة الصكوك بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك، ويجب أن تتم التعاملات بناءً على القيمة السوقية أو العادلة.
- * المراجعة والمتابعة: يجب على الهيئات الشرعية مراجعة العقود والوثائق ذات الصلة ومراقبة تنفيذها للتأكد من تطبيق المعايير الشرعية، ويُوصى بتقليل المدائبات وزيادة المشاركة الحقيقية المبنية على مبادئ الشريعة.

2. عند تحديد سعر الأصول في الصكوك الإسلامية:

- * تحديد السعر وفقاً للقيمة السوقية: إذا كانت الأصول تُباع بسعر أعلى من أسعارها في السوق، يجب ألا يتجاوز سعر البيع 1.33 مرة من قيمة السوق، وإذا كانت الأصول تُباع بسعر أقل من سعرها في السوق، ينبغي ألا يقل عن 1.67 مرة من قيمة السوق.
- * اللجوء إلى القيمة العادلة: في حال عدم إمكانية تحديد القيمة السوقية، يُسمح باللجوء إلى القيمة العادلة أو غيرها من القيم المناسبة، بشرط أن يكون هناك اتفاق تراضي بين البائع والمشتري وتقييم مناسب.
- * عدم الاعتماد على القيمة الدفترية الصافية: أكد المجلس الاستشاري الشرعي أن الاعتماد على القيمة الدفترية الصافية غير معقول في حال عدم توافر القيمة السوقية.

3. عند استخدام متحصلات الاكتتاب:

- * التمويل الشرعي: يمكن استخدام المتحصلات المتجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية شرعية، طالما أن الأدوات المستخدمة موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية وأن الغرض من التمويل يتماشى مع المشاريع والأنشطة المسموح بها شرعاً.

الفصل الأول

- * **العمليات التجارية:** يمكن أيضاً استخدام هذه المتحصلات في العمليات التجارية العامة للمؤسسات المالية التقليدية، شريطة ألا تشمل أي أنشطة أو أدوات مخالفة لأحكام الشريعة.
- * **الصكوك كحصة شائعة:** تُعتبر الصكوك حصة شائعة في حقوق صاحبها في الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار.
- * **تبادل الأصول بالورقة:** يتم تبادل الأصول بواسطة الأوراق التي تمثلها، وليس بشكل مباشر بالنقود.
- * **مبدأ مبادلة الأصول:** يتم التعامل بمبدأ مبادلة الأصول أو الاستثمار فيها، وفقاً للأحكام الشرعية.
- * **العائد كريح وليس ربا:** يعتبر العائد من الصكوك كريح مشروع وليس كرباً، مما يتماشى مع مبادئ الشريعة.
- * **استخدام رأسمال الصكوك:** يتم استخدام رأسمال الصكوك في الأغراض المتوافقة مع الشريعة، بناءً على المبادئ التي وضعتها الرقابة الشرعية.

9- مخاطر الصكوك الإسلامية وكيفية إدارتها:

9-1- مخاطر الصكوك الإسلامية:

في الاقتصاد الإسلامي، يرتبط العمل بمخاطر أكبر من الاقتصاديات التقليدية، نظراً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة، بدلاً من الاستثمار والتمويل التقليدي الذي يعتمد على ضمان رأس المال والفائدة. ويمكن تقسيم مخاطر الصكوك الإسلامية إلى عدة فئات، سنسلط الضوء على أهمها في هذا الجزء من البحث (غربي و جبلاحي، 2018، ص 144، 143):

- * **مخاطر السوق:** الأصول والأدوات المتداولة في السوق تُعتبر مصدراً لمخاطر متعددة، سواء بسبب المتغيرات الاقتصادية الكلية أو حالات الشركات. تتمثل مخاطر السوق العامة في التغيرات الواسعة في الأسعار والسياسات الاقتصادية، بينما تنشأ مخاطر السوق الخاصة نتيجة لتغيرات في أسعار الأصول والأدوات بسبب ظروفها الفريدة.

الصكوك الإسلامية لا تتأثر مباشرة بأسعار الفائدة، لكنها قد تتأثر بأسعار الفائدة إذا استخدمت كمرجع في التمويل بالمراجحة، كما يمكن أن تتأثر بأسعار الأسهم بسبب التقلبات في أسواق رأس المال نتيجة لعوامل حقيقية أو غير أخلاقية، أما بالنسبة لمخاطر أسعار الصرف فتتعلق بتقلبات أسعار العملات في المعاملات الآجلة، كما تتأثر الصكوك الإسلامية بمخاطر أسعار السلع الحقيقية نتيجة لتغيرات في قيمة الأصول المادية، دون أن ننسى التضخم الذي يمكنه التأثير بخفض قوة الشراء للنقود وزيادة الأسعار، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الاستثمارات.

- * **مخاطر الائتمان:** مخاطر الائتمان ترتبط بقدرة الطرف الآخر في العقد على الوفاء بالتزاماته، وتظهر في الدفتر التجاري للبنك عندما يعجز العميل عن الوفاء بشروط القرض. في الصكوك الإسلامية، تنشأ مخاطر الائتمان إذا لم يلتزم العميل بالتزاماته أو يتراجع عن الصفقة، أو لا يقوم بتوريد السلع كما هو متفق عليه.

الفصل الأول

* **مخاطر التشغيل:** مخاطر التشغيل تنشأ نتيجة لفشل العمليات الداخلية أو الأنظمة العاملة، أو بسبب الأحداث الخارجية كالاختلاس والسرقة والجرائم الإلكترونية، وتؤثر مخاطر التشغيل على الصكوك الإسلامية من خلال عدم توفر الكفاءة الإدارية التي تضمن القيام بوكالة حملة الصكوك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها في المستقبل، والحفاظ على مركزها التنافسي وسمعتها. كما تؤثر هذه المخاطر على الثقة لدى المتعاملين بسبب ضعف الرقابة الشرعية والصورية، مما ينعكس سلباً على سمعة المؤسسة المصدرة للصكوك.

* **المخاطر القانونية:** عدم وضوح العقود المالية في الصكوك الإسلامية يمكن أن يؤدي إلى نشوء مخاطر قانونية ترتبط بالنظام الأساسي والتشريعات والأوامر الرقابية التي تنظم الالتزام بالعقود والصفقات. قد تكون هذه المخاطر خارجية، مثل الضوابط الرقابية التي تؤثر في بعض أنواع الأنشطة المصرفية، وقد تكون ذات طبيعة داخلية ترتبط بإدارة المؤسسة وموظفيها، مثل الاحتيال وعدم الالتزام بالضوابط والقوانين.

* **مخاطر السيولة:** ترجع عادةً إلى عدم قدرة المؤسسة على تنفيذ التزاماتها في الوقت المحدد دون تكبد خسائر غير مقبولة، وتشمل أيضاً عدم القدرة على التعامل مع تراجع غير متوقع في مصادر التمويل، وضعف الإدارة في التعامل مع التغييرات في ظروف السوق التي يمكن أن تؤثر بشكل كبير على قدرة المؤسسة على تسهيل قيمة الصكوك بسرعة وبأقل خسارة في القيمة.

* **مخاطر المخالفات الشرعية:** تندرج ضمن المخاطر الخاصة بخصوصية الصكوك الإسلامية، حيث يشمل ذلك استخدام الصكوك في المحرمات، سواء كانت محرمة بحد ذاتها مثل التعامل في السلع والخدمات المحرمة، أو كانت محرمة بمنافعها مثل الربا والقمار والغش والخيانة والتدليس وما شابه. بما أن مصدر الصكوك وحاملها يأتون بناءً على استثمار الأموال فيما شرعه الإسلام، فإنه يمكن أن تحدث بعض المخالفات الشرعية من الطرفين، وهو ما يعتبر مخاطر يتحملها الطرف الآخر. (غربي و جبلاحي، 2018، ص 144)

تأكيداً لما سبق نجد دراسة (Nurhanifah، 2024، ص 2) التي تتطرق إلى أنه على الرغم من نمو الصكوك الإسلامية وإمكاناتها، إلا أنها تواجه عدة تحديات تعيق تحقيقها الكامل، كما أنها تُقيّم بشكل حرج قضايا مثل توحيد هيكل الصكوك الإسلامية، وتوحيد التنظيمات القانونية، وقيود السيولة، وتصوّر المستثمرين لتحديد التحديات الرئيسية التي تواجه سوق الصكوك، ويذكر دراسة أولوسوي وإيلا (2018) التي تقدم تحليلاً شاملاً للتحديات التي تواجه قطاع الصكوك. يسلطون الضوء على عدم الاتساق في وثائق الصكوك وتفسير مبادئ الشريعة الإسلامية، مما يؤدي إلى وجود سوق ثانوي محدود للصكوك، والغموض داخل سوق الصكوك، وزيادة تكاليف الإصدار. وبالتالي، يشددون على أهمية إنشاء مجلس شرعي عالمي موحد، كذلك يضيف دراسة رحمن وآخرون (2020) التي أظهرت أن العقبات الرئيسية التي تعيق توسيع الصكوك تشمل مخاطر الاستثمار، وغياب المقاييس الأداء الموحدة، وارتفاع تكاليف المعاملات، وعائدات غير مؤكدة، وعدم كفاية توافر السندات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وثقة المستثمرين، وفجوات المعرفة.

الفصل الأول

2-9- إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية:

تتنوع آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية بحسب طبيعة المخاطر التي قد تواجهها، ومن أهم هذه الآليات (مهري و سمالي، 2017، ص.ص. 232-235):

* دراسة الجدوى:

دراسة جدوى المشاريع التي تستفيد من أموال حصيلة الصكوك تعد ضرورية لتقليل المخاطر وضمان نجاح الاستثمار، حيث أن تقويم جدوى المشروع من منطلق إسلامي يحكمه ما يدعى بـ "الربحية الإسلامية" حيث يُحكم التمويل الموجه نحو المشاريع المتوافقة مع الأحكام الشرعية، مثل النشاطات الحلال. يُراعى أيضاً تحقيق الكفاءة الاقتصادية لتحقيق الأهداف المالية بشكل فعال، وتوجيه الاستثمارات وفقاً للأولويات الإسلامية والاحتياجات الاجتماعية، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية في جميع المراحل. هذه الخطوات تُساهم في تقليل مخاطر الصكوك الإسلامية وتعزيز الثقة فيها بين المستثمرين والمجتمع بشكل عام.

* كفاءة الإدارة والرقابة عليها:

كفاءة إدارة الصكوك الإسلامية تعد أساسية لربحيتها ونموها، إذ تجمع بين التحديات المتعلقة بالربحية والسيولة والأمان، بالإضافة إلى المسؤوليات الأخلاقية والاجتماعية. تشجع التوجيهات الإسلامية على دمج الجوانب الأخلاقية والفنية في إدارة الصكوك، وتحت على اختيار الشركاء والعاملين ذوي الكفاءة والأخلاق الطيبة. يُعتبر من أهم عوامل خفض المخاطر إعطاء حملة الصكوك حق المراقبة من خلال جمعيات عامة تمثلهم، مما يساهم في تجنب المخالفات الشرعية وتقليل المخاطر الائتمانية والتشغيلية.

* الضمانات:

الضمانات في الفكر الاقتصادي الإسلامي تشكل وسيلة للتعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية. من أبرز هذه الضمانات الكفالة، حيث يتعهد شخص بتحمل التزام آخر على سبيل التبوع، وهي طريقة فعّالة لتقليل مخاطر توظيف حصيلة الصكوك، بما في ذلك المخاطر الائتمانية والمخالفات الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها. كما يعد الرهن وسيلة للحماية من المخاطر، حيث يمنح الدائن الحق في بيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه، مما يقلل من المخاطر الائتمانية بشكل كبير. ويمكن رهن المال القابل للتملك والبيع، ويجوز أيضاً رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه. وينبغي ألا يتضمن الضمان ضمان رأس المال أو ربح مضمون، فضلاً عن أنه لا يمكن الرجوع إليه في بعض أنواع الصكوك مثل الاستثمار والمضاربة، ما لم يتم تجاوز الشروط المحددة مسبقاً. إضافة إلى ذلك، يمكن إيجاد متعهد باسترداد قيمة الصكوك، سواء كانت الجهة المتعهددة مختلفة عن الجهة المديرة أو الجهة نفسها، وهذا يساهم في توفير ضمان لأصول الصكوك وعوائدها.

الفصل الأول

* التأمين التعاوني:

التأمين التعاوني يعتبر آلية من آليات الحماية في الفكر الاقتصادي الإسلامي، حيث يوفر وسيلة للتأمين ضد مخاطر الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر الأصول، كما يتيح التأمين التعاوني تأمين الأصول الاستثمارية ضد جميع المخاطر التي قد تواجهها هذه الأصول، مما يساهم في تقليل المخاطر المالية التي يتعرض لها حاملو الصكوك والمستثمرون.

* الاحتياطات:

تكوين الاحتياطات يعتبر ضماناً فعالاً لمخاطر الصكوك الإسلامية، حيث يمكن استخدامه للتعامل مع مجموعة متنوعة من المخاطر، وتحقيق الربح في نفس الوقت، يمكن تكوين الاحتياطات من خلال استخدام أرباح المضاربة قبل توزيعها لحملة الصكوك، بهدف الحفاظ على مستوى معين من العائد على الصكوك، كما يمكن اقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد توزيع أرباح المضارب لتكوين احتياطي يهدف إلى حماية الصكوك من المخاطر المستقبلية للخسارة، إضافة إلى ذلك فإن قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار يسمح بتقديم توصيات لتشكيل احتياطات من أرباح الصكوك لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال، مما يعزز استقرار وثبات الصكوك في السوق.

* التحوط:

آلية التحوط الآلية تهدف إلى حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات في أسواق الأصول والأسواق المالية، يمكن استخدام هذه الآلية لمواجهة المخاطر شريطة ألا تنتهك الشروط الشرعية، مثل عدم تأجيل البدلين بشكل ينتهك الحظر الشرعي على بيع الكالئ بالكالئ، كذلك يمكن التحوط عبر عقود السلم الشرعية التي تشترط دفع الثمن في مدة معينة، كما يمكن استخدام البيع الآجل لتأجيل الثمن وتسريع دفع المشتري، كما يمكن أيضاً استخدام الخيار الشرعي لتحوط المخاطر، مثل تحديد مدة خيار للسلعة عند الشراء. ويمكن تحوط مخاطر سعر الفائدة من خلال استخدام معايير عائد الفرصة البديلة لتحديد عائد المراجعة. كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال توحيد العملة والاستفادة من العملات المستقرة في التعاملات، بالإضافة إلى إجراء قروض متبادلة بدون فوائد وباختيار عملات ثابتة.

* التنوع:

التنوع في استثمارات الصكوك الإسلامية يهدف إلى تقليل المخاطر دون التأثير السلبي على العائد، ويمكن تحقيق ذلك من خلال عدة طرق، مثل تنوع جهة الإصدار وتواريخ الاستحقاق، والتنوع القطاعي، والتنوع الدولي. على سبيل المثال، يمكن تقديم الصكوك لفترات زمنية مختلفة، سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، وذلك لمواجهة التحديات المالية والاقتصادية المتغيرة. كما يمكن توزيع الاستثمارات على قطاعات متنوعة، مما يقلل من تأثير التقلبات في قطاع معين على الاستثمار بشكل كبير. ويمكن أيضاً التوسع في الاستثمارات الدولية لتقليل المخاطر النظامية وللتحوط ضد تقلبات أسعار الصرف. (مهري و سمايلي، 2017، ص.ص. 234-235)

الفصل الأول

10- أهمية التصكيك الإسلامي:

لا يختلف اثنان في موضوع الأهمية البالغة للصكوك الإسلامية، وستتطرق فيما يلي لملامح هذه الأهمية على عدة مستويات متمثلة فيما يلي:

* على مستوى الاقتصاد الكلي:

تعتبر الصكوك من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة وأداة فعالة لتمويل المشاريع الضخمة خاصة التي تعجز عنها جهة واحدة كمشاريع البنى التحتية، ويتجلى دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد من خلال ما يلي (العرايبي وحمو، 2017، ص 71):

1. **المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية:** فالصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنى التحتية كالنفط والغاز والطرق... وغيرها، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في تمويل المشاريع الاستثمارية، لأنها قادرة على تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية وتنوع الصكوك الإسلامية بشكل يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة
2. **توزيع وتخصيص المخاطر:** تعمل الصكوك من خلال آلية المشاركة في الربح والخسارة على تخصيص المخاطر تخصيصاً أمثل، عن طريق تقاسم المخاطر بين أطراف العقد، مما يخفف من الصدمات المترتبة على تحقق هذه المخاطر، فكل طرف يتحمل المخاطر حسب قدرته، فملاك الصكوك يتحملون جزء من المخاطر يتناسب وعدد صكوكهم ويقدر مساهمتهم في رأس المال، وأصحاب الاستثمارات يتحملون جزء من المخاطر هذا التقاسم للمخاطر من شأنه أن يضيفي جو من الطمأنينة والثقة بين أطراف العملية التمويلية؛
3. **معالجة العجز في الموازنة العامة:** إذ تمكن الصكوك من المشاركة الشعبية الشاملة من قبل الأفراد لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة؛
4. **القضاء على مشكلة البطالة والأموال المعطلة:** تساهم صكوك الاستثمار الإسلامية في القضاء على مشكلة البطالة، وزيادة مستوى التشغيل وفي تشغيل الأموال المعطلة، كون هذه الصكوك تحقق رغبات كل من المستثمرين والمدخرين على حد سواء.
5. **معالجة الضغوط التضخمية في الاقتصاد:** فالصكوك تتيح الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدامها ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة الزائدة في السوق، ومن ثم خفض معدلات التضخم.
6. **تحقيق توزيع عادل للثروة:** تتيح الصكوك الاستثمارية الإسلامية لجميع المستثمرين المشاركة في الربح الفعلي للمشروع بنسبة معقولة، مما يساعد في تحقيق توزيع عادل للأرباح والخسائر على حد سواء. وتسمح الصكوك بمشاركة واسعة النطاق للجمهور في تلبية الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الميزانية العامة، مما يساعد في التصدي للعجز في الميزانية المتاحة. (Yousif، 2024)،

ص (27)

الفصل الأول

* على مستوى الأوراق المالية:

تلعب الصكوك الإسلامية دورا كبيرا في تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية بشكل عام وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص، وتتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصات الأوراق المالية من خلال (العراقي وحمو، 2017، ص 72):

1. ابتكار الأدوات المالية والاستثمارية: الصكوك الإسلامية تعمل على ابتكار أدوات مالية واستثمارية جديدة، إذ تتيح ابتكار الصكوك الإسلامية توفير فرص استثمارية متنوعة، مما يحفز النمو الاقتصادي وينشط الاقتصاد.
2. بديل للمعاملات المصرفية: الصكوك الإسلامية تقدم أدوات استثمارية ملائمة تمثل بدائل قريبة للمعاملات المصرفية التقليدية، مما يزيد من جاذبيتها للمدخرين ويعزز دورها في تمويل الاستثمار.
3. تعظيم المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار: التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية يساهم في توسيع دائرة الاستثمار وتعظيم المدخرات، حيث يساهم في توطيد المدخرات وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار، مما يعزز النمو الاقتصادي.
4. زيادة كفاءة السوق المالية: زيادة كمية ونوعية الصكوك الإسلامية يعمق ويوسع السوق المالية، ما يعزز من كفاءتها، وبالتالي يزيد من كميات التداول ويساهم في تلبية احتياجات التمويل والاستثمار بشكل أفضل.
5. تعزيز الطلب العالمي: الصكوك الإسلامية تعزز الطلب العالمي عن طريق مرونتها وسيولتها، حيث تجذب الصكوك الإسلامية المستثمرين من مختلف أنحاء العالم بفضل مرونتها وسيولتها، مما يعزز مكانتها كبديل قوي للأوراق المالية التقليدية.

* على مستوى المصارف الإسلامية:

يلعب التصكيك دورا بارزا في زيادة فعالية وكفاءة المصارف الإسلامية وذلك من خلال (العراقي وحمو، 2017، ص 73):

1. الموازنة بين أصول وخصوم المصارف الإسلامية: التصكيك يساعد في موازنة أجلي الموارد والاستخدامات، مما يخفف من مخاطر عدم التوافق الزمني.
2. تمكين المصارف من جذب السيولة وإدارتها بشكل فعال: يعزز التصكيك قدرة المصارف على جذب السيولة لتمويل احتياجاتها، كما يمنحها الفرصة لإدارة السيولة الفائضة.
3. تنوع مصادر التمويل: يساهم التصكيك في توسيع مصادر التمويل للمصارف الإسلامية وتعزيزها بمصادر متعددة الآجال.
4. تحسين ربحية المصارف ومراكزها المالية: يزيد التصكيك من ربحية المصارف الإسلامية من خلال استبعاد الاستثمارات المصكوكة من بنود الميزانية، مما يقلل من الحاجة إلى تخصيص مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة.

الفصل الأول

5. إدارة المخاطر الائتمانية بشكل فعال: يعتبر التصكيك طريقة فعالة لإدارة المخاطر الائتمانية في المصارف الإسلامية، حيث يحد من المخاطر المتعلقة بتمويل الأصول.

* على مستوى المستثمرين:

تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين فيما يلي (غري و جبلاحي، 2018، ص 139):

1. تكاليف منخفضة: الصكوك توفر أدوات استثمارية بتكلفة منخفضة نسبياً مقارنة بالاقتراض البنكي، نظراً لقلّة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بها.
2. عدم الاعتماد على التصنيف الائتماني: الصكوك الإسلامية غير مرتبطة بتصنيف الائتمان للمصدر، بل تعتمد على هيكل داخلية محددة ودعم خارجي من خلال خدمات التحسين الائتماني، مما يجعلها تتمتع بتصنيف ائتماني عالٍ.
3. مبدأ البيع الفعلي للأصول: المصدر للصكوك يتعهد ببيع الأصول الفعلية إلى هيكل التصكيك، وبالتالي لا يمكنه استخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصول محل التعاقد.
4. عوائد مجزية: الصكوك الإسلامية توفر عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى كالسندات.
5. التنبؤ بالتدفقات النقدية: يمكن التنبؤ بالتدفقات النقدية للصكوك الإسلامية، مما يساهم في إدارة الاستثمار بشكل فعال.
6. تنوع الفرص الاستثمارية: الصكوك الإسلامية توفر فرص استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات، مما يساعدهم في إدارة سيولتهم بصورة مرّحة ومتوازنة.

* على مستوى المصدر الأصلي:

تتمثل الأهمية فيما يلي (بوسطة و بلجياي، 2023، ص 240، 239):

1. الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها: عمليات التصكيك تساعد في موازنة مصادر الأموال مع استخداماتها، مما يقلل من مخاطر عدم التوافق بين أجال الموارد واستخداماتها.
2. زيادة قدرة المنشآت على إنشاء الأموال وتأمين السيولة: التصكيك يضاعف من قدرة المنشآت على تحرير الأموال وتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة. كما يساعد في تنويع مصادر التمويل وتحسين نسبة كفاية رأس المال من خلال عمليات خارج الميزانية.

الفصل الأول

IV- مقارنة بين آليات التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي:

تشهد عمليات التوريق في الوقت الحالي تطورات ملحوظة في السوق المالية العالمية، حيث يعتبر التوريق من الأدوات الرئيسية لتمويل الأعمال التجارية والمشاريع الاستثمارية، وتعتمد هذه العمليات على تقديم الأوراق المالية والصكوك وغيرها من الأدوات المالية للمستثمرين والمؤسسات المالية، والتي تتميز كل منها بسمات وميزات خاصة تجعلها محط اهتمام المستثمرين والبنوك على حد سواء، وتعكس هذه العمليات الديناميكيات المالية والاقتصادية في المجتمعات المعاصرة، وتلعب دوراً حيوياً في دعم النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة، وفيما يلي سنعمل على تقديم مقارنة بين آليات التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي وهذا استناداً على دراسة (علقمة، 2021، ص.ص. 20-23):

1. من حيث النشأة والتاريخ:

- * التوريق التقليدي: نشأ في القرون الوسطى في أوروبا كوسيلة لتمويل الحروب والمشاريع الكبيرة.
- * التصكيك الإسلامي: نشأ كرد فعل على الفوائد المحرمة والمعاملات الربوية، حيث تطورت الصكوك الإسلامية لتوفير حلول تمويلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

2. من حيث الضوابط الشرعية والاقتصادية:

- * التوريق التقليدي: قد تكون المعاملات غير محددة بالضوابط الشرعية.
- * التصكيك الإسلامي: تلتزم بالضوابط الشرعية وتحظى بالموافقة من هيئات رقابية شرعية.

3. من حيث أنظمة الإصدار:

- * التوريق التقليدي: تعتمد على أساسيات قانونية معتادة.
- * التصكيك الإسلامي: تبني أنظمة مختلفة مثل نظام الترسد والعقود القائمة على الثقة.

4. من حيث الأطراف المتداخلة:

- * التوريق التقليدي: تشمل البنوك، والشركات، والحكومات.
- * التصكيك الإسلامي: تشمل البنوك الإسلامية، والمؤسسات المالية الإسلامية، والمستثمرين الشرعيين.

5. من حيث هيكلية الصكوك:

- * التوريق التقليدي: قد تتباين الهياكل بناءً على الاحتياجات المالية.
- * التصكيك الإسلامي: تتباين الهياكل بناءً على متطلبات الشريعة الإسلامية والمخاطر المالية.

6. من حيث التصنيف الشرعي والائتماني:

- * التوريق التقليدي: يتم التركيز بشكل أساسي على التصنيف الائتماني.

الفصل الأول

* التصكيك الإسلامي: يتم التركيز على التصنيف الشرعي إلى جانب التصنيف الائتماني.

7. من حيث المضمونية والغير مضمونة:

- * التوريق التقليدي: يمكن أن تكون السندات مضمونة أو غير مضمونة بحسب الصكوك.
- * التصكيك الإسلامي: توفر صكوك مضمونة وغير مضمونة وفقاً لمتطلبات الشريعة الإسلامية.

8. من حيث المعالجة المحاسبية لعمليات التصكيك:

- * التوريق التقليدي: قد تستخدم معايير دولية مثل IFRS 9 لتقييم المخاطر وتحديد الربح وفقاً للتغيرات في القيمة العادلة.
- * التصكيك الإسلامي: تستخدم معايير شرعية خاصة بضوابط الفقه الإسلامي وتحديد القيمة والأرباح.

9. من حيث ضمانات الصكوك الإسلامية وهياكل الإصدار:

- * التوريق التقليدي: الضمانات تعتمد على قوة الشركة البادئة ومصداقيتها في السوق.
- * التصكيك الإسلامي: الصكوك غالباً ما تحتوي على ضمانات شرعية وهياكل إصدار متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مما يضمن مستوى إضافياً من الثقة للمستثمرين.

10. من حيث شركة ذات الغرض الخاص وعمليات التعزيز الائتماني:

يمكن التمييز بين التوريق و التصكيك من حيث شركة ذات الغرض الخاص و التعزيز الائتماني في النقطتين التاليتين: (علقمة، 2021، ص.ص. 23-26)

- * التوريق التقليدي: يمكن أن تتبنى شركة ذات الغرض الخاص ترتيبات تعزيز ائتماني لتعزيز جاذبية السندات.
- * التصكيك الإسلامي: يتم تنظيم شركات ذات الغرض الخاص بمراعاة الشريعة الإسلامية وتقديم الحماية للمستثمرين، مما يسهم في تعزيز الثقة والاستقرار في السوق.

11. من حيث الشركة ذات الغرض الخاص (علقمة، 2021، ص 27):

* التوريق التقليدي: يكون التركيز على جانبيين:

- أشكال تنظيمية:

- الشركة ذات الغرض الوحيد (Single Purpose Company): تأسست لغرض محدد، مثل إصدار سندات معينة أو تمويل مشروع محدد.
- وحدات الائتم (Trusts): تستخدم لتجميع الأصول وإصدار السندات أو الأوراق المالية بالتفويض من المستثمرين.
- الشركة ذات المسؤولية المحدودة (LLCs): يتم إنشاؤها بموجب القوانين المحلية وتوفر حماية للمساهمين من المسؤولية الشخصية.

الفصل الأول

- الاستقلالية المالية والقانونية:

- تكون الشركات ذات الغرض الخاص مستقلة مالياً وقانونياً عن الجهة المنشئة لها، ويتم تحديد هيكلها وصلاحياتها بما يتماشى مع متطلبات العمليات التوريقية ومصالح المستثمرين.

* التصكيك الإسلامي: يكون التركيز على جانبين:

- أشكال تنظيمية:

- قد تتخذ الشركات ذات الغرض الخاص في التصكيك أشكالاً مماثلة للتوريق التقليدي مثل الشركات ذات الغرض الوحيد ووحدات الائتمان.
- يمكن أيضاً استخدام هياكل خاصة تنظيمية تتوافق مع المبادئ الشرعية الإسلامية وتلبي احتياجات الصكوك الإسلامية.

- الاستقلالية المالية والقانونية:

- يشترط أن تكون الشركات ذات الغرض الخاص في التصكيك مستقلة مالياً وقانونياً عن الجهة المنشئة لها، مما يضمن الشفافية ومصالح المستثمرين ويتوافق مع الأحكام الشرعية.

الفصل الأول

خلاصة الفصل الأول:

ختاماً نستخلص أن سوق رأس المال يعتبر عموداً فقرياً في الاقتصاد العالمي، فهو يشكل مساحة حيوية لتبادل الأصول المالية والاستثمارات، مما يحفز نمو الشركات والاقتصادات. يُعتبر هذا السوق مركزاً للتمويل والاستثمار، حيث يتم تداول الأسهم والسندات والعقود والسلع المالية الأخرى. يشتهر سوق رأس المال بتوفير فرص للمستثمرين للاستفادة من التقدم الاقتصادي ونمو الشركات، مما يساهم في توفير تمويل للمشاريع الجديدة ودعم الابتكار والتوسع. يعمل السوق كآلية لتقييم قيمة الشركات وتحديد أسعار الأصول، مما يساهم في تعزيز الشفافية وتقليل المخاطر المالية. وبفضل التكنولوجيا المالية المتقدمة، يتم تحسين كفاءة وفعالية عمليات التداول وإدارة المخاطر، مما يجذب المزيد من المستثمرين ويعزز التنافسية العالمية للسوق. في الختام، يلعب سوق رأس المال دوراً حيوياً في دعم الاقتصاد وتمويل المشاريع وتحفيز النمو الاقتصادي، مما يعزز الازدهار الاقتصادي ويساهم في تحقيق التنمية المستدامة.

من جهة أخرى، يُعتبر التوريق المصرفي في سوق رأس المال جزءاً أساسياً من بنية السوق المالية الحديثة، حيث يعزز الاستقرار المالي ويدعم عمليات التمويل والاستثمار على المدى البعيد. ويساهم التوريق في توفير فرص استثمارية للمستثمرين وتحقيق عوائد مالية، مما يعزز الثقة في السوق المالية ويساهم في نمو الاقتصاد. بشكل عام، يمثل التوريق المصرفي جزءاً أساسياً من بنية السوق المالية الحديثة، حيث يساهم في تعزيز الاستقرار المالي ودعم عمليات التمويل والاستثمار على المدى البعيد. ومن ناحية أخرى، يُعتبر التصكيك جزءاً أساسياً من تنوع وتطوير سوق رأس المال، حيث يلبي احتياجات المستثمرين ويوفر تمويلاً شرعياً وفقاً للأسس الإسلامية. يساهم التصكيك في تنوع خيارات الاستثمار وزيادة الشفافية في السوق، ويعزز الاستقرار والثقة في السوق المالية.

من هذا كله نستنتج أن التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي آليات تمويلية متنوعة ومبتكرة تلبي احتياجات المستثمرين وتدعم التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي وكتاهما تلعب دوراً مهماً في تفعيل سوق رأس المال.

الفصل الثاني:

دور التوريق المصرفي والتصكيك
الإسلامي في تفعيل سوق رأس المال
الماليزي

الفصل الثاني

تمهيد:

التنوع في الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال هدفه تنشيط وتفعيل هذا الأخير حيث كانت الأدوات المالية التقليدية مسيطرة في السوق، إلى أن امتناع بعض المستثمرين للتعامل بما أوجب الحاجة إلى وجود بديل يوافق قواعد الشريعة الإسلامية والمتمثل في الصكوك الإسلامية والتي اعتبرت حلا للابتعاد عن السندات التقليدية الربوية، فقد شهدت انتشارا واسعا في الدول الإسلامية والدول الغربية على حد سواء، بحيث تقوم بدور الوسيط المالي بين المدخرات الوطنية والمجالات الاستثمارية المختلفة، فالأفراد ومختلف المؤسسات يشاركون في تمويل مشروعات استثمارية حقيقية دون الخوض في معاملات تخالف الشرع.

يعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من النماذج الناجحة التي اعتمدت على صناعة الهندسة المالية الإسلامية، برزت أهمية هذا السوق عالميا في الآونة الأخيرة نظرا لتوسعه في حجم الإصدار والتداول لهذه الأدوات فالיום مقاصد الشريعة الإسلامية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، هو جهد تنموي أساسي لمواصلة تعزيز صناعة قوية ومرنة.

سنتطرق إلى تبيان دور وأهمية التوريق المصرفي والصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامي من خلال دراسة التجربة الماليزية باعتبارها أفضل مثال جسد على أرض الواقع في مجال المالية الإسلامية بصفة عامة وإصدار الصكوك المالية الإسلامية بصفة خاصة، فقد أصبحت هذه الأخيرة أحد البدائل التمويلية المكتملة للأدوات التمويلية التقليدية، ما ساهم في التنمية الاقتصادية لدولة ماليزيا بشكل واضح.

الفصل الثاني

1- الدراسات السابقة:

لقد استعنا في بحثنا ببعض الدراسات السابقة التي تطرقت لموضوع التوريق والتصكيك في سوق رأس المال أهمها:

* الدراسة رقم 01: من إعداد (2018) Nurayati Dabas1, Mohammed Hariri Bakri

Islamic Securitization Conceptual Framework in Malaysia : Title

تهدف الدراسة إلى استكشاف التوريق الأصولي الإسلامي في ماليزيا، مع التركيز على تحليل الشروط والمتطلبات الشرعية المتعلقة بهذه العمليات. واستعانت الدراسة بالطريقة التحليلية لتفكيك المفاهيم والشروط الشرعية المطبقة على التوريق الأصولي الإسلامي، مما أتاح تطبيقها بشكل فعال في السياق الماليزي. وبالاستناد إلى المراجعة الشاملة للأدبيات السابقة، تم وضع إطار مفاهيمي واضح يساعد في فهم أعمق لتوريق الأصول الإسلامي في هذا السياق، مما يساهم في تعزيز الفهم والتطبيق الفعال لهذه العمليات في ماليزيا.

* الدراسة رقم 02: لصفية العمرية والجوزي جميلة بعنوان تأثير إصدارات الصكوك الإسلامية على كفاءة أداء سوق رأس

المال الماليزي دراسة قياسية (2020)

سعت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير إصدار وتداول الصكوك الإسلامية على كفاءة أسواق رأس المال. وباستخدام الأدوات الإحصائية مثل اختبار KPSS واختبار Perron-Phillips واختبار ADF خلال الفترة الممتدة (2004-2019) إستنتجت أن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي كفاء على المستوى الضعيف، مما يؤكد أن الصكوك الإسلامية تساهم في زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال توفير السيولة والشفافية وتقليل المخاطر. وقد توصلت الدراسة، من خلال استعراض التجربة الماليزية الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، إلى تأكيد وجود علاقة إيجابية بين إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية ومؤشر رزمة السوق.

كما قيمت الدراسة الصكوك الإسلامية على أنها من بين أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، ووسيلة جذب للمدخرات الحقيقية وتجميع الأموال الضرورية لتمويل مختلف المشاريع التنموية.

* الدراسة رقم 03: لبن ربيع حنيفة وخبيزي مريم بعنوان تقييم مساهمة الصكوك الإسلامية في إنعاش التنمية الاقتصادية

(التجربة الماليزية) جامعة الجزائر 3 بتاريخ 2020/9/1

تأتي هذه الدراسة بهدف إبراز أهمية الصكوك الإسلامية في توفير تمويلات للدول ومؤسساتها، وتعزيز التمويل الشرعي وكذلك دورها في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، تكمن أهميتها خاصة في ظل الحاجة المتزايدة لآليات تمويل متوافقة مع الشريعة الإسلامية، من خلال استعراض التجربة الماليزية في مجال الأسواق المالية الإسلامية، وبالتحديد في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، إستعان الباحثان بالمنهج التحليلي لتفسير إحصائيات عن سوق الأوراق المالية والصكوك خاصة.

أظهرت النتائج أهمية هذه الأداة المالية في توفير التمويل للدولة الماليزية والمؤسسات الحكومية والخاصة، وكذلك في دفع عجلة التنمية الاقتصادية من خلال توجيه التمويل نحو القطاعات الاقتصادية المهمة.

واستناداً إلى النتائج المقدمة، ذكر الباحثان بأن الصكوك الإسلامية قدمت إسهاماً فعالاً في تعزيز التنمية الاقتصادية لماليزيا، وهو ما يعكس القدرة الكبيرة لهذه الأداة المالية على توفير حلول تمويلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وفعالة في دعم النمو الاقتصادي

الفصل الثاني

* الدراسة رقم 04: لأشرف محمد دوايه بعنوان التوريق الإسلامي والحوكمة الرشيدة (2021)

تهدف هذه الورقة البحثية إلى إظهار الاهتمام المتزايد عالميًا بالصكوك وأهميتها، وقدرتها على تعزيز السيولة والمساهمة في عملية التنمية الاقتصادية، وركزت على الفروق بين التوريق التقليدي والتصكيك (التوريق الإسلامي)، إعتد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي، للتعرف على مختلف المفاهيم والآليات لكل منهما. وتتناول أيضًا التحديات الرئيسية المتعلقة بالتصكيك، مثل التحايل وانتهاك مبدأ الشرعية، وتشجيع التصكيك الفعّال من خلال تعزيز الحوكمة الرشيدة لعمليات التصكيك، بهدف تحقيق أداء مثالي.

توصل الباحث أن التصكيك الكفؤ من خلال الحوكمة الرشيدة من شأنه أن يحقق الأداء الأمثل في سوق رأس المال، وكان من بين النتائج المتوصل إليها أيضا أنه يُلاحظ في الواقع العملي أن العديد من التجارب في مجال الصكوك تميل إلى مفهوم السندات التقليدية، مما يؤكد على أهمية العائد المالي من خلال بيع العينة وعودتها بداتها بمبالغ أعلى.

* الدراسة رقم 05: لبن علقمة مليكة بعنوان مقارنة بين هيكلية عمليات التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق التقليدي (2021)

حاولت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مفهوم كل من عمليات التصكيك والتوريق وطرق هيكلتهما مع دراسة مقارنة حول الاختلافات بين التوريق والتصكيك، وتبرز أهميتهما في مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية في جميع مراحلهما، إعتدت الباحثة على المنهج الوصفي التحليلي ملائمة لتحليل الإشكالية الرئيسية، ثم إستنتجت من خلاله أن التوريق والتصكيك من الأدوات المالية الحديثة والناجحة عن الهندسة المالية، سواء كانت التقليدية أو الإسلامية، حيث تشهد كلا العمليتين نموًا كبيرًا في أعقاب التطور السريع للأسواق المالية وللمعاملات الائتمانية.

* الدراسة رقم 06: لحنان موشارة بعنوان دور التوريق في تمويل الاستثمار في الجزائر (2022)

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الأهمية الكبيرة للتوريق في تمويل الاستثمار في الجزائر على الرغم من الجهود التي يبذلها المشرع الجزائري لتحسين مناخ الاستثمار، لا تزال هناك العديد من العقبات التي يواجهها المستثمرون، مثل مخاطر السيولة، قامت الباحثة باستخدام المنهج التحليلي لتبين من خلاله مدى فعالية نظام التوريق في تمويل الاستثمار لتستنتج في الأخير أن الحل هو التفكير في نظام تمويل ذاتي لتجنب مشاكل التمويل التقليدي، حيث يعتمد على أصول المؤسسة. ويتم ذلك من خلال بيع الحقوق التجارية التي تمتلكها المؤسسة للأطراف الأخرى بموجب عقد تمويل لكيان ذو غرض خاص (SPE)، الذي بدوره يقوم بإصدار أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول. ويُعرف هذا النظام بالتوريق (إعادة التمويل الرهني).

الفصل الثاني

* الدراسة رقم 07: لبرخشي برحمة حسيبة وبرانكان أمينة بعنوان دور الصكوك في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامي - التجربة الماليزية (2022)

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الصكوك الإسلامية في تعزيز نشاط السوق المالي الإسلامي، حيث تُعدّ وسيلة لتمويل وتعبئة الموارد المالية. وقد تم تسليط الضوء على التجربة الماليزية من خلال استعراض أهم الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها وتحليل تطوراتها في المقارنة مع السندات التقليدية، وفقا للتقارير السنوية لبنك نيغارا لسنتي 2016-2017، مستخدمة المنهج التحليلي لوصف وتفسير تلك الإحصائيات. خلصت هذه الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية ساهمت بشكل كبير في تحقيق التنمية الاقتصادية في ماليزيا وزيادة الناتج المحلي الإجمالي. فقد ساهمت في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو استثمارات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي تمويل القطاعات الاقتصادية الماليزية المختلفة، بما في ذلك قطاعات الزراعة والصناعة والخدمات.

* الدراسة رقم 08: Aishath Muneza, Sherin Kunhibava, M.Kabir Hassan and Paolo Bianca : Title (2024) The role of sukuk in developing real estate projects

تهدف هذه الورقة البحثية إلى استكشاف دور الصكوك في تطوير مشاريع العقارات من خلال عرض بعض الدراسات الحالية. تعتمد الورقة على منهجية بحث نوعية حيث تستمد الدراسات الحالية من المجال العام لتوضيح دور الصكوك في تطوير مشاريع العقارات. تشير نتائج هذا البحث إلى أن الصكوك هي أداة تم استخدامها بنجاح في مختلف أنحاء العالم في تمويل مشاريع العقارات وهناك عقود متوافقة مع الشريعة تم استخدامها في هذه المشاريع مما يظهر أنه يمكن استخدام نفس العقود في المستقبل لنفس الغرض. كما تشير الدراسة أيضًا إلى أن هناك فرصة لاستخدام التكنولوجيا في هذه الهياكل الصكوكية في المستقبل لتعزيزها، وأن الترقية الرقمية للصكوك ستزيد من دورها في تمويل مشاريع العقارات. من المتوقع أن تساهم نتائج هذا البحث في مساعدة أصحاب المصلحة في فهم الدور الحالي للصكوك وإمكاناتها في المستقبل في تمويل مشاريع العقارات.

* الدراسة رقم 09: Nita Viviani Nurhanifah Master (2024)

Understanding Sukuk Market Development: An Overview of Opportunities and Challenges : Title

تتناول هذه الورقة بعمق ديناميات تطوير سوق الصكوك، من خلال فحص دقيق للفرص التي تقدمها والتحديات التي تواجهها. يتم استخدام منهج بحثي نوعي في هذه الدراسة، يتألف من نهجين رئيسيين: الاستكشاف والتحليل الوصفي. من خلال دراسة استكشافية وتحليل وصفي، تم جمع البيانات بشكل أساسي من المكتبات الإلكترونية وقواعد البيانات. تسعى هذه البحث إلى توفير فهم شامل للعوامل المتعددة التي تؤثر على نمو سوق الصكوك والآثار المترتبة على أصحاب المصلحة المتنوعين، من خلال توليف دقيق للأدبيات القائمة والأدلة التجريبية. من خلال تسليط الضوء على إمكانية الصكوك كمسار استثماري قابل للتطبيق، مع معالجة في الوقت نفسه للعقبات التنظيمية والهيكلية والسوقية التي تحول دون تبنيها وتوسعها الأوسع، تهدف هذه الدراسة إلى تقديم رؤى قيمة.

الفصل الثاني

* الدراسة رقم 10: Zaid Kitab Yousif Ministry (2024)

the Role of Islamic Sukuks in Financing the Economy : Title

هذا البحث يسعى لتقديم الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية وتقديم واقعها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي. وهدفه هو إظهار كيف تسهم هذه الصكوك في تمويل الاقتصاد الماليزي من خلال تحليل وعرض التجربة. المشكلة المركزية في هذا البحث هي مدى مساهمتها في تمويل الاقتصاد. وفيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، يُعتبر الماليزيون روادًا في الهندسة المالية الإسلامية وأسواق رأس المال. تم استخدام التقنيات التحليلية الوصفية لتحقيق هدف الدراسة من خلال جمع وتحليل البيانات ذات الصلة بموضوع الدراسة.

* الدراسة رقم 11: Adekoya, Adesanya Augustine (2024)

Sukuk (islamic bonds) and infrastructure financing in sub-saharan African countries: Title

A systematic literature review of the goals, benefits, challenges, and risk factors.

اهتمت هذه الدراسة بفحص الأهداف والفوائد والتحديات وعوامل المخاطر لصكوك التمويل لتطوير البنية التحتية في دول إفريقيا جنوب الصحراء. وقد تم اعتماد تصميم البحث الاستكشافي للدراسة. كشفت الدراسة أن الصكوك أصبحت الأداة المفضلة لتمويل البنية التحتية في البلدان المسلمة وغير المسلمة على حد سواء بعد الركود الاقتصادي العالمي والأزمة المالية. وسوف تعزز الصكوك الخارجيات الإيجابية، وتعزز الاستثمار الخارجي للبلاد، وتزيد من الإيرادات الضريبية والنمو الاقتصادي، وتقلل من الاكتظاظ الحضري والبطالة. توصي الدراسة بضرورة أن تنشئ الحكومة قوانين إسلامية ذات صلة لسوق رأس المال للصكوك وإطار شريعة محدد بوضوح لجذب المستثمرين المؤسسيين المحليين والأجانب على حد سواء. كما يجب أن يُنظر في التدريب الشخصي وتطوير رأس المال البشري في المالية الإسلامية. كما يجب أن تصدر الصكوك السيادية بسعر أقل من السندات التقليدية لقبول المستثمرين وجذبهم. وأخيرًا، يجب تكثيف التوعية العامة حول فوائد الصكوك بين غير المسلمين لتحقيق القبول والدعم.

- ما يميز بحثنا عن الدراسات السابقة:

صحيح أنه تم التزود من خلال هذه الدراسات بأساس جيد ومعلومات مهمة وتفاديا للبدء من الصفر إلا أنه ما يميز بحثنا عن الدراسات السابقة النقاط التالية:

- ✓ التطرق للتوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي كآليتين غير منفصلتين لهما نفس الدور في تفعيل سوق رأس المال
- ✓ وصف وتحليل آخر إحصائيات لجنة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2023
- ✓ ذكر نقاط القوة في السوق المالي الماليزية ومحاولة إقترانها للجهات المعنية في الجزائر للإستفادة منها

الفصل الثاني

2- دراسة سوق رأس المال الماليزي:

في ظل التحولات الاقتصادية العالمية المستمرة وتزايد تعقيدات الأسواق المالية، يظهر سوق رأس المال الماليزي كمنطقة مهمة تستحق الاهتمام والدراسة العميقة. وتحليل سوق رأس المال في ماليزيا يمثل موضوعًا ذو أهمية بالغة، حيث يتأثر بمجموعة من العوامل المحلية والعالمية التي تشكل تحديات وفرصًا متجاوبة. يعكس هذا السوق تفاعلات معقدة بين عوامل العرض والطلب، وتأثيرات السياسات الحكومية، وتطورات الاقتصاد العالمي. وفي هذا السياق، يسعى هذا البحث العلمي إلى استكشاف وتحليل تلك العوامل والاتجاهات التي تؤثر على سوق رأس المال الماليزي، وتحديد العوامل الرئيسية التي تحدد تحركات هذا السوق وتوجيهاته في المستقبل خاصة سوق الأوراق المالية الماليزية التي تعد أول سوق إسلامية عملت على أسلمة سوقها، وتعد من أوائل من أصدر صكوكا إسلامية وسمحت بتداولها في البورصة، وكذلك أول من خصص هيئة شرعية متخصصة لضبط نشاط الصكوك الإسلامية بالإضافة إلى نضوج التجربة الماليزية وثبات مستوى نجاحها، مما جعل تجربتها نموذجا يحتذى به، كما أن تنوع وتعدد أنواع الصكوك الإسلامية المصدرة من قبل السوق الماليزي، مما يوسع إطار الدراسة ولما لها من مؤشرات مالية عالمية منفصلة وخاصة بها.

فقد تم اختيار سوق رأس المال الماليزي والنظر لأهم الأدوات المتداولة فيه للدراسة وفق عدة أسباب أهمها:

- **تطور السوق المالي الإسلامي:** يُعتبر السوق المالي الماليزي واحدًا من أكبر وأقدم الأسواق المالية الإسلامية في العالم. يشتهر بتوفير منتجات وخدمات مالية متنوعة مستندة إلى المبادئ الإسلامية.

- **التنوع والابتكار:** تمتلك ماليزيا سوقًا ماليًا نشطًا ومتنوعًا، يتيح للمستثمرين الوصول إلى مجموعة متنوعة من المنتجات والأصول المالية. وتشمل هذه المنتجات التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي كأساس لنشاط السوق.

- **الدعم الحكومي والتشريعات اللائقة:** تتمتع ماليزيا بدعم حكومي قوي لتطوير السوق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى وجود تشريعات وإطار تنظيمي يعزز نمو الأدوات المالية الإسلامية ويحمي حقوق المستثمرين.

- **التجربة الناجحة:** يُعتبر السوق المالي الماليزي نموذجا ناجحًا لدمج المبادئ الإسلامية في الأسواق المالية، مما يجعله مصدرًا قيمًا للدراسات والتجارب لدراسة تأثير التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي على سوق رأس المال.

- **النمو الاقتصادي:** يعتبر اقتصاد ماليزيا من بين أسرع الاقتصادات نموًا في منطقة جنوب شرق آسيا، وهذا يجعل من السوق المالي الماليزي بيئة مثمرة لدراسة تأثير الأدوات المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي وتطوير سوق رأس المال.

بشكل عام، تُعتبر ماليزيا حالة دراسية مثيرة للاهتمام لدراسة دور التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في تعزيز وتطوير سوق رأس المال نظرًا لتطورها المستدام وتنوعها الواسع في الأدوات المالية الإسلامية والتشريعات الداعمة التي تحظى به.

الفصل الثاني

1-2- ملحة حول سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يُعرف بتوافر الفرص الاستثمارية والتمويلية طويلة الأجل، والمتوافقة تماماً مع الشريعة الإسلامية، مما يجعله جذاباً للمستثمرين المسلمين. بدأت أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا في أوائل الستينات، حيث تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في عام 1962، والتي كانت تتبنى أحكام الشريعة الإسلامية في إدارة الأموال. وفي عام 1983، تم إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، الذي ساهم في تطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي وتوفير خدمات مصرفية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

النقلة الحقيقية في أداء السوق المالي الإسلامي الماليزي جاءت في عام 1990م، عندما تم إصدار أولى الصكوك الإسلامية للتداول لتمويل عمليات التوسع لشركة "شل" في مجال الطاقة والغاز. في السنوات التالية، تبع ذلك إصدار العديد من الصكوك والأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما جعل ماليزيا تتصدر سوق التمويل الإسلامي العالمي، حيث تقدر جهودها في صناعة الصكوك العالمية وتدير موقعاً على الإنترنت يسجل كل الإصدارات.

في عام 2019، تمكنت ماليزيا من افتتاح مركز الريادة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً، حيث تمتلك حوالي نصف الإصدارات العالمية. هذا النجاح يعود إلى التزامها بمعايير الشريعة الإسلامية وتوفير بيئة استثمارية ملائمة وإطار تنظيمي قائم على أسس شرعية، مما يجعل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مثلاً للنجاح والتطور في هذا المجال.

لكن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف عن السوق التقليدي اختلافاً تاماً في جوانب متعددة، وفي الوقت الحاضر تطور هذا السوق جنباً إلى جنب مع السوق التقليدي. وتحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية تطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي ويصبح هذا السوق بديلاً من السوق التقليدي الحالي ونموذجاً للمستثمرين، والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويعتبر دور هيئة الأوراق المالية في تطوير هذا السوق أيضاً مهماً لتحقيق أحد أهداف الخطط الرئيسية بأن يصبح هذا السوق مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي. (فلامي و أوكيل، 2022، ص 74، 73)

بما أن دراستنا تتمحور حول الأدوات المالية التي ساهمت في تفعيل وتنشيط سوق رأس المال ارتأينا إلى ذكر الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي في الجزء الموالي.

الفصل الثاني

2-2- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي:

يتكون سوق رأس المال الماليزي من ثلاثة أقسام هي سوق الملكية، سوق السندات، سوق المشتقات كسائر الأسواق الا انه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول وفيما يلي أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتي يمكن تقسيمها أيضا إلى أقسام رئيسة هي:

أولاً: الملكية الإسلامية

تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية Islamic Unit Trust Funds والتي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بطريقة البيع أو الهبة، وأهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية ما يلي:

أ- **الأسهم العادية:** في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر Shariah Compliant Securities المحرمة.

ب- **صناديق الاستثمار الإسلامية:** أو ما يعرف بصناديق الاستثمار الجماعي الإسلامية التي تهدف إلى جمع الأموال من مستثمرين مختلفين وتوظيفها في الأصول المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. يتم إدارة هذه الأموال بواسطة فريق من الخبراء لضمان استثمارها بما يتماشى مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، مثل الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة والمدرجة في البورصة الماليزية، وصناديق الصكوك الإسلامية. (نزار، 2016، ص 174)

* **مؤشر الشريعة:** أما بالنسبة لمؤشر الشريعة، فهو مقياس يعكس حركة أسعار الأسهم المتوافقة مع الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية. يتم حساب هذا المؤشر باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم المتوافقة مع الشريعة، حيث يُعتبر ارتفاع المؤشر دليلاً على زيادة قيمة هذه الأسهم، ويُفسر تغيره بوحداث نقاط، حيث يعكس كل نقطة تغيراً بوحدة واحدة في سعر السهم. ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

- **المؤشر الشرعي كوالالمبور:** تم تطويره في 17 أبريل 1999 لتلبية الطلب المتزايد من المستثمرين المحليين والأجانب الذين يرغبون في الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية. يُعتبر هذا المؤشر مؤشراً رائداً يعكس الوضع العام للبورصة الماليزية بناءً على أداء الأسهم المتوافقة مع الشريعة. يُستخدم المؤشر كأداة قياسية لتقييم أداء الأسهم ويمكن أن يساعد المستثمرين في التخطيط لاستثماراتهم المستقبلية.

- **المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز:** بدأ العمل به في عام 1996 من قبل شركة رشيد حسين المحدودة. يعتمد هذا المؤشر على معايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في البورصة الماليزية، وهو يضمن أن الشركات المشمولة تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية في أنشطتها. تشمل هذه المبادئ عدم استثمار الأموال في صناعات غير متوافقة مع الشريعة مثل الكحول والتبغ، وعدم التعامل مع البنوك الربوية. يتم مراقبة المؤشر بواسطة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية لضمان التزامه بالمعايير الشرعية. (نزار، 2016، ص 204)

الفصل الثاني

ثانياً: الصكوك الإسلامية

تعرف على أنها أدوات مالية تُصدر وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، وتحددها اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية. يتم إصدار الصكوك الإسلامية من قبل الشركات الخاصة وتُعالج بموجب الضوابط التي تنص عليها هذه اللجنة. أما الصكوك الإسلامية الحكومية، فيُراقب إصدارها من قبل البنك المركزي الماليزي وتُصدر بناءً على عقود شرعية وتُنظم بشروط محددة.

تختلف أحكام الصكوك بناءً على نوع العقد أو الصيغة الاستثمارية التي تصدر عليها. يُطبق تداولها بموجب الشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها أثناء التداول. ومن خصائص الصكوك الإسلامية أن عائداًها تعتمد على نسبة محددة من الربح المحقق، وليس على أساس فائدة ثابتة كما في الصكوك التقليدية. تتماشى هذه الأدوات مع مبادئ الشريعة الإسلامية وضوابطها، وتُعدّ وسيلة مهمة للاستثمار المالي بما يتوافق مع القيم والمعايير الإسلامية. (نزار، 2016، ص 179)

ثالثاً: خدمات الوساطة

خدمات الوساطة المالية تُعتبر جزءاً أساسياً من البنية التحتية للأسواق المالية، وتلعب دوراً حيوياً في تسهيل وتنظيم عمليات تبادل الأصول المالية، بما في ذلك الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية. يعمل الوسطاء الماليون كوسيط بين أطراف السوق، سواء كانوا بائعين أو مشترون، ويقومون بإدارة المعاملات وتسويتها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. يتمتع الوسطاء بدور مهم في ضمان أن جميع المعاملات تتم بناءً على مبادئ الشريعة وخالية من العناصر المحرمة. واحدة من خدمات الوسطاء الماليين هي توفير المعلومات اللازمة للبايعين والمشتريين، وذلك عن طريق توفير التحليلات والأبحاث والبيانات السوقية المتعلقة بالأصول المالية والتي يتم التداول بها، مما يساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات مستنيرة ومبنية على المعرفة. بشكل عام، تُعتبر خدمات الوساطة المالية أحد العوامل الأساسية في تعزيز شفافية ونشاط الأسواق المالية، وهي تساهم في تطوير البنية التحتية للاقتصاد وتعزيز الاستقرار المالي والاقتصادي في المجتمعات.

أما الرقابة الشرعية أيضاً تعتبر إحدى الخدمات الجوهرية المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهذه لضمان التزام أنشطة في هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية،

لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية. (نزار، 2016، ص 182، 181)

الفصل الثاني

2-3- الأصول والأدوات المالية وصناديق التمويل الإسلامية ودورها في سوق رأس المال الماليزي:

توجد في سوق رأس المال الماليزي عدة أسواق رئيسية تختلف فيما يتعلق بالشركات المدرجة ومعايير القوائم المالية وحجم الشركات المسموح لها بالتداول. من بين هذه الأسواق الرئيسية في ماليزيا:

• **السوق الرئيسي (Main Market):** يُعتبر السوق الرئيسي منصة للشركات الكبيرة والمتوسطة الحجم، والتي تلتزم بمعايير قوائم مالية صارمة وتتمتع بسجل تاريخي واضح من الأداء المالي، كما تشترط الشركات المدرجة في السوق الرئيسي الامتثال لمعايير الشفافية والتقرير المالي المنتظم والتدقيق المستقل.

• **سوق LEAP (Leading Entrepreneur Accelerator Platform):** يعتبر سوق LEAP منصة للشركات الناشئة والشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، والتي تتطلع إلى النمو والتوسع والتطور، كما تهدف سوق LEAP إلى توفير فرص للشركات الصغيرة والمتوسطة للوصول إلى التمويل من خلال التداول العام.

• **سوق ACE (Alternative Market):** يعتبر سوق ACE منصة للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، والتي ترغب في التداول في سوق مالي محدود الحجم، وتتوفر في سوق ACE مرونة أكبر في معايير القوائم المالية مقارنة بالسوق الرئيسي، مما يسمح بدخول الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق بشكل أسرع وأسهل.

هذه الأسواق الثلاثة توفر فرصًا للشركات الماليزية للتمويل والنمو والتوسع، بناءً على متطلباتها وحجمها وخططها للتطور. توفر هذه الأسواق أيضًا تنوعًا في خيارات التمويل وفرص استثمارية للمستثمرين، سواء كانوا مستثمرين كبار يبحثون عن الاستثمار في الشركات الكبيرة أو مستثمرون أصغر يفضلون الاستثمار في الشركات الناشئة والصغيرة.

- الأصول المدارة لإدارة الصناديق الإسلامية (AUM of islamic fund management):

تعتبر الصناديق الإسلامية جزءًا مهمًا من صناعة إدارة الأموال، حيث تقدم هذه الصناديق فرصًا للاستثمار وفقًا لمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية. يمكن أن تؤثر الأصول المدارة للصناديق الإسلامية على تنشيط سوق رأس المال بعدة طرق:

1. **توجيه الاستثمار نحو الشركات المتوافقة مع المبادئ الإسلامية:** يميل الاستثمار الإسلامي إلى تفضيل الشركات التي تعمل وفقًا للمبادئ الإسلامية، مثل الشركات التي تعمل في القطاعات غير الخمرية وغير المتاجرة بالربا. هذا قد يعزز نشاط هذه الشركات ويدعم نمو الاقتصاد.

2. **تعزيز الثقة والاستقرار في السوق:** توفير الصناديق الإسلامية لخيارات استثمارية متوافقة مع القيم الإسلامية يمكن أن يجذب المستثمرين الذين يفضلون هذا النوع من الاستثمارات. وبالتالي، يمكن أن تساهم هذه الاستثمارات في تعزيز الثقة والاستقرار في السوق.

3. **زيادة السيولة في السوق:** عندما يتم تحفيز الاستثمار في السوق من خلال الصناديق الإسلامية، قد يؤدي ذلك إلى زيادة السيولة في السوق، حيث يتم تحويل المال إلى الشركات والمشاريع المستثمرة بطريقة متوافقة مع المبادئ الإسلامية.

الفصل الثاني

4. **تحفيز الابتكار المالي:** قد تشجع الصناديق الإسلامية الابتكار المالي في المناطق التي تعتمد على مبادئ الشريعة الإسلامية. على سبيل المثال، قد تؤدي الحاجة إلى تطوير منتجات وخدمات مالية متوافقة مع الشريعة إلى تحفيز الابتكار في هذا المجال. بشكل عام، يمكن أن تلعب الأصول المدارة للصناديق الإسلامية دورًا مهمًا في تنشيط سوق رأس المال من خلال دعم الاستثمارات المتوافقة مع المبادئ الإسلامية وتعزيز الثقة والاستقرار في السوق.

2-4- أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

تتعدد أهمية هذه السوق ويمكن إيجازها في النقاط التالية (حمو، 2008، ص 222):

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

ب- الرقابة على المعاملات في السوق: أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسية، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفًا لجعل ماليزيا مركزًا دوليًا؛

ج- زيادة رسملة السوق: تمثل زيادة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا إشارة إلى نجاح السوق وقبولها من قبل المستثمرين، وهو ما يعكس ثقتهم في الاستثمارات الإسلامية؛

د- تعتبر أداة تمويلية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي: حيث توفر هذه الصكوك بدائل شرعية للمستثمرين وتعزز الثقة في السوق، باختصار، يلعب السوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا دورًا حيويًا في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة وتوفير الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة، مما يساهم في تعزيز الثقة بالنظام المالي وتعزيز الاستقرار الاقتصادي.

2-5- الاتجاه الدولي نحو التمويل الإسلامي:

أوضحت صيغ التمويل الإسلامي مواضيع تحليل وبحث العديد من الخبراء المصرفيين الأوروبيين، ما يفسر بداية اهتمامهم بهذا النوع من التمويل غير التقليدي بحيث يتضح ذلك من خلال (حنيفة و خوبيزي، 2020، ص.ص. 117-119):

***الخبراء الألمان:** أكد الخبير الألماني " ديفيد كول " خبير الشؤون المالية الدولية من مصرف كوميرتس بنك، و"وليام شرودر" أن الصكوك المالية هي النمط الأكثر انتشارًا في عالم المال الإسلامي لكونها عبارة عن سندات يتم تسخيرها للاستثمار في قطاع العقارات أو في أي مجال آخر قادر على إنتاج مردود يتم توزيعه على المستثمرين وهو بمثابة مغناطيس استثماري بدأ ينال إعجاب المستثمرين الأوروبيين عموماً والألمان خصوصاً، ويضيف الخبير "ديفيد" أن نمو الصكوك المالية الإسلامية وإجمالي قيمة إصدارها في سنة 2016، حقق معدل زيادة قدرت بـ 44% مقارنة بالأعوام السابقة، والملاحظ أن هذا الأداء الرائع للصكوك لم تتمكن السندات الدولية التقليدية في ألمانيا من تحقيقه تاريخ نشأتها، ويستطرد القول بأن أسواق الصكوك الإسلامية انتعشت مجدداً بعد مرورها بانتكاسة دامت عامين جعلت الجميع يظن أنها دخلت مرحلة الركود، فمنذ عام 2001 وحتى عام 2012 دخل إصدار هذه الصكوك نفقا ثم زيادة قيمتها السوقية العالمية صعوداً إلى 137 مليار دولار. كما أنها تلقت عام 2015 ضربة موجعة جعلت إجمالي قيمة إصداراتها يتراجع إلى 60 مليار دولار

الفصل الثاني

مما حد من اهتمام المستثمرين الدوليين وفي ذات السياق يصرح الخبير "كريستيان دي غوزمان من وكالة الائتمان الدولي موديز، أن معاودة انتعاش إصدارات الصكوك الإسلامية في عام 2016 سببه الرئيسي الإقبال الاستثماري الدولي القوي على الصكوك الدولية قصيرة الأجل، ويتوقع أن يصل إجمالي الصكوك الدولية في نهاية 2018 إلى 148 مليار دولار) .

***تقرير البنكين الدولي والإسلامي للتنمية حول إمكانية تطبيق تجربة التمويل الإسلامي في مختلف الدول وزيادة الفرص والتحديات:**

حمل تقرير البنكين الدولي والإسلامي للتنمية الأول من نوعه، جانبا مضيئا آخر في صناعة التمويل الإسلامي وهو مساهمته في الحد من التفاوت في مستويات الدخل بالعالم، إذ قدم التقرير عرضا عاما عن اتجاهات التمويل الإسلامي، وبعض التوصيات بإجراءات تدخلية على صعيد السياسات للاستفادة من التمويل الإسلامي بغية تشجيع الرخاء المشترك، وأوضح التقرير أن التمويل الإسلامي يدعو إلى المساواة والتوزيع العادل للدخل والثروة، فهو مرتبط بالاقتصاد الحقيقي ارتباطا وثيقا، وهو ما يمكن أن يعزز زيادة استقرار القطاع المالي العالمي، بالإضافة إلى إمكانياته في القدرة على جذب أناس مستبعدة منه حاليا لأسباب ثقافية أو دينية، وكذلك هو أكثر أمنا من التمويل التقليدي، إذ يشارك في تحمل المخاطر بضمان الأصول، ويسند الملكية المباشرة إلى الأفراد في القطاع الحقيقي من الاقتصاد، وربما تكون هذه أسباب الاهتمام الملحوظ من جانب المؤسسات المالية الدولية، إلا أنه هناك من الاقتصاديين العرب من يرى أن أسباب الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي، هو إقدام عدد من البنوك الأوروبية والأمريكية الكبيرة مثل "سبتي بانك" و"إتش إس بي سي"، بفتح فروع للصيرفة الإسلامية، فضلا عن أن ثمة 38 مليار دولار أمريكي في صورة صكوك مدرجة في بورصة لندن، صادرة عن شركات وبنوك مقرها في الشرق الأوسط.

إضافة إلى ذلك، فإن الأزمة المالية العالمية التي هزت الاقتصاد العالمي في 2008، جعلت هذا الاهتمام يزداد أكثر وأكثر، وعلى مستوى آخر أكثر مباشرة، فإن الاهتمام العالمي وبخاصة الغربي بالتمويل الإسلامي، نابع من الاستفادة من السيولة الكبيرة المتوافرة في الدول العربية والإسلامية المصدر للنفط، وبخاصة دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، أو المتوافرة لدى الجاليات الإسلامية الكبيرة في أوروبا وأمريكا الشمالية، وهي سيولة تبحث عن قنوات شرعية تتفق مع مبادئ التمويل الإسلامي. وفي الأخير لابد من التأكيد على ما ذكرته وكالة التصنيف الائتماني ستاندرد آند بورز» التي ترى في توحيد المعايير من شأنه أن يعزز التكامل في قطاع التمويل الإسلامي عالميا، إذ ذكرت أن عدم توحيد المعايير أدى إلى المزيد من التعقيدات في إجراءات إصدار الأدوات المالية في سوق التمويل الإسلامي لا سيما الصكوك، وحالت دون دخول بعض المصدرين للسوق، وهي نفس النقطة التي تحدث عنها صندوق النقد الدولي، مبينا إن أدوات مثل المراجعة وهي ترتيب واسع الانتشار يقوم على التكلفة زائد الربح لأن مثل هذه الأدوات غالبا ما تحاكي القروض التقليدية مما يعرض البنوك الإسلامية لمخاطر في السيولة والسوق وحتى سعر الفائدة.

كل هذه الأمور تعد أهم بواعث القلق الرئيسية، بحسب الصندوق، فيما ترى ستاندرد آند بورز أن المخاطر ذات الصلة بفهم عدم الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية، يمكن أن يكون لها تأثير سلبي كبير على استقرار القطاع أو على المصدرين، ولذلك لابد من تجهيز البنية التحتية لإصدارات الصكوك الأمر الذي يحتاج إلى الالتفات لتحديات مهمة أولها البيئة القانونية ومدى قدرتها على استيعاب الإصدارات وتنظيمها قانونيا. (حنيفة و خوبيزي، 2020، ص 119، 118)

الفصل الثاني

3- تحليل البيانات الخاصة بالبيتي التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال الماليزي:

3-1- واقع الأوراق المالية والصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي:

سيتم التطرق إلى واقع الأوراق المالية والصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي من خلال مجموعة من المؤشرات المتمثلة

فيما يلي:

- نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية والسندات والصكوك من إجمالي رأس المال لسنة 2023:

تعد الأوراق المالية والصكوك جزءاً مهماً من تطور سوق رأس المال، حيث توفر فرصاً للمستثمرين الذين يرغبون في الحصول على عوائد مالية وفيما يلي سوف نتطرق إلى القيمة السوقية للأوراق المالية والسندات والصكوك من إجمالي سوق رأس المال الكلي.

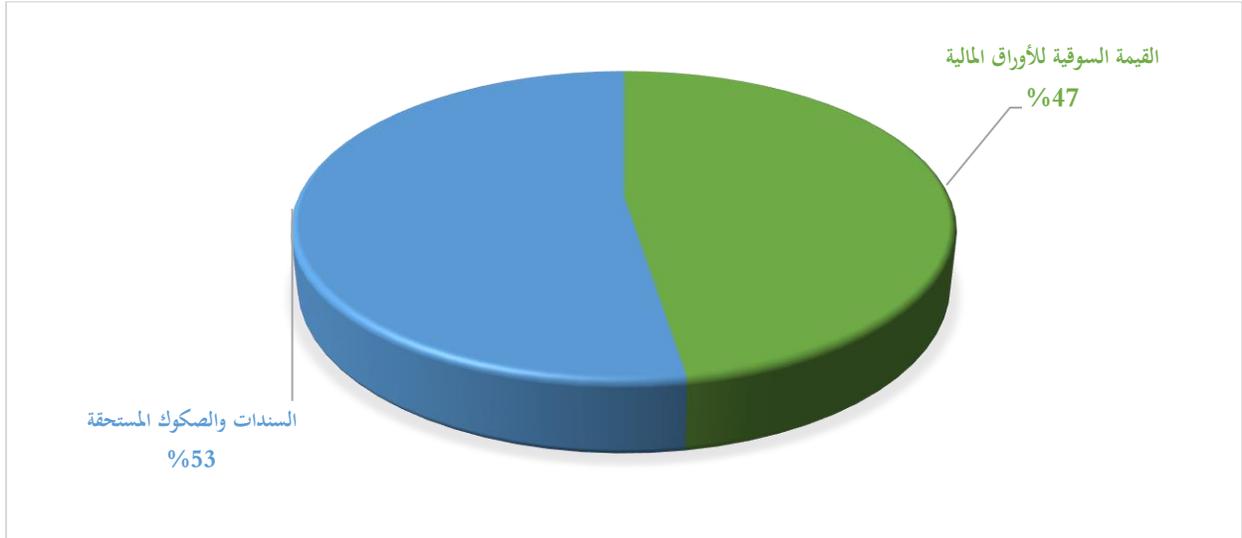
الجدول (1): نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية والسندات والصكوك من إجمالي رأس المال لسنة 2023

النسبة	القيمة السوقية للأوراق المالية	السندات والصكوك المستحقة	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال
47,18	52,18	100	
1796,40	2001,33	3807,73	
القيمة (مليار رينجيت ماليزي)			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير السنوي للجنة الأوراق المالية الماليزية لعام 2023

يمكن التعبير عن هذه الإحصائيات عبر الشكل البياني التالي:

الشكل البياني (2): نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية والسندات والصكوك من إجمالي رأس المال لسنة 2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقرير ICM سنة 2023

الفصل الثاني

الشكل والجدول أعلاه يظهران تقسيم القيمة السوقية بين الأوراق المالية والسندات والصكوك بشكل متقارب، حيث تشكل السندات والصكوك معًا نسبة 52.18%، بينما تشكل الأوراق المالية نسبة 47.18% من إجمالي قيمة سوق رأس المال. هذا التوزيع يعكس توازنًا جيدًا في السوق المالي الماليزي.

وفقًا للبيانات، بلغت القيمة الإجمالية لسوق رأس المال في عام 2023 مبلغ 3807.73 مليار رينجيت ماليزي. ومن هذا المبلغ، فإن قيمة السندات والصكوك بلغت 2001.33 مليار رينجيت ماليزي، بينما بلغت قيمة الأوراق المالية الباقية 1796.40 مليار رينجيت ماليزي. يظهر هذا التوزيع النسبي تنوعًا في الأدوات المالية المتاحة في السوق المالي الماليزي، مما يعزز الثقة ويساهم في تحقيق استقرار مستدام في الأسواق المالية.

- توريق الأصول في ماليزيا:

يقيم هذا الجزء أداء التوريق الأصول في ماليزيا. هناك العديد من النماذج والنظريات المتعلقة بالأداء تشير إلى أن التوريق يوفر للمؤسسة المالية فرصة لخفض تكلفة التمويل وتحسين إدارة مخاطر الائتمان وزيادة الربحية، وفي أي منظمة، يكون أدائها هو الشاغل الرئيسي للعديد من الأطراف المهمة، مثل المساهمين والخبراء الاقتصاديين. بعبارة أخرى، فإن التركيز الرئيسي لجميع الأطراف المعنية في أي منظمة يركز على الإيرادات. ينبع هذا القلق من فكرة أن أداء الشركات التي تحقق أقصى قدر من الأرباح، مثل البنوك، يتجلى في وضعها الربحي والاحتفاظ العالي بالعملاء، وقد أفادت العديد من الدراسات أن البنوك لديها أداء مرتفع بسبب التوريق المدعوم بالأصول وأن الطريقة الشائعة الاستخدام لتحليل المالي هي استخدام نسب الربحية مثل صافي الربح والعائد على الأصول وعائد حقوق الملكية، وفيما يلي جدول يبين تطور التوريق التقليدي في سوق رأس المال الماليزي:

الجدول (2): تطور التوريق التقليدي في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة الممتدة 2001-2013

السنة	توريق الأصول
2001	1235390,000
2002	1916203,000
2003	3116500,000
2004	3020501,000
2005	7006468,750
2006	1660874,000
2007	7416000,000
2008	2285000,000
2009	1287088,000
2010	2343470,000
2011	1402500,000
2012	488601,000
2013	517000,000
الحجم الكلي	33695595,750

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على Nurayati Dabas لـ Securitization Performance Model in Malaysia

Mohammed Hariri Bakri

الفصل الثاني

الشكل البياني (3): تطور التوريق التقليدي في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة الممتدة 2001-2013



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على المرجع السابق

في سوق رأس المال الماليزي، حققت الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS) نموا بطيئا مع إصدارين في عام 2001 بلغ 1.23 مليار رينغيت ماليزي. وفي وقت لاحق، في عام 2002، نمت بقيمة 1.92 مليار رينغيت ماليزي.

ومع ذلك، في عام 2003، انخفض عدد إصدارات ABS إلى ثلاث قضايا ولكن قيمة ABS كانت أعلى عند 3.11 مليار رينغيت ماليزي. بعد ذلك، في عام 2004، ارتفع عدد إصدارات ABS إلى ستة أعداد بقيمة 3.02 مليار رينغيت ماليزي. في عام 2005، سجلت شركة ABS Malaysia زيادة كبيرة بنسبة 140% لتصل إلى 7.0 مليار رينغيت ماليزي على الرغم من أن عدد الإصدارات كان ثمانية إصدارات فقط. كان نمو ABS مثيرا للإعجاب للغاية؛ فقد سجل أكبر عدد من 19 إصدارا بقيمة 7.42 مليار رينغيت ماليزي لمدة سبع سنوات، مما يمثل عودة ظهور الأوراق المالية للأصول في ماليزيا. ومع ذلك، في أواخر عام 2008، انخفضت قضايا التوريق المدعومة بالأصول إلى 2.34 مليار رينغيت ماليزي.

وجدت الشركات أن هناك طلبا على خيارات تمويل بديلة طويلة الأجل وأن توريق الأصول هو أفضل طريقة لحل المشكلة. تمكنت الشركات ذات القدرة الجيدة من تحويل الأصول غير السائلة إلى أدوات سوقية سائلة وقابلة للتداول والحصول على تكاليف تمويل منخفضة.

- نسبة الأوراق المالية الموافقة للشريعة وصكوك المراجعة من إجمالي سوق رأس المال الإسلامي 2023:

الأوراق المالية الموافقة للشريعة وصكوك المراجعة هي جزء أساسي من سوق رأس المال الإسلامي، وتمثل أدوات استثمارية تتوافق مع المبادئ والقيم الإسلامية. فهذه الأدوات المالية تتبع مبادئ معينة تجنب فيها الربا والمصالح غير المشروعة، وتلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في عملياتها المالية.

الفصل الثاني

فيما يلي جدول يبين نسبة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة ونسبة صكوك المراجعة إلى إجمالي سوق رأس المال الإسلامي

2023.

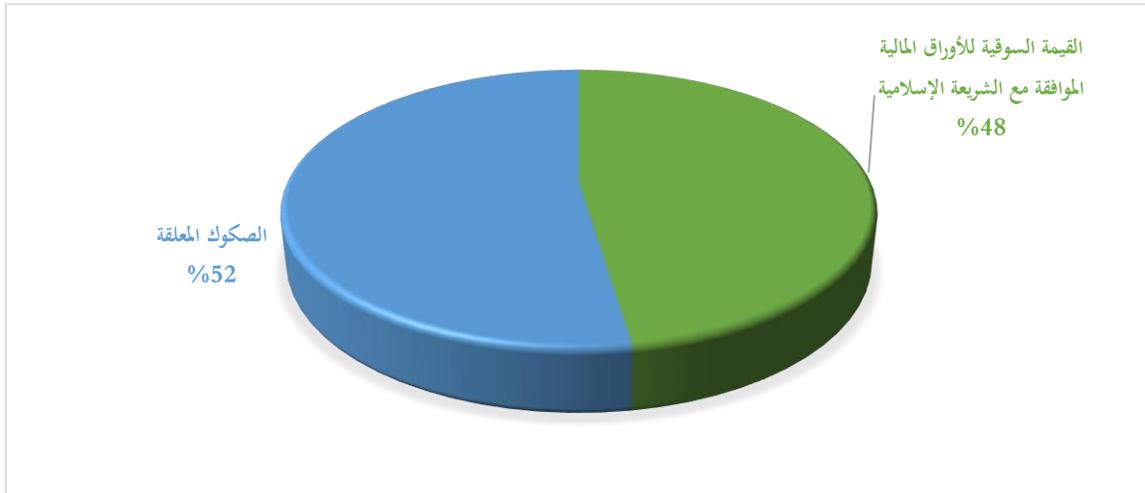
الجدول (3): نسبة الأوراق المالية الموافقة للشريعة وصكوك المراجعة من إجمالي سوق رأس المال الإسلامي 2023

الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي	صكوك المراجعة	القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة مع الشريعة الإسلامية	النسبة
100	52,38	47,62	
3807,73	2001,33	1796,40	القيمة السوقية (مليار رينجيت ماليزي)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على تقرير لجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يمكن تمثيل هذه الإحصائيات من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل البياني (4): نسبة الأوراق المالية الموافقة للشريعة وصكوك المراجعة من إجمالي سوق رأس المال الإسلامي 2023



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية ل ICM الماليزي 2023

الجدول رقم 2 يوضح توزيعاً مشابهاً للجدول الأول، ولكن في سياق السوق الإسلامي، حيث تشكل الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نسبة 47.62% من إجمالي سوق رأس المال الإسلامي. بالمقابل، تشكل صكوك المراجعة لوحدها نسبة 52.38%، مما يشير إلى توازن مماثل لتوزيع الأدوات المالية في السوق الإسلامي.

ووفقاً للبيانات المقدمة، بلغت القيمة الإجمالية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا 3807.73 مليار رينجيت ماليزي. يظهر هذا الرقم الضخم أهمية السوق الإسلامي ودوره الكبير في الاقتصاد الماليزي، حيث يعكس الطلب المتزايد على الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. يؤكد هذا التوزيع على الثقة المتزايدة في الأدوات المالية الإسلامية ودورها المتزايد كأدوات تمويل رئيسية في السوق المالي الماليزي.

الفصل الثاني

- نسبة سوق رأس المال الإسلامي من إجمالي لسوق رأس المال 2023:

تتمتع ماليزيا بسوق رأس المال الإسلامي النابض بالحياة، الذي يعتبر جزءاً حيوياً من النظام المالي في البلاد، ويتميز هذا السوق بتقديم فرص استثمارية وتمويلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مما يجعله جاذباً للمستثمرين والشركات المتطلعة للامتثال للمبادئ الإسلامية في أنشطتها المالية، حيث يسعى هذا السوق إلى توفير خدمات ومنتجات مالية تتجنب الربا والغرر والميسر وأي نشاط آخر يتعارض مع القيم الإسلامية. يتمتع المستثمرون والمؤسسات المالية بالثقة في هذا السوق بسبب التزامه الصارم بالمعايير الشرعية والرقابة المالية الفعالة التي تضمن الامتثال للمبادئ الإسلامية.

فيما يلي جدول يبين نسبة مساهمة رأس المال الإسلامي في سوق رأس المال الكلي في ماليزيا سنة 2023 (رسمة سوق رأس

المال الماليزي):

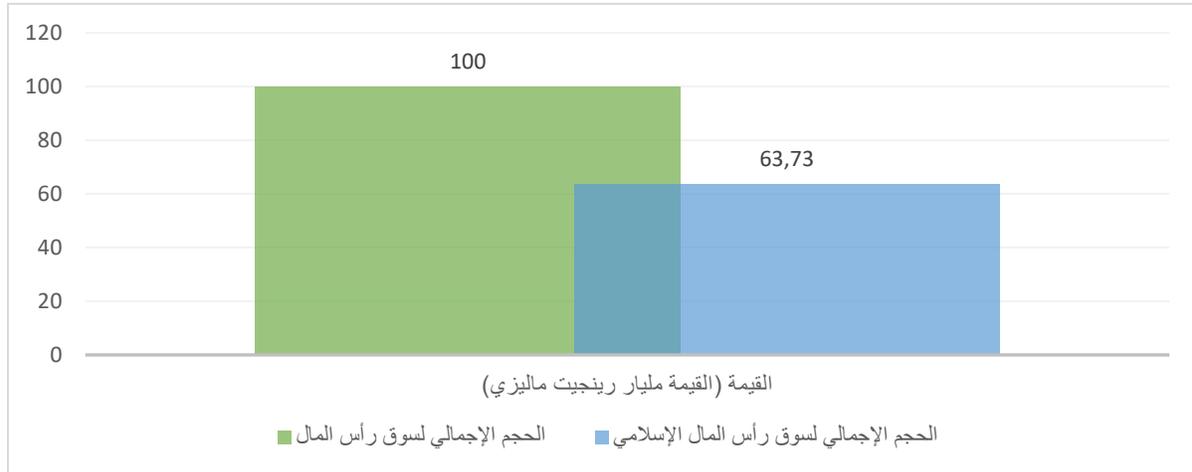
الجدول (4): نسبة سوق رأس المال الإسلامي من إجمالي لسوق رأس المال 2023

النسبة	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي
100	3807,73	63,73
القيمة (مليار رينجيت ماليزي)	3807,73	2426,77

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على تقرير لجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يتيح الشكل البياني التالي توضيح الإحصائيات المعنية:

الشكل البياني (5): نسبة سوق رأس المال الإسلامي من إجمالي لسوق رأس المال 2023



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

تسهم مساهمة رأس المال الإسلامي في ماليزيا بنسبة تصل إلى 63.73% من إجمالي سوق رأس المال، ما يعادل 2426.77 مليار رينجيت ماليزي من إجمالي قيمة السوق البالغة 3807.73 مليار رينجيت ماليزي. هذا الرقم يبرز بوضوح سيطرة التمويل المالي الإسلامي على السوق المالي الماليزي، حيث يتجاوز نصيبها 50% من رأسمال السوق بأكمله، يُعتبر هذا الدعم القوي للتمويل الإسلامي في ماليزيا عاملاً رئيسياً في تعزيز التنمية الاقتصادية في البلاد، حيث يُظهر الثقة والتفضيل المتزايدان لهذا النموذج المالي الذي يتماشى مع المبادئ والقيم الإسلامية.

الفصل الثاني

- القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة وحجم الصكوك المستحقة والنسبة المئوية لسوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال 2022-2023:

فيما يلي جدول يبين مقارنة بين القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة لمبادئ الشرعة وحجم الصكوك والحجم الإجمالي لـ ICM ونسبته من الحجم الإجمالي لسوق رأس المال للعامين 2022-2023.

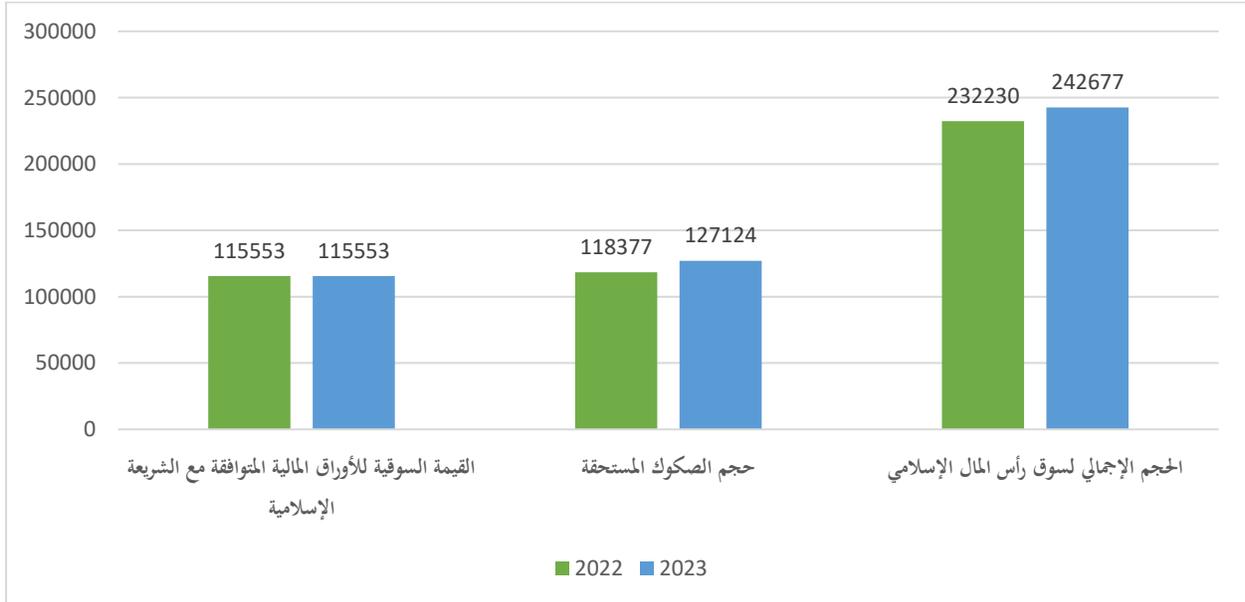
الجدول (5): القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة وحجم الصكوك المستحقة والنسبة المئوية لسوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال 2022-2023

2022	2023	
1155,53	1155,53	القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
1183,77	1271,24	حجم الصكوك المستحقة
2322,30	2426,77	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي
63,73	64,38	النسبة المئوية لسوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال

المصدر: من إعداد الطلبة بالرجوع إلى التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية 2022-2023

يظهر الشكل البياني الآتي بيانات الإحصائيات بوضوح:

الشكل البياني (6): القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة وحجم الصكوك المستحقة والنسبة المئوية لسوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال 2022-2023



المصدر: من إعداد الطلبة بالاستناد إلى التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

الفصل الثاني

يعرض هذا الجدول القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وحجم الصكوك المستحقة، والحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي، والنسبة المئوية لسوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال، على مدى العامين الماضيين. الملاحظ أن الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حافظت على قيمتها السوقية عند 1155,53 مليار رينجيت ماليزي. كما ارتفع حجم الصكوك المستحقة من 1183,77 مليار رينجيت ماليزي في عام 2022 إلى 1271,24 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023 تبعه زيادة في الحجم الإجمالي لسوق رأس المال الإسلامي من 2322,30 مليار رينجيت ماليزي في عام 2022 إلى 2426,77 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023، وارتفعت نسبة سوق رأس المال الإسلامي من إجمالي سوق رأس المال من 62,20% في عام 2022 إلى 63,73% في عام 2023.

على الرغم من النمو الطفيف في القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فقد شهد سوق رأس المال الإسلامي نمواً في حجم الصكوك المستحقة والحجم الإجمالي للسوق، مما أدى إلى زيادة حصته من إجمالي سوق رأس المال. يُشير هذا النمو إلى استمرار جاذبية الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية للمستثمرين في ماليزيا.

3-2- حجم إصدارات الأوراق المالية والسندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي لسنة 2023:

- نسبة الأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المدرجة 2023:

فيما يلي جدول يعرض مقارنة بين نسبي الأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة لإجمالي الأوراق المالية المدرجة لسنة

2023:

الجدول (6): نسبة الأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المدرجة 2023

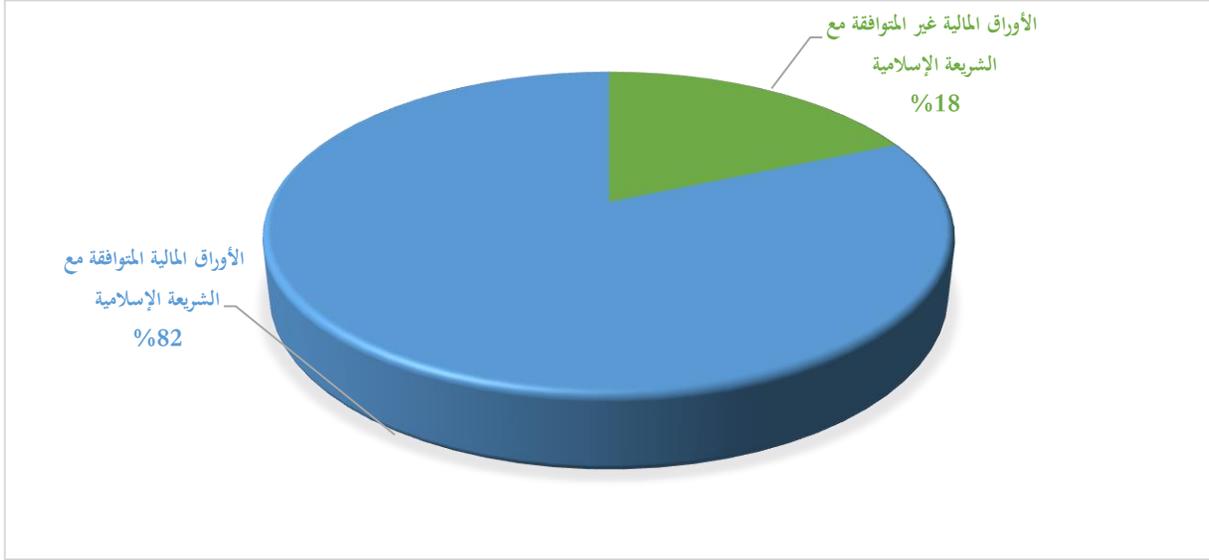
إجمالي الأوراق	الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	الأوراق المالية غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	النسبة
100	81,51	18,49	
995	811	184	العدد

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يعرض الشكل البياني المرفق توزيع البيانات بوضوح ودقة:

الفصل الثاني

الشكل البياني (7): نسبة الأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المدرجة 2023



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

الجدول رقم 5 يوضح الحجم الإجمالي للأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مع تقسيمها إلى نسب مئوية. يبين الجدول أن الأوراق المالية غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تشكل نسبة 18.49% من إجمالي الأوراق المالية، بقيمة 811 ورقة، بينما تُشكل الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نسبة 81.51% بقيمة 184 ورقة. يبلغ الحجم الإجمالي للأوراق المالية 995 مليار رينجيت ماليزي.

يظهر هذا التوزيع أن الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تشكل الغالبية العظمى من إجمالي الأوراق المالية في ماليزيا، مما يشير إلى زيادة الطلب عليها من قبل العملاء. هذا يشير إلى أنها بدأت تأخذ مكانة الأوراق التقليدية تدريجياً، مما يعكس الثقة المتزايدة في الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وتوجه السوق نحوها بشكل متزايد.

- نسب الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المالية المدرجة والقيمة السوقية لسنتي 2023-2022: الجدول الموالي يعرض نسبة الأوراق المالية إلى إجمالي الأوراق المدرجة وإجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية:

الجدول (7): نسب الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المالية المدرجة والقيمة السوقية لسنتي

2023-2022

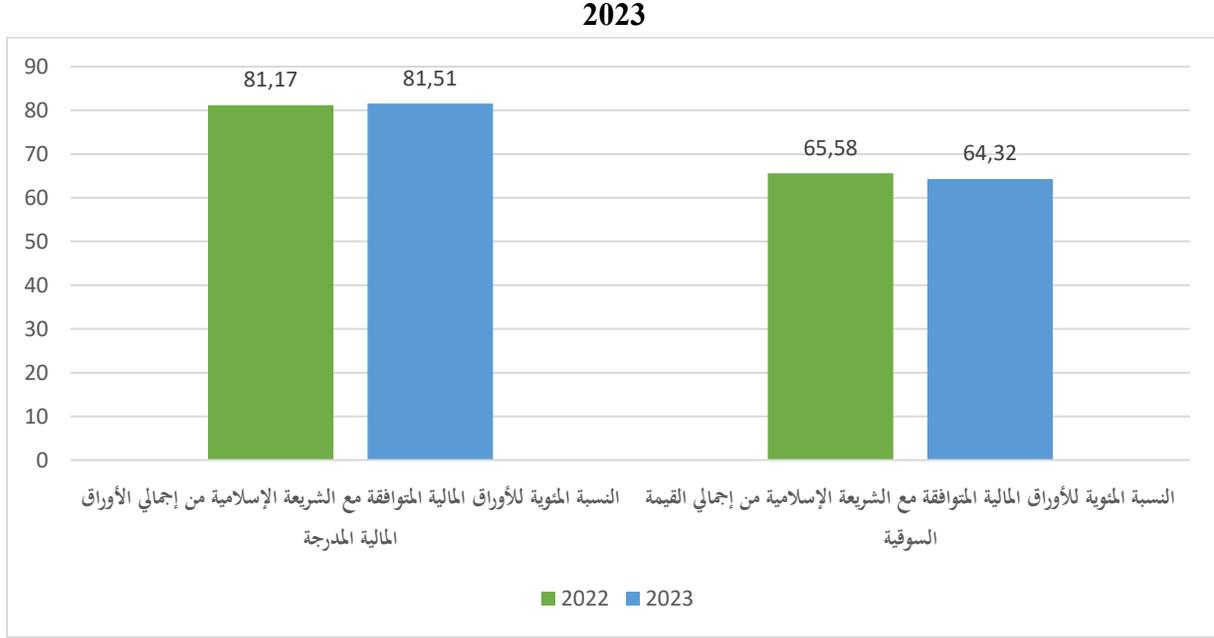
2023	2022	
81,51	81,17	النسبة المئوية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأوراق المالية المدرجة
65,58	64,32	النسبة المئوية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي القيمة السوقية

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023-2022

الفصل الثاني

البيانات الإحصائية يمكن عرضها بشكل مبسط ومفهوم من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل البياني (8): نسب الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المالية المدرجة والقيمة السوقية لسنتي 2022-



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على تقارير لجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يُظهر الجدول المقارن بين الأعوام 2022 و 2023 تحليلاً مفصلاً للنسب المئوية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأوراق المالية المدرجة ومن إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية. يُلاحظ أن النسبة المئوية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأوراق المالية المدرجة ظلت مستقرة عند 81%، أو ارتفعت بتغيير طفيف، خلال السنتين المقارنتين. وفي الوقت نفسه، شهدت النسبة المئوية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية ارتفاعاً من 64.32% في عام 2022 إلى 65.58% في عام 2023. هذا التطور يعكس جاذبية متزايدة للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لدى المستثمرين، ويُشير إلى زيادة حصتها في إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية. يتجلى هذا التحول في السوق المالي الماليزي كمؤشر على تزايد الثقة في هذه الأدوات المالية وتوجه المستثمرين نحوها بشكل متزايد، مما يعزز دورها وأهميتها في بناء أسس قوية للاقتصاد الإسلامي الماليزي.

- إصدارات الصكوك والسندات ديسمبر 2023:

في السنوات الأخيرة، شهدت ماليزيا نمواً ملحوظاً في حجم إصدارات السندات والصكوك الإسلامية، مما يعكس التزايد في الطلب على منتجات التمويل الإسلامي وزيادة الاهتمام بها على الصعيدين المحلي والعالمي. تعتبر ماليزيا من الأسواق الرائدة عالمياً في الصكوك الإسلامية وتلعب دوراً مهماً في تطوير وتعزيز هذا القطاع، على سبيل المثال، تشجع الحكومة الماليزية التنمية المستدامة وتعزيز الاستثمارات في الصكوك الإسلامية كجزء من إطار تمويل المشاريع البنية التحتية والتنمية الاقتصادية. وتحظى الصكوك الإسلامية في ماليزيا بشعبية

الفصل الثاني

كبيرة بين المستثمرين المحليين والدوليين نظرًا لمرونتها وأمانها وتوافرها كأداة تمويل شرعية. وقد شهدت الصكوك الإسلامية في ماليزيا ازديادًا في مجالات التطوير العقاري والبنية التحتية والطاقة المتجددة والتمويل الحكومي والشركات. ويظهر ذلك جليًا من خلال الجدول التالي:

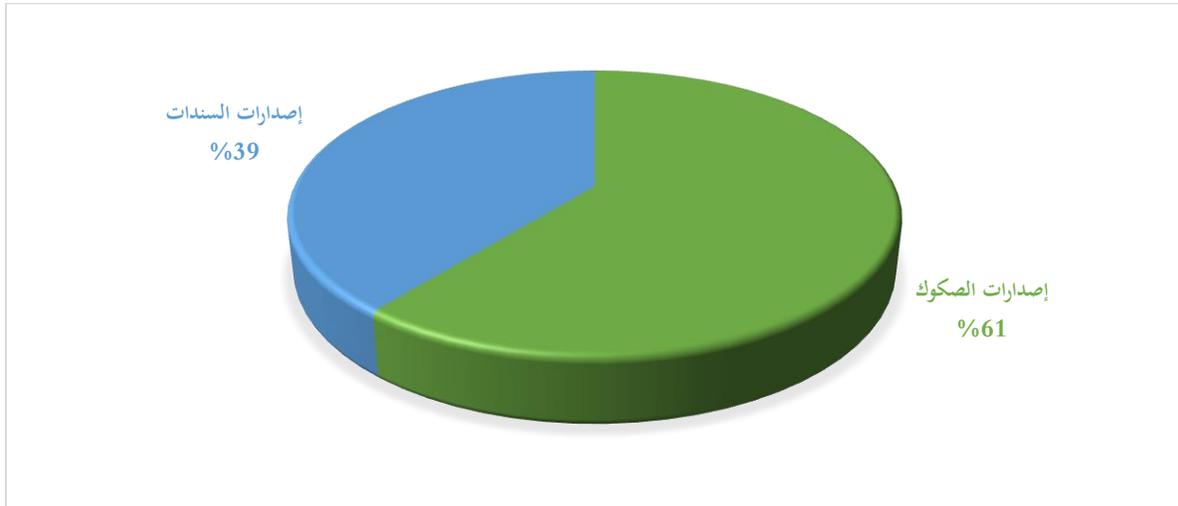
الجدول (8): إجمالي إصدارات السندات والصكوك في سوق رأس المال الماليزي 2023

إجمالي إصدارات الصكوك والسندات	إصدارات السندات	إصدارات الصكوك	
100	39,16	60,84	النسبة
54753	21440	33313	القيمة (مليار رينجيت ماليزي)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يؤرّ الشكل البياني الموالي الفرصة لتحليل البيانات وفهمها بشكل أفضل:

الرسم البياني (9): إجمالي إصدارات السندات والصكوك في سوق رأس المال الماليزي 2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

وفقًا لتقارير لجنة الأوراق المالية الماليزية في ديسمبر 2023، بلغ إصدار الصكوك الإسلامية 3331.3 مليار رينجيت، ما يمثل نسبة 60.84% من إجمالي إصدارات الصكوك والسندات، التي بلغت قيمتها 5475.3 مليار رينجيت ماليزي. هذه الأرقام تبرز الحجم الضخم والأهمية البارزة التي تحتلها الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية. بالمقابل، بلغت نسبة إصدار السندات 39.16% من الإجمالي بقيمة 21440 مليار رينجيت، مما يعكس التفضيل المتزايد للصكوك كأداة تمويلية رئيسية في الاقتصاد الماليزي. هذه الأرقام توضح أن الصكوك ليست مجرد أداة تمويل بل هي أحد الركائز الأساسية للتمويل في ماليزيا، وتسهم بشكل كبير في دعم النمو الاقتصادي وتعزيز الثقة في السوق المالية.

الفصل الثاني

- نسبة الصكوك والسندات المعلقة من إجمالي سوق رأس المال 2023:

الصكوك الإسلامية تُعدُّ البديل الشرعي للسندات التقليدية، حيث تحافظ على المعايير الإسلامية للتمويل والاستثمار، شريطة أن تتبع الضوابط والمعايير الشرعية المحددة لها. وفي المقارنة بين إصدارات الصكوك الإسلامية ونظيراتها التقليدية، نجد أن حجم الصكوك الإسلامية يزداد تفضيلاً فأهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا تظهر بشكل واضح من خلال دورها البارز في تمويل المشاريع الاستثمارية بمختلف أنواعها، وهو ما يعكس الثقة الكبيرة في هذه الأداة المالية ودورها في تحقيق الاستدامة الاقتصادية. تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا من أهم مصادر التمويل وسد حاجات الاستثمار في البلاد، مما يساهم في تعزيز نمو الاقتصاد الماليزي.

الجدول التالي يعرض قيمة ونسب كل من السندات والصكوك من إجمالي سوق رأس المال:

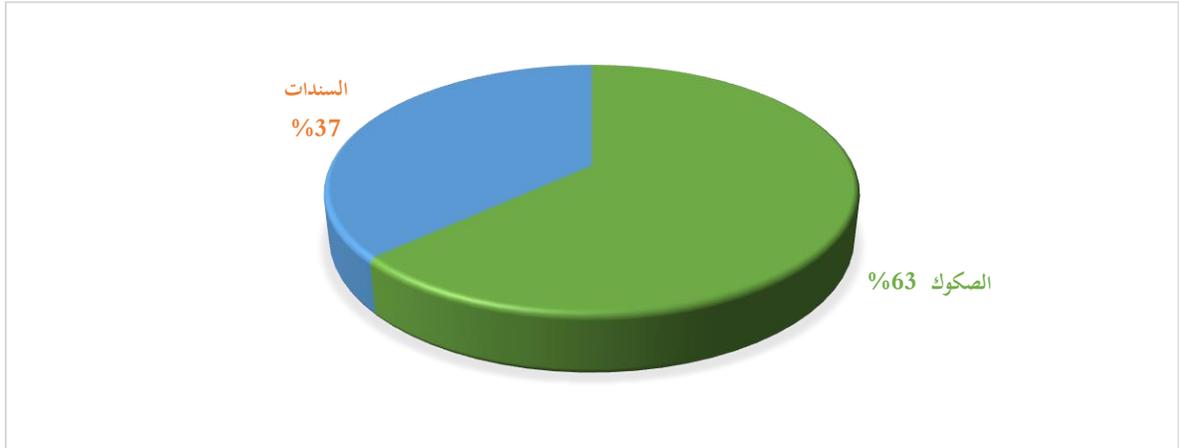
الجدول (9): نسبة الصكوك والسندات من إجمالي سوق رأس المال 2023

النسبة	الصكوك	السندات	الحجم الإجمالي لسوق رأس المال
	63,20	36,80	100
القيمة (مليار رينجيت ماليزي)	127124	74009	201133

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يبرز الشكل البياني البيانات بوضوح أكثر:

الرسم البياني (10): نسبة الصكوك والسندات من إجمالي سوق رأس المال 2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

في ديسمبر 2023، أفاد تقرير بأن الحجم الإجمالي للصكوك والسندات أنه بلغ 2011.33 مليار رينجيت ماليزي. ومن بين هذا الإجمالي، شكلت الصكوك نسبة 63.20%، أي ما يعادل 1271.24 مليار رينجيت ماليزي، مما يُظهر الدور البارز الذي تلعبه الصكوك في السوق الماليزي. بينما بلغت نسبة السندات 36.80%، ما يعكس التوازن بين الأدوات المالية المختلفة المتاحة في السوق. تبرز هذه

الفصل الثاني

الأرقام أهمية الصكوك كآلية تمويل رئيسية في ماليزيا، حيث تعكس الثقة والاعتماد المتزايد عليها كأداة تمويل موثوقة. تلعب استثمارات الصكوك دورًا حيويًا في دعم وتمويل المشاريع والأنشطة الاقتصادية في ماليزيا، مما يسهم في نمو الاقتصاد وتحقيق التنمية المستدامة.

- صكوك المرابحة وحقوق الملكية الموافقة للشريعة من حجم سوق رأس المال الإسلامي من 2016 إلى 2023:

الصكوك وحقوق الملكية الموافقة للشريعة هي جزء مهم من سوق رأس المال الإسلامي، وهي تشكل أدوات تمويلية مبتكرة تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية وتلبي احتياجات المستثمرين الذين يفضلون الاستثمار وفقًا لهذه المبادئ.

1. **صكوك المرابحة (Sukuk al-Murabaha):** هذا النوع من الصكوك يستند إلى عقد المرابحة، حيث يتم بيع الأصول مع فترة معينة للسداد بسعر محدد تم التوافق عليه مسبقًا. يتم استخدام الصكوك لتمويل مشاريع محددة ويكون الاستثمار فيها متوافقًا مع الشريعة.

2. **حقوق الملكية الموافقة للشريعة (Shariah-Compliant Equities):** هذه تشير إلى الأسهم والأوراق المالية التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تتجنب الشركات الربا والمصالح غير المشروعة والأنشطة غير الحلال. يعتبر استثمار في حقوق الملكية الموافقة للشريعة من الطرق الشائعة للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي.

حجم سوق الصكوك وحقوق الملكية الموافقة للشريعة يعتمد على عدة عوامل، بما في ذلك التطورات الاقتصادية في الدول التي تتبنى المبادئ الإسلامية وتشجيعها لتطوير هذه الأدوات المالية، بالإضافة إلى طلب المستثمرين عندما يكون لديهم رغبة في تنويع محافظتهم بأدوات مالية تتوافق مع قيمهم ومعتقداتهم.

من المهم أن نلاحظ أن حجم سوق الصكوك وحقوق الملكية الموافقة للشريعة قد يتأثر بتطورات السوق وتغيرات الطلب والعرض، وكذلك بالتشريعات والسياسات التي تحكم الأسواق المالية في الدول المختلفة.

فيما يلي جدول يبين نمو كل من حجم الصكوك وحقوق الملكية الموافقة مع الشريعة وكذا نمو حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال ثماني سنوات الماضية كما يلي:

الجدول (10): صكوك المرابحة وحقوق الملكية الموافقة للشريعة من حجم سوق رأس المال الإسلامي من 2016 إلى 2023

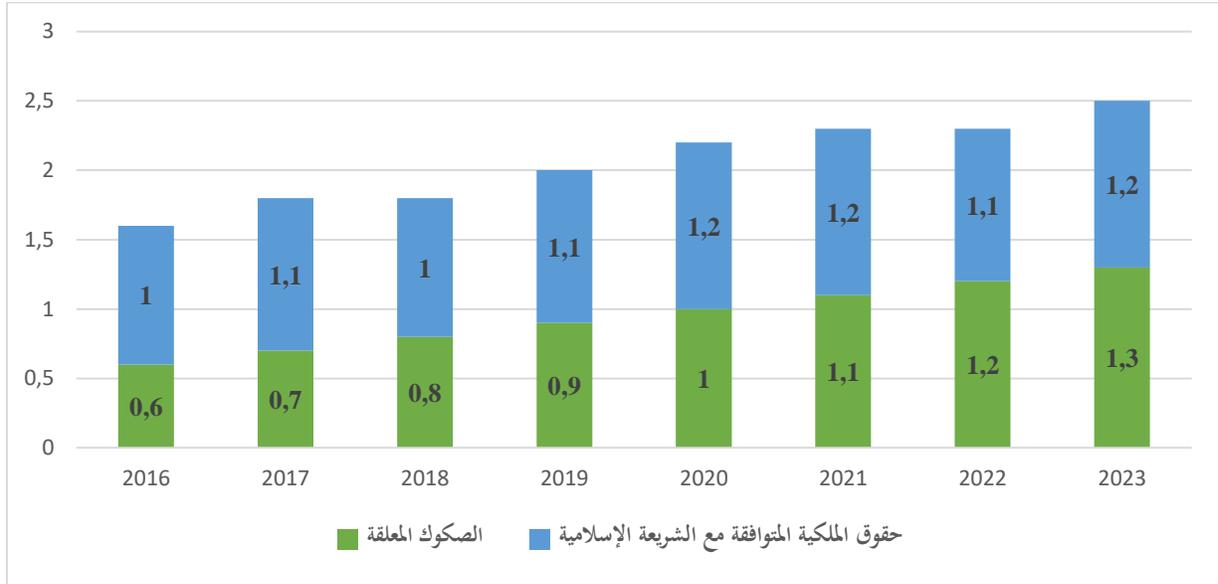
2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
1,3	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	الصكوك المرابحة
1,2	1,1	1,2	1,2	1,1	1,0	1,1	1,0	حقوق الملكية الموافقة مع الشريعة الإسلامية
2,4	2,3	2,3	2,3	2,0	1,8	1,8	1,6	حجم سوق رأس المال الإسلامي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2013، 2019، 2017

الفصل الثاني

يعرض الشكل البياني المرفق توزيع البيانات المعروضة في الجدول:

الرسم البياني (11): صكوك المراجعة وحقوق الملكية المتوافقة للشريعة من حجم سوق رأس المال الإسلامي من 2016 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2013، 2019، 2017

يُقدم هذا الجدول تطور حجم سوق رأس المال الإسلامي (بالتريليون رينجيت ماليزي) خلال السنوات الثماني الماضية (2016-2023)، فقد ارتفعت قيمة صكوك المراجعة من 0,6 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2016 إلى 1,3 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2023 بزيادة قدرها 16,7%، وزادت قيمة حقوق الملكية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من 1,0 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2016 إلى 1,2 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2023 بزيادة قدرها 20%.

النمو المستمر يعكس الاهتمام المتزايد بالمنتجات المالية الإسلامية ويدعم الفرضية الأولى بأن التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي لهما تأثير إيجابي في السوق، إذ ارتفع حجم السوق من 1,6 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2016 إلى 2,4 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2023 بزيادة قدرها 50%، يُشير هذا النمو القوي إلى جاذبية متزايدة للاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا وجهودها المبذولة في تطوير المنتجات المالية الإسلامية وزيادة الوعي بالاستثمار الإسلامي.

أصدرت لجنة المعايير للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والموافق عليها من قبل المجلس الاستشاري الشرعي أوراقا مالية بأنواعها وفي نهاية ديسمبر، ارتفعت الأوراق المالية إلى 811 ورقة مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتي شكلت 76 و 19% من 995 من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا.

فيما يتعلق بالإصدارات، مثلت الصكوك في ديسمبر 2023 نسبة 60,84% من إجمالي الإصدارات وإصدارات السندات بلغت 39,16%، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية والتي تنص على أن إصدار الصكوك الإسلامية يكون على حساب التوريق التقليدي

الفصل الثاني

أي أن الصكوك الإسلامية أخذت مكانة الأوراق المالية التقليدية نظراً لما توفره من مستوى ثقة أكبر ومخاطرة أقل بالنسبة لمن يريد دخول عالم الاستثمار في سوق رأس المال تكون هي الخيار الأمثل بالمقارنة مع الأوراق المالية الأخرى

3-3- توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية على السوق الرئيسي وسوق Leap وسوق ACE: 2023

الجدول التالي يبين القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة مع الشريعة في عدة أسواق خلال سنة 2023:

الجدول (11): توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية على السوق الرئيسي وسوق Leap وسوق

2023 ACE

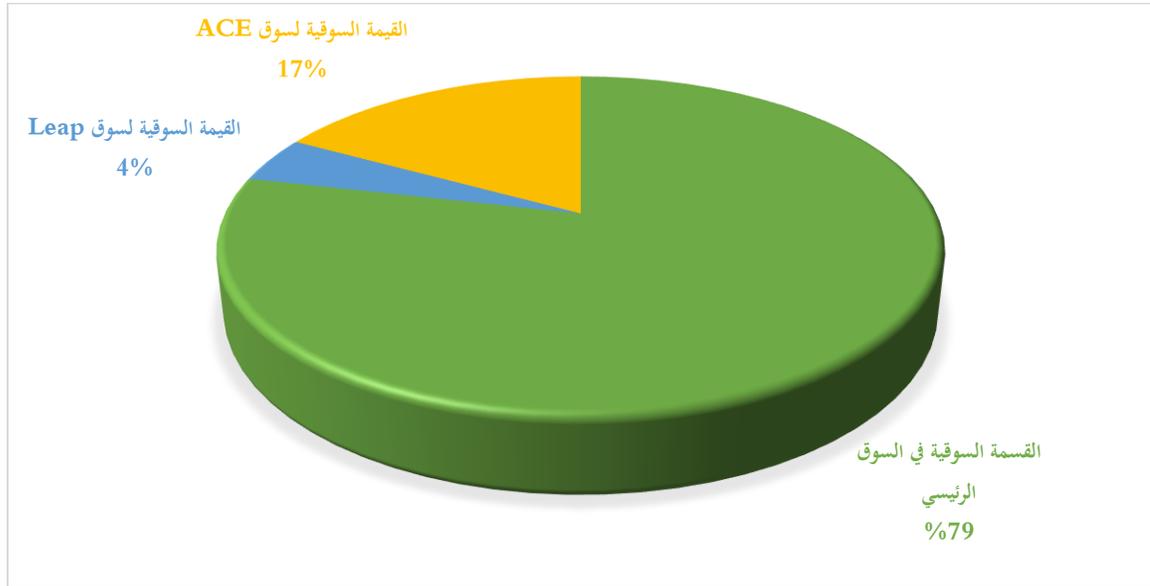
إجمالي الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	القيمة السوقية لسوق ACE	القيمة السوقية لسوق Leap	القيمة السوقية في السوق الرئيسي	النسبة	العدد
100	17,02	4,44	78,54		
811	138	36	637		

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يمكن التعبير عن هذه الإحصائيات عبر الشكل البياني التالي:

الرسم البياني (12): توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية على السوق الرئيسي وسوق Leap وسوق

2023 ACE

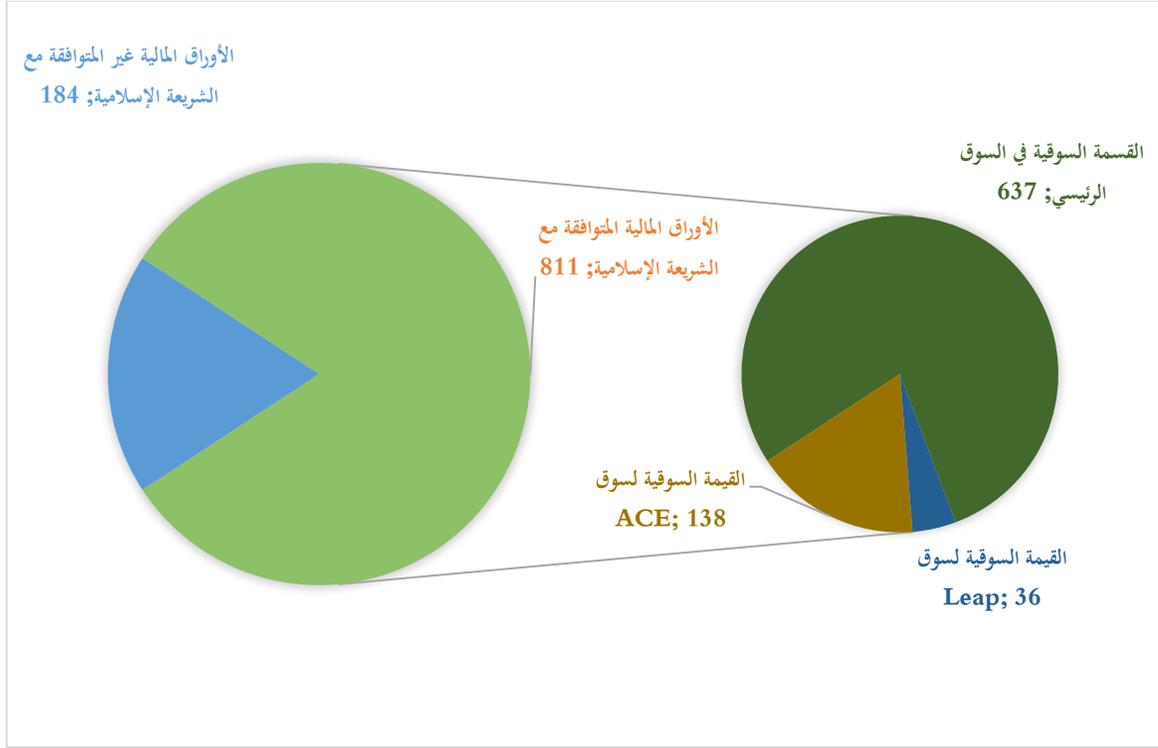


المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

الفصل الثاني

كما يمكن اختصار الرسمين البيانيين رقم 7 ورقم 12 من أجل إعطاء البيانات وضوحاً ودقة أكثر:

الرسم البياني (13): نسبة الأوراق المالية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة من إجمالي الأوراق المدرجة مع توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة للشريعة الإسلامية على السوق الرئيسي وسوق Leap وسوق ACE 2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

إجمالي الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ديسمبر 2023 قدر بـ 811 ورقة مدرجة في البورصة، وكانت موزعة على 3 أسواق بالترتيب: السوق الرئيسي بنسبة 78.54%، وقدرت بـ 637 ورقة مدرجة، وسوق ACE بنسبة 17.02%، قدرت بـ 138 ورقة مدرجة، وسوق LEAP بنسبة 4.44%، قدرت بـ 36 ورقة مدرجة. يتضح من هذا التوزيع أن الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مركزة بشكل رئيسي في السوق الرئيسي، بينما يوجد تمثيل أقل في سوق ACE وسوق LEAP. يعكس هذا التوزيع تركيز المستثمرين على الأسواق الأكثر رسوخاً واستقراراً، مثل السوق الرئيسي، حيث يفضل المستثمرون توجيه استثماراتهم نحو الأسواق التي تتمتع بأعلى مستويات السيولة والتنظيم والثقة.

الفصل الثاني

- توزيع الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب القطاعات:

الأهمية الاقتصادية الكبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، تتجلى من خلال تدعيمه للنظام المالي في ماليزيا، كونه سوقا مالي دوليا يجذب رؤوس الأموال الأجنبية. يدعم هذا السوق التنمية الاقتصادية الماليزية، برفع مداخيل الدولة تزامنا مع زيادة الاستثمار المالي والنتائج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات، وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية وهذا ما ستيببه إحصائيات SC هيئة الأوراق المالية الماليزية.

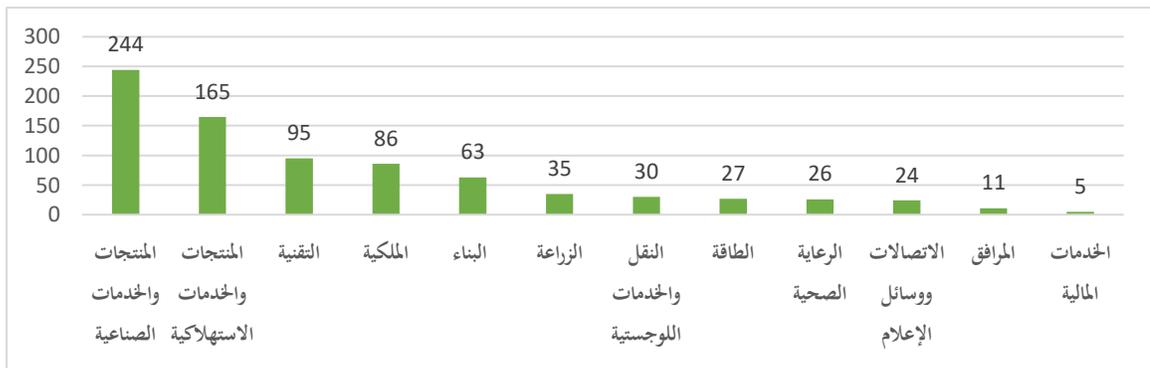
الجدول (12): توزيع الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب القطاعات 2023

القطاع	التوزيع
المنتجات والخدمات الصناعية	224
المنتجات والخدمات الاستهلاكية	165
التقنية	95
الملكية	86
البناء	63
الزراعة	35
النقل والخدمات اللوجستية	30
الطاقة	27
الرعاية الصحية	26
الاتصالات ووسائل الإعلام	24
المرافق	11
الخدمات المالية	5

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

كما يمكن توضيح الإحصائيات السابقة بيانيا كالتالي:

الرسم البياني (14): توزيع الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب القطاعات 2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

الفصل الثاني

يعرض الجدول توزيع القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب القطاعات، حيث يظهر أن قطاع المنتجات والخدمات الصناعية يشكل أكبر حصة من القيمة السوقية، حيث بلغت حصته 224 مليار رنجيت ماليزي. تأتي بعدها قطاعات المنتجات والخدمات الاستهلاكية والتقنية في المرتبة الثانية والثالثة من حيث حصة القيمة السوقية، حيث بلغت حصتها 165 مليار رنجيت ماليزي و95 مليار رنجيت ماليزي على التوالي.

يليه قطاع الملكية بقيمة 86 مليار رنجيت ماليزي، ثم القطاع البناء بقيمة 63 مليار رنجيت ماليزي، ومن ثم القطاع الزراعي بقيمة 35 مليار رنجيت ماليزي، والقطاع النقل والخدمات اللوجستية بقيمة 30 مليار رنجيت ماليزي، والطاقة بقيمة 27 مليار رنجيت ماليزي، والرعاية الصحية بقيمة 26 مليار رنجيت ماليزي، ومن ثم الاتصالات ووسائل الإعلام بقيمة 24 مليار رنجيت ماليزي، والمرافق بقيمة 11 مليار رنجيت ماليزي، وأخيراً القطاعات الخدمية بقيمة 5 مليار رنجيت ماليزي.

بالتالي، يتضح أن القطاعات ذات الأداء الجيد في سوق رأس المال الماليزي هي المنتجات والخدمات الصناعية والمنتجات والخدمات الاستهلاكية والتكنولوجيا، حيث تحظى بالحصة الأكبر من القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

3-4- الأصول المدارة للصناديق الإسلامية:

الجدول التالي يعرض قيمة الأصول المدارة للصناديق الإسلامية التي لها دور في تفعيل سوق رأس المال في ماليزيا لسنتي 2022-2023

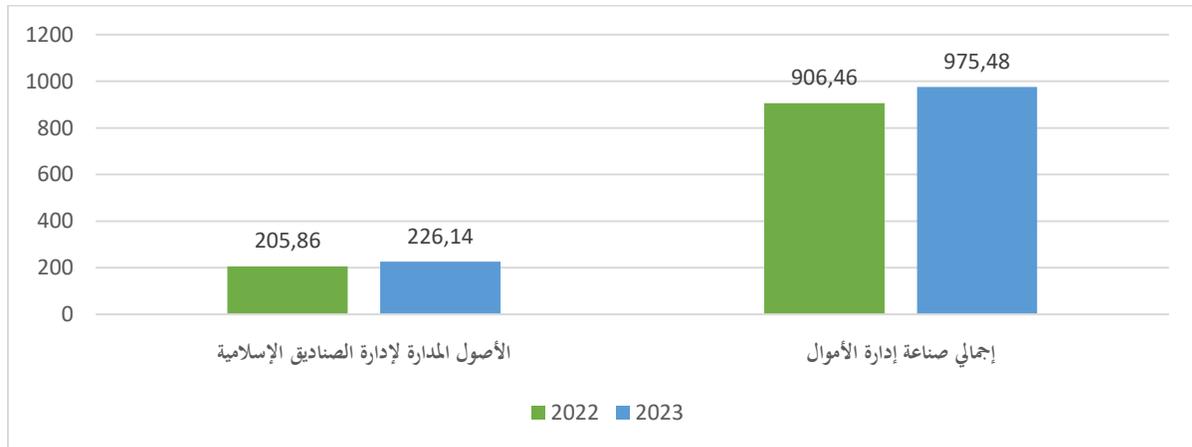
الجدول (13): قيمة الأصول المدارة للصناديق الإسلامية من إجمالي صناعة إدارة الأموال 2022-2023

2023	2022	
226,14	205,86	الأصول المدارة لإدارة الصناديق الإسلامية
975,48	906,46	إجمالي صناعة إدارة الأموال

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يعرض الشكل البياني المرفق توزيع البيانات الموضحة في الجدول:

الرسم البياني (15): قيمة الأصول المدارة للصناديق الإسلامية من إجمالي صناعة إدارة الأموال 2022-2023



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

الفصل الثاني

يقدم الجدول مقارنة في حجم الأصول المدارة بين عامي 2022 و 2023 حيث ارتفع حجم الأصول المدارة لإدارة الصناديق الإسلامية من 205.86 مليار رينجيت ماليزي في عام 2022 إلى 226.14 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023، بزيادة قدرها 9.9%. وارتفع إجمالي حجم الأصول المدارة لصناعة إدارة الأموال بشكل عام من 906.46 مليار رينجيت ماليزي في عام 2022 إلى 975.48 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023، بزيادة قدرها 7.5%. من هذه الأرقام، يمكن استنتاج أن إدارة الصناديق الإسلامية شهدت نموًا كبيرًا في عام 2023، متجاوزة نمو صناعة إدارة الأموال ككل. يُشير هذا النمو إلى استمرار جاذبية الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية للمستثمرين في ماليزيا، مما يعكس الثقة المتزايدة في هذا القطاع وفي قدرته على تحقيق العوائد الجيدة وإدارة الأموال بشكل فعال.

ملاحظة:

يتوافق هذا النمو مع الاتجاه العام لنمو سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كما هو موضح في الجداول الأخرى.

- الشركات المتخصصة في إدارة الصناديق الإسلامية IFMCs:

تقدم ماليزيا خدمات الاستثمار وفقًا للمبادئ الإسلامية، مما يتيح للمستثمرين فرصة للاستثمار في الأصول المالية التي تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية مثل تجنب الربا والمصلحة والمخاطر غير المشروعة. تلعب IFMCs دورًا حيويًا في توفير خدمات الاستثمار الإسلامية للمستثمرين في ماليزيا وخارجها، وتساهم في تعزيز التمويل وتنمية الاقتصاد على أساس متين ومتوافق مع القيم الإسلامية. تشمل خدمات IFMCs تصميم الصناديق الإسلامية المتنوعة، وإدارتها، وتوزيع الأرباح، وتقديم الاستشارات الاستثمارية المتخصصة للمستثمرين. بشكل عام، يلعب IFMCs دورًا هامًا في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وتحقيق الازدهار الاقتصادي والمالي بطريقة متوافقة مع القيم والمبادئ الإسلامية. فيما يلي جدول يبين اختلاف مساهمة كل من الشركات المتخصصة في إدارة الصناديق الإسلامية والنوافذ الإسلامية في إدارة الصناديق الإسلامية سنة 2023.

الجدول (14): مساهمة IFMCs مع النوافذ الإسلامية في إجمالي إدارة الصناديق الإسلامية 2023

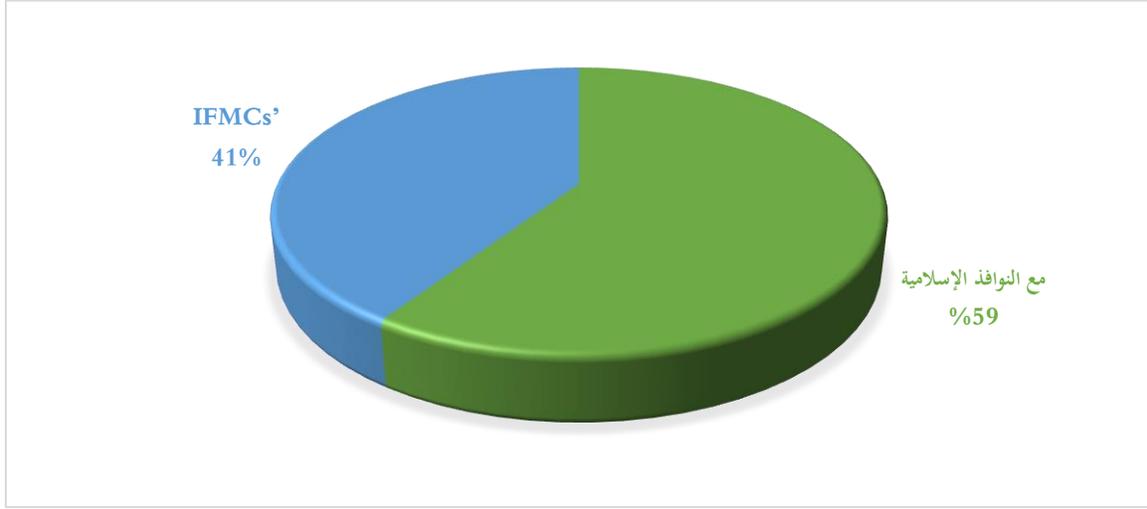
النسبة	IFMCs'	مع النوافذ الإسلامية	إجمالي إدارة الصناديق الإسلامية
	24	35	59

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

الفصل الثاني

كذلك يمكننا عرض بيانات الجدول السابق عبر رسم بياني كالآتي:

الرسم البياني (16): مساهمة IFMCs مع النوافذ الإسلامية في إجمالي إدارة الصناديق الإسلامية 2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية المالية المليزية 2023

الجدول يوضح نسب مساهمة الشركات المتخصصة في إدارة الصناديق الإسلامية والنوافذ الإسلامية في إجمالي إدارة الصناديق الإسلامية. بحيث كانت مساهمتها بـ 24% ومساهمة النوافذ الإسلامية 35% من إجمالي إدارة الصناديق الإسلامية تشكل إدارة الصناديق الإسلامية 59% من إجمالي صناعة إدارة الأموال، حيث تعكس هذه النسب دورًا مهمًا لهذه الكيانات في تعزيز ودعم الصناعة المالية الإسلامية، أو ما تُشير إلى أن غالبية الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تتم إدارتها من قبل شركات إدارة الصناديق التقليدية التي تقدم نوافذ إسلامية.

ملاحظة: يفترض هذا التحليل أن مصطلح "النوافذ الإسلامية" يشير إلى شركات إدارة الصناديق التقليدية التي تقدم منتجات وخدمات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

- حجم الأصول المدارة والقيمة السوقية لصناديق التمويل الإسلامية المدرجة وغير المدرجة لسنتي 2022-2023:

يبلغ العدد الإجمالي لرابطة الدول المستقلة الإسلامية UTF و WF و PRS و REIT و ETF أكثر من 499 مليار رينجيت ماليزي اعتبارًا من ديسمبر 2023، والتي تشمل 28 صندوقًا إسلاميًا من صناديق SRI، بالإضافة إلى ذلك، كان هناك ما مجموعه 59 شركة لإدارة الصناديق تشرف على الصناديق الإسلامية، تضم 42 شركة كاملة لإدارة الصناديق الإسلامية و 35 شركة تقليدية لإدارة الصناديق ذات نوافذ إسلامية في ديسمبر 2023 .

الفصل الثاني

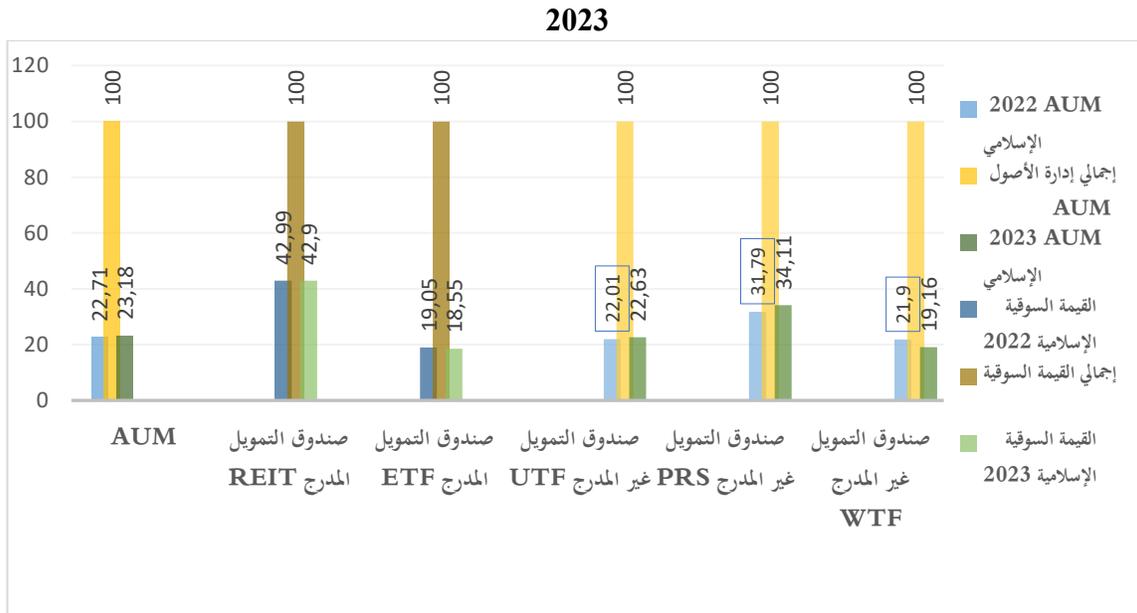
الجدول (15): حجم الأصول المدارة والقيمة السوقية لصناديق التمويل الإسلامية المدرجة وغير المدرجة لسنتي 2022-2023

%	2023	%	2022			
100	975,48	100	906,46	إجمالي إدارة الأصول AUM	AUM	
23,18	226,14	22,71	205,86	AUM الإسلامي		
100	41,78	100	39,08	إجمالي القيمة السوقية	REIT	صندوق التمويل المدرج
42,90	17,93	42,99	16,80	القيمة السوقية الإسلامية		
100	2,21	100	2,10	إجمالي القيمة السوقية	ETF	
18,55	0,41	19,05	0,40	القيمة السوقية الإسلامية		
100	499,88	100	487,94	إجمالي NAV	UTF	
22,63	113,11	22,01	107,39	NAV الإسلامي		
100	6,45	100	5,41	إجمالي NAV	RPS	صندوق التمويل غير المدرج
34,11	2,20	31,79	1,72	NAV الإسلامي		
100	77,15	100	76,50	إجمالي NAV	WF	
19,16	14,78	21,90	16,75	NAV الإسلامي		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

يمكن التعبير عن هذه الإحصائيات عبر الشكل البياني التالي:

الرسم البياني (17): حجم الأصول المدارة والقيمة السوقية لصناديق التمويل الإسلامية المدرجة وغير المدرجة لسنتي 2022-2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

الفصل الثاني

يُقدم هذا الجدول تفصيلاً لحجم الأصول المدارة (AUM) والقيمة السوقية (Market Cap) لصناديق التمويل الإسلامية حسب فئاتها في عامي 2022 و2023 مقسمة إلى فئتين صناديق تمويل مدرجة وغير مدرجة.

كما تظهر البيانات نمواً عاماً في جميع فئات الصناديق الإسلامية، مع استثناء صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) التي شهدت انخفاضاً طفيفاً في القيمة السوقية الإسلامية.

تُشير هذه النتائج إلى استمرار جاذبية الاستثمار في الصناديق الإسلامية فقد بلغت الأموال المدارة الإسلامية 226,14 مليار رينغيت ماليزي سنة 2023، بعد أن كانت 205,86 مليار رينجيت ماليزي في نهاية عام 2022 وارتفع حجم أصول صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية (REITs) من 39,08 مليار رينجيت ماليزي في عام 2022 إلى 41,78 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023، بينما ارتفعت القيمة السوقية الإسلامية لصناديق الاستثمار العقاري من 16,80 مليار رينجيت ماليزي إلى 17,93 مليار رينجيت ماليزي، كما ارتفع حجم أصول صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية (ETFs) من 2,10 مليار رينجيت ماليزي في عام 2022 إلى 2,21 مليار رينجيت ماليزي في عام 2023.

نلاحظ نمواً في القيمة السوقية الإسلامية لصناديق REIT وETF، مما يدل على تزايد الاهتمام والاستثمار في الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية واستمرار جاذبية الاستثمار في الصناديق الإسلامية تُشير هذه النسب إلى تنوع منتجات الصناديق الإسلامية المتاحة للمستثمرين في ماليزيا والدور الكبير لهذه الصناديق في تعزيز الاقتصاد الإسلامي.

3-5- النقاط البارزة لأداء سوق رأس المال الماليزي:

فيما يلي جدول يوضح أداء سوق رأس المال الماليزي (بالتريليون) من سنة 2018 إلى 2023 والقيمة السوقية لأهم الأوراق المالية المدرجة فيه:

الجدول (16): القيمة السوقية للأسهم والسندات والصكوك المستحقة من إجمالي حجم سوق رأس المال خلال الفترة الممتدة

من 2018 إلى 2023

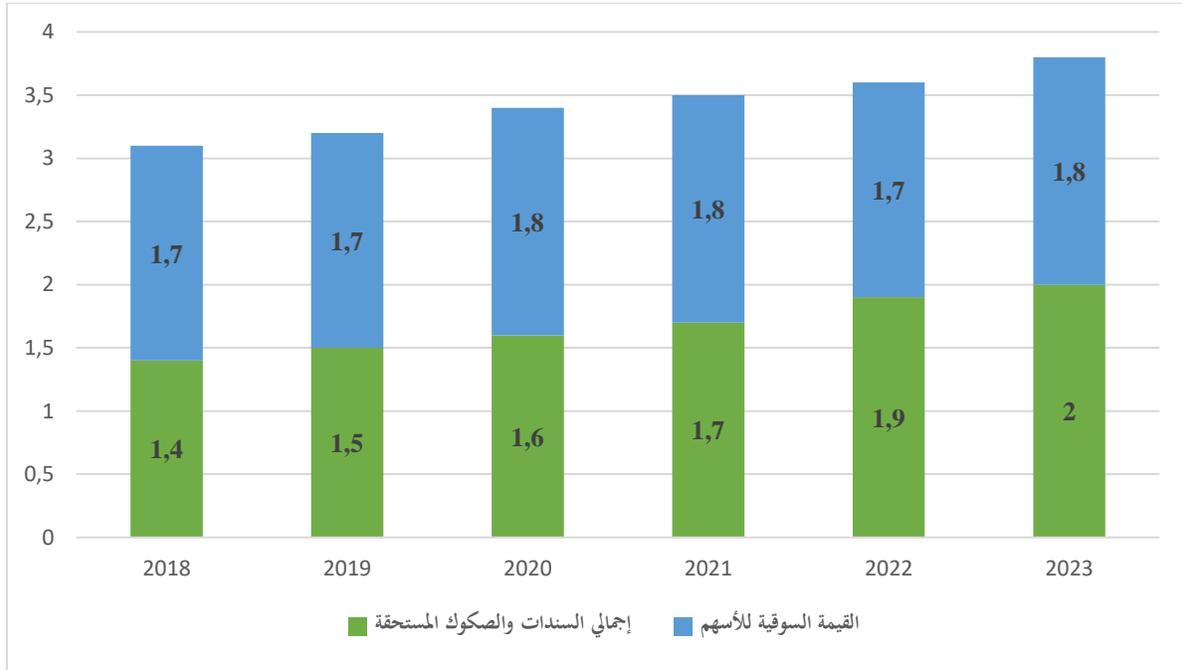
2023	2022	2021	2020	2019	2018	
2,0	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	إجمالي السندات والصكوك المستحقة
1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	القيمة السوقية للأسهم
3,8	3,6	3,5	3,4	3,2	3,1	إجمالي حجم سوق رأس المال

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2023

الفصل الثاني

يمكن تمثيله بيانيا كما يلي:

الرسم البياني (18): القيمة السوقية للأسهم والسندات والصكوك المستحقة من إجمالي حجم سوق رأس المال خلال الفترة الممتدة من 2018 إلى 2023



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة الأوراق المالية الماليزية 2022 و 2023

يُقدم هذا الجدول تطور إجمالي حجم سوق رأس المال (بالتريليون رينجيت ماليزي) خلال السنوات الماضية (2018-2023) مع زيادة مستمرة في السندات والصكوك المستحقة والقيمة السوقية للأسهم.

نلاحظ نمو الصكوك القائمة بنسبة 8,5% سنويا والأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بنسبة 2,2% سنويا هذا النمو يدل على استقرار والتوسع في كل من القيمة السوقية للأسهم وإجمالي السندات والصكوك، متبوعا بنمو حجم سوق رأس المال من 3,1 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2018 إلى 3,8 تريليون رينجيت ماليزي في عام 2023 فقد ارتفع رأس المال الإسلامي بنسبة 5,2% سنويا يُشير هذا النمو إلى استمرار قوة وتطور سوق رأس المال في ماليزيا بسبب فعالية الأدوات المالية المتداولة فيه الأمر الذي يعزز الاقتصاد الماليزي

مما سبق نلاحظ أن آلية التوزيع المصرفي إلى جانب آلية التصكيك الإسلامي تلعبان دورا فعالا وإيجابيا في تعزيز رأس المال الماليزي.

الفصل الثاني

خلاصة الفصل الثاني:

تلجأ الدولة الماليزية إلى التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي كأهم ألبتين لتوفير التمويل المالي وتحفيز النشاط الاقتصادي، ولكن بأساليب مختلفة تتماشى مع الأطر والقيم المالية المختلفة، حيث يركز التوريق المصرفي على السيولة وتوفير القروض التقليدية، في حين يركز التصكيك الإسلامي على الشراكة والامتثال لقواعد الشرعية الإسلامية.

وسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لوحده يشمل مجموعة متنوعة من الأصول والأدوات المالية، مثل الصكوك الإسلامية، والصناديق الاستثمارية الإسلامية، والمشتقات المالية المتوافقة مع الشريعة. تسهم هذه المنتجات والخدمات في تلبية احتياجات المستثمرين وتوفير فرص استثمارية متوافقة مع القيم الإسلامية.

لذلك يُعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مثلاً ممتازاً لالتزام القطاع المالي بالمبادئ الإسلامية وتقديم حلول مالية مبتكرة ومتوافقة مع الشريعة، تعزز هذه الخصوصية سمعة ماليزيا كوجهة رائدة للاستثمار الإسلامي على الصعيدين المحلي والدولي.

فيما يلي أهم الاستنتاجات:

1. الزيادة في حجم الصكوك وحقوق الملكية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على مدى السنوات الماضية يعكس تزايد الثقة والاعتماد على الأدوات المالية الإسلامية وبيّن التطور المستمر للسوق الإسلامي الماليزي
 2. الدور الكبير للصناديق الإسلامية يعكس نمو الطلب على المنتجات المالية الإسلامية وتوسعها
 3. التنوع في الاستثمارات الإسلامية عبر قطاعات مختلفة وأسواق متعددة، يدل على تكامل السوق الإسلامي مع الاقتصاد الوطني الأوسع.
 4. التأثير الإيجابي على الاقتصاد الكلي، فالنمو في السوق المالي الإسلامي يساهم في تعزيز الاقتصاد الماليزي بشكل عام، مما يعزز من مكانة ماليزيا كمركز رئيسي للمالية الإسلامية عالمياً.
- هذه الاستنتاجات تعكس الصورة الكاملة للتأثير والتطور الذي يشهده السوق المالي في ماليزيا، وتؤكد على الدور الهام الذي تلعبه الأدوات المالية بأنواعها في تنشيط سوق رأس المال وأهمية السوق الإسلامي كجزء من النظام المالي في ماليزيا، مما يدعم الفرضية بأن آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي لهما دور فعال وإيجابي في سوق رأس المال.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

لقد كشفت الأزمات المالية التي شهدتها دول العالم المتقدم عن عقم النظم الاقتصادية الغربية التي خرجت من عقول بشرية لا تهتدي بهدي الله تعالى، وهذا ما دفع المهندسين الماليين لتطبيق المبادئ الإسلامية في المجال الاقتصادي والمالي للحد من هذه الأزمات التي تعصف بأسواق المال العالمية من جراء المقامرات والمضاربات والتعامل بالربا والاحتكار.

لهذا قد يكون تبني نظام التمويل الإسلامي هو الحل والبديل لنظام التمويل التقليدي، الأمر الذي يضع النظام المالي الإسلامي بكل مؤسساته وكل القائمين عليه أمام تحد كبير، يلزمهم بتطوير منتجاته وأدواته المالية وتكوين العنصر البشري المؤهل الذي يجمع بين الخبرات والمعارف النظرية والفنية والمعارف الشرعية. كما أن تجربة السوق المالية الإسلامية في ماليزيا توضح ان التنمية الاقتصادية في المؤسسات المالية تكمن أساسا في مدى نجاعة الأدوات المتداولة فيها ونسبة مساهمة هذه الأخيرة في تحريك رؤوس الأموال واستفادة كل الأطراف ومختلف القطاعات الاقتصادية

وبهذا أصبح النظام المالي الإسلامي في ماليزيا النموذج الأمثل للاقتصاد الإسلامي المتطور، وساعده على هذا التنامي الاقتصادي الكبير ووجوده في بيئة تتصف بمزيد من الحرية والتنافس، وذلك تماشياً مع الاندماج المتزايد بين النظام المالي الإسلامي الماليزي والساحة المالية الإسلامية العالمية، وقد شهد نمو سوق رأس المال الإسلامي أبعادا دولية شملت إنشاء مجالس وهيئات مالية ونقدية لها أبعاد دولية، الأمر الذي أهلها للانضمام وبجدارة إلى فريق النور الآسيوية، الذي نجح في تحقيق ما أصطلح على تسميته بالمعجزة الآسيوية.

بعد عرض البيانات وتحليلها وتأكيد الفرضية يمكن استخلاص النتائج التالية:

- السعي الدائم للسوق المالي الماليزي في ابتكار وتحديث وتطوير الوسائل والأدوات المالية الإسلامية بصفة متواصلة، من بينها الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وعدة أنواع من الصناديق الاستثمارية بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية وقوة أثرها على سوق رأس المال أدى إلى تعزيز قوته في هذا المجال، وكذا تعزيز مكانته على المستوى العالمي مما جعل كل من هيئة الأوراق المالية الماليزية واللجنة الاستشارية الشرعية تضاعفان الجهود في هذا المجال إلى أن أصبح أكبر سوقا مصدرا للصكوك الإسلامية في العالم حيث حافظت باستمرار على أكثر من 50% من سوق الصكوك العالمية.
- تعتبر الصكوك بديلا منافسا للسندات التقليدية بحيث يمكنها السيطرة على سوق أدوات الدين، وتجاوز حجم اصدار الصكوك حجم اصدار السندات يعود إلى أن ماليزيا دولة رائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية بحجم يمثل أكثر من 58% من الاصدار العالمي.
- الصكوك الإسلامية هي إضافة حقيقية لسوق الأوراق المالية الماليزي، وذلك بجلب مدخرات الجمهور وهذا ما يعود بالنفع على السوق من جهة والمستثمرين من جهة أخرى.

خاتمة عامة

أهم شيء يستدعى الإشارة إليه فيما يخص الاصدار العالمي للصكوك هو تخلف الجزائر عن اصدار مثل هذه الادوات، فمن خلال المعطيات المستقاة من مختلف المصادر لم نسجل ولو حجم يسير لإصدار الصكوك في الجزائر، ونظرا لطبيعة المجتمع الجزائري الذي يحرص على عدم الخروج عن قواعد الشريعة الإسلامية، وفي إطار تشجيع التطوير والابتكار للوسائل والأدوات المالية الإسلامية، نطرح الاقتراحات التالية:

1. تبني التجربة الماليزية في مجال سوق رأس المال الإسلامي، ومحاولة الاستفادة منها وتطبيقها في الجزائر وباعتبار ان الصكوك الإسلامية تعتمد على الموجودات والاصول الحقيقية وبالتالي تعتبر من الأدوات الصحية التي من شأنها معالجة المشاكل التي يسببها التضخم.
2. الاعتماد على الصكوك المالية الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية.
3. تشجيع اصدار الادوات المالية الإسلامية بصفة عامة، والصكوك بصفة خاصة، من خلال طرحها كخطوة أولى والتحديث من آليات الإصدار بالشكل الذي يجذب المستثمرين.

المراجع

المراجع العربية:

- أبكر، م. إ. ع. ا.، و البلولة، م. ا. ا. (2022). المشاكل المحاسبية لعمليات التوريق في العلاقة بين فاعلية المراجعة الداخلية وملاءمة التقارير المالية (دراسة على عينة من المصارف التجارية السودانية). *مجلة الباحث الاقتصادي*، 10(01)، 114-128.
- السبوسي، س. (2019a). نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل في الاقتصاد الحديث. *مجلة الحكمة للدراسات الاجتماعية*، 07(02)، 65-111.
- السبوسي، س. س. (2019b). التوريق المصرفي آخر انحرافات المصارف الاسلامية -دراسة تحليلية للأنشطة التمويلية لبنك إسلام ماليزيا (1988-2016). *مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة*، 04(01)، 27-47.
- العراي، م.، و حمو، س. (2017). دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد -ماليزيا نموذجاً-. *مجلة البشائر الاقتصادية*، 03(01)، 67-85.
- الغني، ب. ع.، و منصور، ح. م. (2014). صناعة التوريق كآلية لتسيير المخاطر المالي مع الإشارة إلى تجربة الجزائر. *التكامل الاقتصادي*، 02(03)، 409-431.
- بباس، م. (2017). التوريق بين الواقع العملي والتكليف الشرعي -دراسة حالة ماليزيا-. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*، 04(01)، 359-379.
- برخشي، ب. ح.، و بركان، أ. (2022). دور الصكوك الإسلامية في تفعيل نشاط السوق المالي الإسلامي -التجربة الماليزية-. *مجلة الاقتصاد الجديد*، 13(01)، 360-375.
- بوسطة، ب.، و بلجيلالي، ف. (2023). التصكيك الإسلامي كآلية لتحقيق الانتعاش الاقتصادي -دراسة قياسية لحالة دول الخليج العربي-. *مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة*، 08(01)، 234-250.
- بوعوينة، س.، و علمي، ح. (2022). واقع إصدار وتداول الصكوك الخضراء في الأسواق المالية -دراسة تجارب الدول الرائدة-. *مجلة دفاتر البحوث العلمية*، 10(01)، 79-99.
- بولحية، ص. (2016). مستقبل التوريق على ضوء الاصلاحات التنظيمية والضبط. *مجلة العلوم الانسانية*، 45(جوان)، 89-108.
- بومود، إ.، و مقراني، ه. (2024). مساهمة منتجات التصكيك الإسلامي في إدارة سيولة البنوك الإسلامية "دراسة حالة مصرف السلام - الجزائر". *مجلة التواصل*، 30(01)، 26-42.
- بووقفة، ع. ا.، و العابدي، د. (2019). الضوابط الرقابية وارتباطها بالممارسات السليمة للصكوك الإسلامية. *مجلة نماء للاقتصاد والتجارة*، 01(09)، 1-10.
- حمو، ا. (2008). الصكوك الاسلامية كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية. *مجلة الحقوق والعلوم الانسانية*، 20(1)، 208-227.
- حنيفة، ب. ر.، و خويبيزي، م. (2020). تقييم مساهمة الصكوك الإسلامية في إنعاش التنمية الاقتصادية "التجربة الماليزية". *مجلة الاقتصاد الدولي والعولمة*، 03(03)، 106-121.

المراجع

- حوات، أ.، و ضويفي، ح. (2021). واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها التجربة الماليزية "نموذجا". *مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية*، 06(01)، 601-616.
- خاطر، ع. ط. ط. (2021). أثر التورق على تشتت المخاطرة - فترة ما قبل أزمة الرهن العقاري - الولايات المتحدة الأمريكية نموذجا (1996-2006). *مجلة اقتصاد المال والأعمال*، 06(02)، 225-238.
- خوني، ر.، و ساعد، ا. (2014). الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي. *مجلة الاقتصاد الصناعي*، 06(جوان)، 117-118. <http://www.springer.com/series/15440%0Apapers://ae99785b-2213-416d-aa7e-1413a12880cc9b9/Paper/p18311>
- دعاس، م. (2022). دور الصكوك الإسلامية في تنشيط أسواق الأوراق المالية التجربة الماليزية نموذجا خلال الفترة (2002-2022). *مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية*، 01(04)، 98-115.
- دوابة، أ. م. (2021). التوريق (التصكيك) والحوكمة الرشيدة. *مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية*، 02(01)، 45-17.
- رحمة، ح. ح. آ. (2014). *الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات* (ح. م. القباني (محرر); طبعة مزيدة). مركز الدراسات الاستراتيجية لجامعة كربلاء.
- رشوان، ع. ا. م. س. (2018). أثر الإفصاح الالكتروني للمعلومات المالية على كفاءة سوق رأس المال الفلسطيني في ضوء المعايير الدولية للتقارير المالية. *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية*، 09(جوان)، 696-720.
- زعبتري، ص.، و زيان، ن. (2020). واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية نموذجا-. *مجلة الميدان للعلوم الإنسانية والاجتماعية*، 03(03)، 360-366. <http://190.119.145.154/handle/20.500.12773/11756344-360>
- زيدان، ف. ا. ب.، بودية، ف.، و شليحي، ا. (2020). الصكوك الخضراء: صناعة مالية مستدامة - نظرة عالمية. *Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale*، 14(01)، 88-99. <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticlepdf/211/14/3/140341>
- زيطاري، سامية. (2004). *ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية*. الجزائر.
- طالب، ع.، و خاطر، ط. (2022). التحليل الاقتصادي القياسي لأثر التوريق على توافر الائتمان - فترة ما قبل أزمة الرهن العقاري - الولايات المتحدة الأمريكية نموذجا (2000-2006). *مجلة العلوم الإنسانية*، 22(02)، 55-82.
- عبدالقادر، ط.، و حمزة، م. (2024). الصكوك الإسلامية وأثرها على ربحية المصارف الإسلامية - دراسة حالة مصرف الراجحي خلال الفترة (2008-2021). *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا*، 34(20)، 15-28.
- عثماني، ر. (2016). *انعكاسات الأزمات المالية العالمية على أسواق رأس المال - دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية (2005-2015)*. جامعة محمد خيضر - بسكرة.
- علقمة، م. ب. (2021). دراسة مقارنة بين هيكلية التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق التقليدي. *مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية*، 02(01)، 46-75.

المراجع

- غربي، ح.، و جبلاحي، و. (2018). الصكوك الإسلامية، أنواعها وإدارة مخاطرها. *مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي*، 2(3)، 136-148.
- فاطيمة الزهراء، م.، و فتحي، م. ا. (2024). عملية التوريق الرهني كآلية مهمة في التخفيف من مشكل الإسكان -حالة بنك التنمية المحلية والبنك الوطني لولاية بشار خلال الفترة 2000-2018. *مجلة دراسات اقتصادية*، 23(02)، 555-570.
- فلامي، آ. ب.، و أوكيل، ح. (2022). متطلبات اعتماد الصكوك الإسلامية في الجزائر على ضوء التجربة الماليزية. *مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات*، 07(01)، 70-80.
- قندوز، ع. ا. أ. (2021). *الأسواق المالية. صندوق النقد العربي* <https://www.amf.org.ae>.
- كروش، ن. ا.، و سرارمة، م. (2017). التصكيك الإسلامي والتسنييد: دراسة مقارنة. *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية*، 08، 659-643.
- محيسن، ف. م. أ. (2016). *الأهمية الاقتصادية لصناعة التوريق (الدوافع والأهداف)*. المرجع الالكتروني للمعلوماتية . <https://almerja.com/reading.php?idm=65920>
- مليكة، ب. ع. (2019). دور عمليات التوريق المصرفي في إدارة مخاطر القروض المصرفية. *مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية*، 05(01)، 199-226.
- مهري، ع. ا.، و سمالي، ن. (2017). آليات الهندسة المالية في إدارة مخاطر معاملات الصكوك الإسلامية. *مجلة دراسات وأبحاث*، 09(29)، 238-223.
- موشارة، ح. (2022). دور التوريق (إعادة التمويل الرهني) في تمويل الاستثمار في الجزائر. *مجلة الحقوق والعلوم الانسانية*، 15(01)، 1505-1486.
- نزار، س. (2016). *دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي*. -هندي، م. إ. (2008). *الأوراق المالية وأسواق رأس المال*. منشأة المعارف.

المراجع الأجنبية:

- Augustine ،A. (2024). Sukuk (Islamic Bond) and infrastructure financing in sub-saharan African countries: A systematic literature review of the Goals, Benefits, Challenges, and Risk factors. *international journal for research trends and innovation* 9،(4)324 ،-334.
- Nurhanifah ،N. V. (2024). Understanding Sukuk Market Development : An Overview of Opportunities and Challenges. *Journal of Waqf and Islamic Economic Philanthropy* 1،(2)1 ،-11.
- Yousif ،Z. K. (2024). the Role of Islamic Sukuks in Financing the Economy. *The American Journal of Management and Economics Innovations* 6،(1)24 ،-31. <https://doi.org/10.37547/tajmei/volume06issue01-05>

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي، ودورها في تفعيل سوق رأس المال الماليزي، لاسيما في ظل الحاجة المتزايدة لآليات تمويل متوافقة مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية. وأظهرت الدراسة أن آليتي التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي بإعتبارهما بديلا منافسا للأدوات التقليدية، قد ساهمتا بشكل فعال وإيجابي في تعزيز سوق رأس المال الماليزي، وإستمرار قوته كمحدد أساسي لتنمية الإقتصاد الماليزي.

Summary:

This study aims to highlight the importance of Islamic securitization and bank securitization and their role in activating the Malaysian capital market, especially considering the growing need for financing mechanisms consistent with the provisions and controls of Islamic Sharia law.

The study showed that bank securitization and Islamic securitization schemes, as a competitive alternative to traditional instruments, have effectively and positively contributed to the strengthening of the Malaysian capital market and its continued strength as a fundamental determinant of development of the Malaysian economy.