

آلية التمويل بالصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية

Mechanism of financing Islamic bonds in the Malaysian stock market

حاج قويدر قورين⁽¹⁾* عمر عبو⁽²⁾ كمال قسول⁽³⁾

⁽¹⁾ جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، h.gourine@univ-chlef.dz

⁽²⁾ جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، a.abbou@univ-chlef.dz

⁽³⁾ المركز الجامعي بميلة، k23.kamel@yahoo.fr

تاريخ الاستلام: 2018/08/13؛ تاريخ القبول: 2020/09/26؛ تاريخ النشر: 2021/06/30

ملخص:

تشهد سوق الأوراق المالية الماليزي اهتماماً متزايداً بالمنتجات المالية الإسلامية، إذ أوجدت تشكيلة متنوعة من الصكوك الإسلامية فتحت قنوات استثمارية للمستثمرين الراغبين في الكسب الحلال، تسمح لهم بالتعامل في هذه السوق بدلاً من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها، بحيث يمكن لأصحاب الفوائض المالية الاستثمار فيها دون الوقوع في المخالفات الشرعية، فيتمكنون من خلال تنويع محفظتهم المالية من تقليل المخاطر وزيادة العوائد، باختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية، كما تمثل هذه السوق محطة هامة لتمويل المشروعات البناءة والناجحة.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية؛ سوق المال الماليزي؛ مؤشر حجم التداول.

Abstract:

The Malaysian stock market is attracting growing interest in Islamic financial products and has created a variety of Islamic sukuks that have opened investment channels to investors eager to earn Halal, allowing them to trade in this market instead of depriving them of their advantages and benefits. By diversifying their financial portfolio, they can reduce risk and increase returns by choosing the most powerful and efficient instruments. This markets also an important platform for financing constructive and successful projects.

Keywords: Islamic Instruments; Malaysian Financial Market; Volume Index.

المقدمة:

تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية النموذج الأكثر تطوراً في التعامل بالصكوك الإسلامية عبر العالم، فقد حققت نجاحاً باهراً في هذا المجال، جعلها مثلاً يُقتدى به لدى الكثير من الأسواق الطامحة لإدراج الصكوك الإسلامية ضمن أدواتها المالية المتاحة، كما منحها هذا النجاح ثقة المستثمرين في الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهو ما تعكسه حصة ماليزيا من سوق الصكوك الإسلامية العالمية والتي تتعدى النصف.

ولزيادة ثقة المتعاملين في السوق على أنها سوق إسلامية، عمِلَ القائمون عليها على خلق هيئات رقابية شرعية تعمل على متابعة عمل السوق، للوقوف على مدى شرعية أدواته والمعاملات التي تتم داخله.

إشكالية الدراسة: ما هي آليات ومؤشرات التمويل بالصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية؟

فرضيات الدراسة: تساهم الصكوك الإسلامية تمويل سوق الأوراق المالية الماليزية.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الورقة البحثية إلى:

- التعرف على مفهوم الصكوك الإسلامية .
- تبيان أهم مؤشرات حجم التداول في سوق الأوراق المالية
- عرض التجربة الماليزية في مجال التمويل بالصكوك الإسلامية.

منهج الدراسة: من أجل الإلمام بجوانب دراستنا، استخدمنا "المنهج الاستنباطي" في الجانب النظري أدواته الوصف والتحليل، وذلك من أجل شرح مختلف المفاهيم والمعايير التي تنظم عمل متغيرات الدراسة، أما في الجانب التطبيقي استخدمنا "المنهج الاستقرائي" من أجل تقديم تحليل وتفسير للنتائج المتحصل عليها.

محاور الدراسة: للإحاطة بمختلف جوانب هذا الموضوع قمنا بتقسيمه كما يلي:

1. مفهوم الصكوك الإسلامية

2. مؤشرات حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية
3. مؤشر عدد المشروعات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

1. مفهوم الصكوك الإسلامية :

سوف نتطرق الى مفهوم الصكوك الاسلامية والخصائص الاساسية لهذه الصكوك، وكذا أهميتها في تمويل سوق الاوراق المالية.

1.1. تعريف الصكوك الإسلامية

التعريف 01: "أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حسيلة الاكتتاب وهي قابلة للتداول والإطفاء والاستيراد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة"⁽¹⁾.

التعريف 02: كما عرفها مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع بجدة بأنها «أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال بإصدار صكوك ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه»⁽²⁾.

التعريف 03: يقصد بالصكوك الإسلامية «تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول»⁽³⁾.

2.1. خصائص الصكوك الإسلامية: يمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك

(1) أحمد جابري بدران، الصكوك كأداة للتمويل: بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، مج38، العدد 152، مصر، 2014، ص 168.

(2) هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، عدد2، جامعة الأردن، الأردن، 2015، ص 555.

(3) نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، عدد09، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011، ص 254.

الإسلامية فيما يلي⁽¹⁾:

- تمثل الصكوك حصصاً شائعة في ملكية موجودات لها عائد⁽²⁾، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط⁽³⁾؛
- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وألية إصدارها وتداولها والعائد عليها، كما يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها⁽⁴⁾.
- الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر المشروع بنسبة ما يملكه من صكوك، حيث تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة⁽⁵⁾؛
- الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

3.1. الأهمية الصكوك: تبرز أهمية الصكوك فيما يلي⁽⁶⁾:

- تمثل أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي لا تطبقها جهة واحدة.
- تقدم قناة جديدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها؛
- توفر أسلوباً جيداً لإدارة السيولة المالية، إذ تستطيع المصارف والمؤسسات

(1) معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، المنتدى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، الجزائر، 2012، ص 242.

(2) عبد الله بن منيع، الصكوك الإسلامية: تجاوزاً وتصحيحاً، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، ماي 2010، ص 6.

(3) قشوط هشام كامل الهلول، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، كلية الاقتصاد والتجارة، الجامعة الأسمرية الإسلامية زلتين، ع4، ليبيا، 2014، ص 170.

(4) خير الدين معطى الله، رفيق شرياق، مرجع سبق ذكره، ص 242.

(5) نفس المرجع السابق، ص 242.

(6) فارس فضيل عطوي، الصكوك الاستثمارية: حقيقتها، مشروعيتها، وبعض تطبيقاتها، مجلة الكلية الإسلامية، مج9، ع34، العراق، 2015، ص 709.

الإسلامية أن تدير سيولتها من خلالها بانسيابية أكثر؛

– تعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، إذ إنها تمكن المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فالصكوك بهذه الكيفية تمثل واحد عن القنوات التيسيرية في التعامل والأرباح بالإضافة إلى أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين حيث تعتبر أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي، وذلك بسبب قلة الوسطاء وانخفاض درجة المخاطرة المتعلقة بالصكوك، إضافة إلى أن العوائد المصاحبة للصكوك في العادة تكون أكبر مقارنة بغيرها، كما أنها لا ترتبط بتصنيف الائتماني للمنشأة المصدرة، حيث تتمتع بتصنيف ائتماني عال نتيجة لدعمها بتدفقات نقدية محددة معروفة بدقة. أما فيما يخص أهميتها بالنسبة لسوق الأوراق المالية فهي تلعب دورا كبيرا في تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية بشكل عام والأسواق المالية الإسلامية بشكل خاص، وذلك من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة التداول (كما ونوعا) بسوق المنتجات الإسلامية من جهة واستقطاب المزيد من المتعاملين وأصحاب رؤوس الأموال إلى تلك الأسواق من جهة أخرى. كما تساهم الصكوك في حل المشاكل التي تعترض نمو وتطوير الأسواق المالية في الدول الإسلامية ومنها عجز الأدوات المالية التقليدية عن أن تكون أداة فعالة لتعبئة المدخرات وتمويل التنمية الاقتصادية، فبعض من فئات المستثمرين يمتنعون عن توظيف أموالهم في المعاملات والأدوات المالية التقليدية، وبالتالي عملت الصكوك الإسلامية على فتح المجال أمام هذه الفئات من المستثمرين⁽¹⁾.

– إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائض لديها.

2. مؤشر حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية: تعتبر سوق الأوراق

المالية الإسلامية أحد أهم أركان السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، بحيث تتجلى الأركان

(1) عيسى يوسف بازينة، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية، حالة صكوك الإجارة، مجلة ريادة الأعمال الإسلامي، الهيئة العالمية للتسويق الإسلامي، المجلد 1، العدد 2، لندن، بريطانيا، 2016، ص 51.

الأخرى لهاته السوق في الخدمات المالية المصرفية الإسلامية والتأمين الإسلامي المعروف باسم "تكافل"، وتعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية جنباً إلى جنب في نفس الوقت، بحيث يختص كل سوق (إسلامي أو تقليدي) في نوع خاص من الصفقات، إذ يتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية بغياب الصفقات القائمة على الفائدة الربوية، والمعاملات المشكوك في مشروعيتها⁽¹⁾.

1.2. الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية: تمثل الصكوك شهادات متساوية القيمة، تثبت لحاملها ملكية شائعة في أصول المشروع، كما تضمن له استثمار أمواله وفق مبادئ الشريعة الإسلامية التي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية، وتنوع إصدارات الصكوك في ماليزيا وفق ما يلي(2):

- صكوك البيع بالثمن الآجل: تمثل وثائق متساوية القيمة تثبت لحاملها ملكية شائعة للأصل الذي سيبيع بثمان مؤجل ويُسَلَّمُ حالاً، وتتشابه صكوك البيع بالثمن الآجل مع صكوك المربحة إلى حد كبير، إلا أن الفرق بينهما يكمن فيما يلي(3):
- بيع الثمن الآجل يُستوفى ثمنه آجلاً عبر أقساط بتواريخ إيفاء معلومة مسبقاً، أما بيع المربحة فقد يكون الثمن فيه مؤجلاً وقد لا يكون؛
- يتم إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للاستثمارات طويلة الأجل، وتكون مدة استحقاقها أكثر من 05 سنوات، أما إصدار صكوك المربحة فيكون للاستثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل، وتكون مدة استحقاقها من 03 أشهر إلى سنة تقريباً بالنسبة للاستثمارات قصيرة الأجل، ومن سنة إلى 05 سنوات بالنسبة للاستثمارات متوسطة الأجل.

2.2. عدد السندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي

جدول رقم (1): تطور عدد السندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي

(1)Wan Rzazila Wan Abdullah, Jamal Roudaki, Murray Clark, The Evolution of the IslamicCapitlMarket in Malaysia, Lincoln University, Lincoln, New Zealand, 2010, p 1.

(2)Securities Commission Malaysia, Guidelines on Issuance of PrivateDept Securities and Sukuk to RetailInvestors, 1stIssued , Kuala Lumpur, Malaysia, 2015, p6.

(3)سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة البرموك، الأردن، 2007، ص 129.

| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | السنوات |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------------|
| 32 | 25 | 47 | 49 | 41 | 44 | 20 | الصكوك الإسلامية |
| 25 | 21 | 31 | 37 | 40 | 41 | 32 | السندات التقليدية |
| 57 | 46 | 78 | 86 | 81 | 85 | 52 | إجمالي الصكوك والسندات |
| 56.14 | 54.35 | 60.26 | 56.98 | 50.62 | 51.76 | 38.46 | نسبة الصكوك إلى إجمالي |

Source : securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, p(6-46)," , 2012, p(6-55);" , 2014, p136," , 2016, p(6-48)

من خلال الجدول رقم (1) نلاحظ أن عدد الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية في تزايد مستمر حيث نجد أن هناك 20 صك مدرج في السوق خلال سنة 2010 أي بنسبة 38.46% من إجمالي الصكوك والسندات في السوق، إلا أنه خلال سنة 2013 نجد هناك تطور في عدد الصكوك المدرجة في السوق حيث وصلت إلى 49 صك أكثر من عدد السندات المدرجة في السوق أي بنسبة 56.98% وذلك نتيجة التحفيزات والتسهيلات المقدمة من طرف الحكومة الماليزية من أجل تشجيع المستثمرين بالتوجه إلى هذا النوع من الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية، ثم انخفضت في سنة 2014 إلى 47 صك، وذلك يعود إلى مخاوف المستثمرين من تداعيات انخفاض أسعار البترول خلال الثلاثي الأخير من سنة 2014، ثم وصلت إلى 32 صك سنة 2016 أي بنسبة 57%.

3.2. مؤشّر رسملة السوق

3.2.1. رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية: على الرغم من تدني حجم التمويل العالمي بسبب حالة الشك السائدة في الأسواق ومشاعر الحذر الموجودة لدى المستثمرين، واصلت سوق الأوراق المالية الماليزية نموها ولعبت دوراً كبيراً في تمويل الاقتصاد المحلي، فقد ارتفع الحجم الإجمالي لسوق الأوراق المالية الماليزية ليصل إلى 2.84 تريليون رينجيت ماليزي في نهاية عام 2016، إذ استطاعت سوق الأوراق المالية الماليزية خلال هذه السنة استقطاب 98.5 مليار رينجيت ماليزي، مقسمة بين 11.8 مليار رينجيت ماليزي مجمعة من السوق الثانوي، و86.7 مليار رينجيت ماليزي مجمعة من السوق الأولي، منها 85.7 مليار رينجيت ماليزي ناتجة عن إصدار الصكوك والسندات، و1.0 رينجيت ماليزي المتبقية ناتجة عن إصدار الأسهم الجديدة، حيث طلب 11 مشروعاً لأن يدرج في البورصة، منها 7 مشروعات طلبت التسجيل في القائمة الرئيسية، والباقي طلب التسجيل في سوق ACE

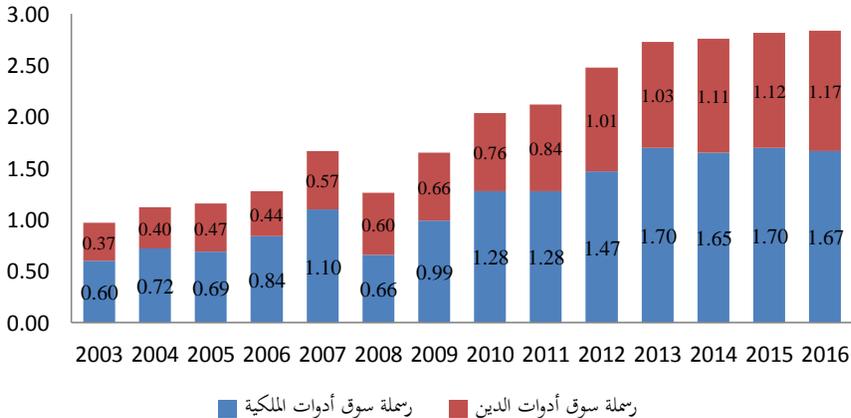
(میزدادكسابقاً)⁽¹⁾.

جدول رقم (2): رسملة سوق الأدوات الملكية وأدوات الدين في سوق الأوراق المالية الماليزية من 2003 إلى غاية 2016.

| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1,67 | 1,70 | 1,65 | 1,70 | 1,47 | 1,28 | 1,28 | 0,99 | 0,66 | 1,10 | 0,84 | 0,69 | 0,72 | 0,60 |
| 1,17 | 1,12 | 1,11 | 1,03 | 1,01 | 0,84 | 0,76 | 0,66 | 0,60 | 0,57 | 0,44 | 0,47 | 0,40 | 0,37 |
| 2,84 | 2,82 | 2,76 | 2,73 | 2,48 | 2,12 | 2,04 | 1,65 | 1,26 | 1,67 | 1,28 | 1,16 | 1,12 | 0,97 |
| رسملة سوق الأدوات الملكية (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | | | |
| رسملة سوق أدوات الدين (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | | | |
| رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | | | |

Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2012, p : 5-3) (2014, p 74), (2016, p 118).

الشكل رقم (1): تطور رسملة سوق الأدوات الملكية وأدوات الدين سوق الأوراق المالية الماليزية من 2003 إلى غاية 2016.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

(1)Securities Commission Malaysia, Annual Report 2016, Kuala Lumpur, Malaysia, 2017, p118.

نلاحظ من خلال الشكل أن حجم سوق أدوات الملكية دائماً ما كان يفوق حجم سوق أدوات الدين، وأن حجم سوق الأوراق المالية ككل قد ارتفع إلى نحو ثلاثة أضعاف تقريباً من سنة 2003م إلى سنة 2016م، وهو ما يشكل تطور ملحوظ في أداء سوق الأوراق المالية الماليزية، فبخلاف سنة 2008م والتي شهدت انخفاضاً محسوساً في حجم التمويل نتيجة الأزمة المالية العالمية، نلاحظ أن حجم السوق في ارتفاع مستمر، مما يمثل تجاوب لأداء السوق مع خطة 2001م المتبعة من طرف الحكومة الماليزية لتطوير سوق الأوراق المالية.

2.32. رسملة سوق الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية: بنهاية سنة 2016م شكلت سوق الأوراق المالية الإسلامية 59,56% من حجم سوق الأوراق المالية الماليزية، إذ بلغ حجمها 1,692 تريليون رينجيت ماليزي مقارنة بـ 1,694 تريليون رينجيت ماليزي سنة 2015م، فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي وافقت عليها اللجنة الاستشارية الشرعية في 27 ماي و25 نوفمبر 2016م على التوالي⁽¹⁾، والجدول الموالي يوضح لنا تطور حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

جدول رقم (3): رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016.

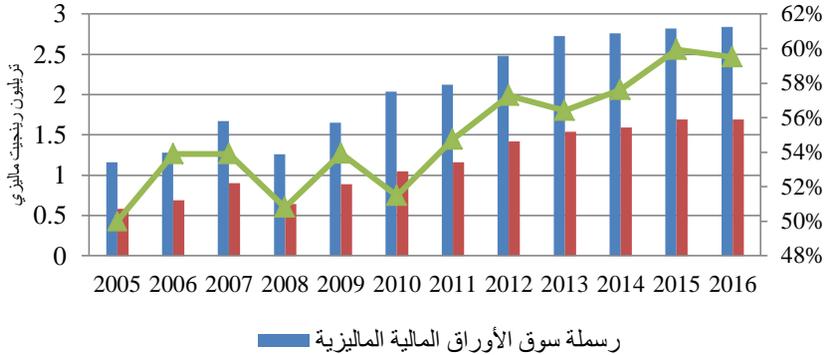
| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2,84 | 2,82 | 2,76 | 2,73 | 2,48 | 2,12 | 2,04 | 1,65 | 1,26 | 1,67 | 1,28 | 1,16 |
| رسملة سوق الأوراق المالية (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |
| 1,69 | 1,69 | 1,59 | 1,54 | 1,42 | 1,16 | 1,05 | 0,89 | 0,64 | 0,90 | 0,69 | 0,57 |
| رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |
| 1,15 | 1,13 | 1,17 | 1,19 | 1,06 | 0,96 | 0,99 | 0,76 | 0,62 | 0,77 | 0,59 | 0,59 |
| رسملة سوق الأوراق المالية الغير إسلامية (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |
| 59,51 | 59,93 | 57,61 | 56,41 | 57,26 | 54,72 | 51,47 | 53,94 | 50,80 | 53,90 | 53,91 | 50,00 |
| رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية الكلي (نسبة مئوية) | | | | | | | | | | | |

(1)Ibid, p 197.

Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2005, p : 2-19), (2007, p : 6-51), (2009, p : 6-52), (2011, p : 6-55), (2012, p : 1-10), (2013, p : 18), (2014, p 14), (2016, p 197).

الشكل رقم (2): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى رسملة

سوق الأوراق المالية الماليزية في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

نلاحظ من خلال الشكل أن حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية كان يشكل على الدوام أكثر من نصف حجم سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وهو إن دل على شيء فإنه يدل على أن أكثر من نصف الأموال المجمعة من خلال سوق الأوراق المالية في ماليزيا هي أموال إسلامية، أي أنها عبارة عن فوائض مالية إما أن يكون أصحابها ممن يلتزمون بأحكام الشرع في توظيف أموالهم، أو أن سوق الأوراق المالية الإسلامية سوق جذابة بما لها من امتيازات مادية لا تتوفر في السوق التقليدية، وبالنظر إلى تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية يترجح لدينا الاحتمال الأول.

كما نلاحظ من خلال الجدول أن حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية في تزايد مستمر منذ سنة 2008م، وعلى العكس من ذلك نلاحظ أن حجم سوق الأوراق المالية الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ترتفع تارة وتنخفض تارة أخرى، مما يعني أن التطور الإيجابي لحجم سوق الأوراق المالية الماليزية يعود إلى اشتماله على سوق للأوراق المالية الإسلامية، وأن سوق الأوراق المالية الغير إسلامية كان له أثر سلبي على تطور السوق في بعض الفترات.

3.3.2. رسملة سوق الصكوك إلى رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية: في سنة

2016م كانت قيمة الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية تقدر بـ 0,661 تريليون

رينجيت ماليزي، مقارنة ب 0.608 تريليون رينجيت ماليزي سنة 2015م، أي أنها ارتفعت بـ 8,72%، والجدول الموالي يبين لنا تطور حجم الصكوك في ماليزيا.

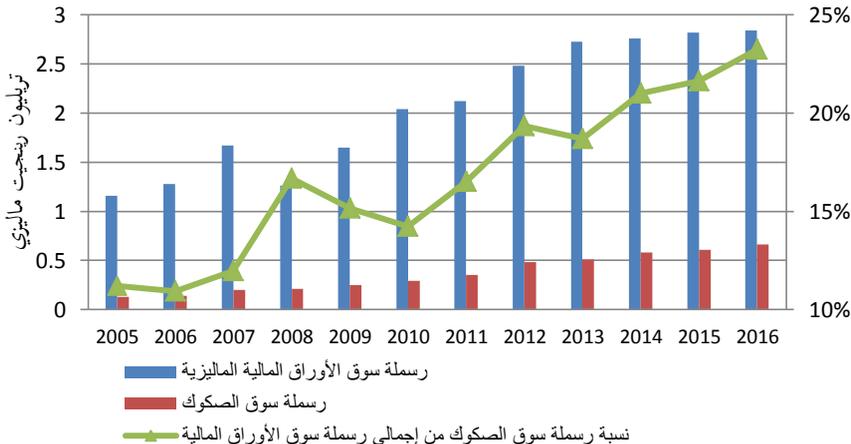
جدول رقم (4): رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية في ماليزيا في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016.

| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2,84 | 2,82 | 2,76 | 2,73 | 2,48 | 2,12 | 2,04 | 1,65 | 1,26 | 1,67 | 1,28 | 1,16 |
| 1,69 | 1,69 | 1,59 | 1,54 | 1,42 | 1,16 | 1,05 | 0,89 | 0,64 | 0,90 | 0,69 | 0,57 |
| 1,03 | 1,08 | 1,01 | 1,03 | 0,94 | 0,81 | 0,76 | 0,64 | 0,43 | 0,70 | 0,55 | 0,44 |
| 0,66 | 0,61 | 0,58 | 0,51 | 0,48 | 0,35 | 0,29 | 0,25 | 0,21 | 0,20 | 0,14 | 0,13 |
| 23,24 | 21,63 | 21,01 | 18,68 | 19,35 | 16,51 | 14,22 | 15,15 | 16,67 | 11,98 | 10,94 | 11,21 |
| رسملة سوق الأوراق المالية (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |
| رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |
| رسملة سوق أدوات الملكية (الأسهم) الإسلامية (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |
| رسملة سوق الصكوك (تريليون رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |
| نسبة رسملة الصكوك إلى رسملة سوق الأوراق المالية الكلي (نسبة مئوية) | | | | | | | | | | | |

Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2005, p : 2-19), (2006, p 6-47), (2007, p : 6-51), (2009, p : 6-52), (2011, p : 6-55), (2012, p : 1-10), (2013, p : 18), (2014, p 144), (2016, p 199).

الشكل رقم (3): تطور رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق

الأوراق المالية في ماليزيا في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

نلاحظ من خلال الشكل ارتفاع حجم الصكوك الإسلامية على مدار السنوات الماضية، فحتى الأزمة المالية العالمية لم تمنع هذا الارتفاع، كما نلاحظ من خلال الجدول أن حجم الصكوك الإسلامية كان يمثل عُشر سوق الأوراق المالية في ماليزيا في سنة 2005م، ومع ارتفاع حجم سوق الأوراق المالية الماليزية ارتفع حجم سوق الصكوك ولكن بمعدل ارتفاع أكبر من معدل ارتفاع السوق، إلى أن أصبح يمثل ربع السوق تقريباً في سنة 2016م، وهو ما يعني أن لهذه الأدوات المالية دور كبير في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية.

4.3.2. حجم إصدار الصكوك الإسلامية الخاصة بالمشروعات إلى حجم الإصدار

الكلية لأدوات الدين الإسلامية والتقليدية الخاصة بالمشروعات في ماليزيا: في سنة 2016م تمت الموافقة على إصدار ما قيمته 240,56 مليار رينجيت ماليزي من أدوات الدين منها 140,99 مليار رينجيت ماليزي عبارة عن إصدارات خاصة بالمشروعات و99,57 مليار رينجيت ماليزي عبارة عن إصدارات حكومية، وقد توزعت إصدارات المشروعات على صكوك بقيمة 63,73 مليار رينجيت ماليزي وصكوك بقيمة 77,26 مليار رينجيت ماليزي.

جدول رقم (5): حجم إصدار الصكوك الإسلامية الخاصة بالمشروعات إلى

حجم الإصدار الكلية لأدوات الدين الإسلامية والتقليدية الخاصة بالمشروعات في

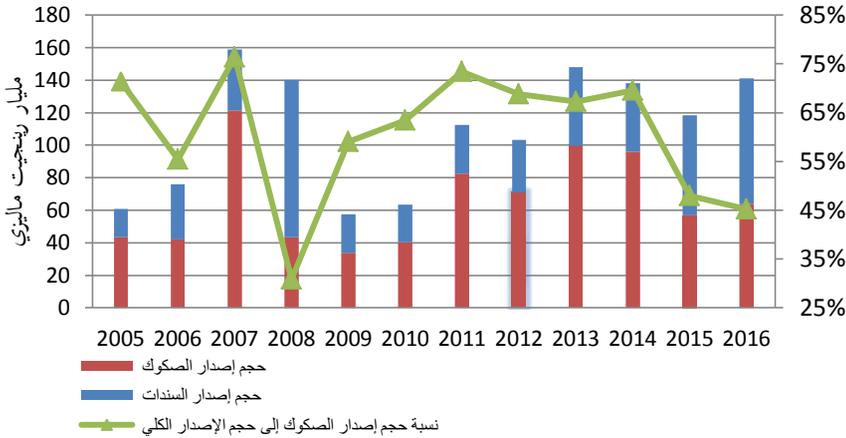
ماليزيا في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016.

| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 140,99 | 118,46 | 138,15 | 148,08 | 103,30 | 112,33 | 63,58 | 57,49 | 139,99 | 158,80 | 75,83 | 60,66 |
| 63,73 | 56,83 | 96,07 | 99,63 | 71,09 | 82,40 | 40,33 | 33,96 | 43,23 | 121,30 | 42,02 | 43,32 |
| حجم الإصدار الكلية لأدوات الدين الإسلامية والتقليدية الخاصة بالمشروعات (مليار رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |
| حجم إصدار الصكوك الخاصة بالمشروعات (مليار رينجيت ماليزي) | | | | | | | | | | | |

| | | |
|-------|-------|--|
| 45,20 | 77,26 | حجم إصدار السندات الخاصة بالمشروعات (مليار رينجيت ماليزي) |
| 47,97 | 61,63 | |
| 69,54 | 42,08 | |
| 67,28 | 48,45 | |
| 68,82 | 32,21 | |
| 73,36 | 29,93 | |
| 63,43 | 23,25 | |
| 59,07 | 23,53 | |
| 30,88 | 96,67 | |
| 76,39 | 37,50 | |
| 55,41 | 33,81 | |
| 71,41 | 17,34 | نسبة حجم إصدار الصكوك إلى حجم الإصدار الكلي (نسبة مئوية) |

Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2006, p 6-45), (2008, p : 6-54), (2010, p : 6-54), (2012, p : 6-62), (2014, p 144), (2016, p 198).

الشكل رقم (4): تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية الخاصة بالمشروعات إلى حجم الإصدار الكلي لأدوات الدين الإسلامية والتقليدية الخاصة بالمشروعات في ماليزيا في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

نلاحظ من خلال الشكل ارتفاع حجم الإصدار الكلي لأدوات الدين خلال سنة 2007م، ويعود هذا الارتفاع بالدرجة الأولى إلى الارتفاع المفرط في حجم أدوات الدين الإسلامية (الصكوك)، كما نلاحظ أن حجم إصدار السندات قد ارتفع بشكل كبير خلال سنة 2008م سنة الأزمة المالية العالمية، وبالمقابل نجد أن هناك انخفاض كبير في حجم إصدار الصكوك، ويعود هذا إلى سعي المشروعات لاستقطاب الفوائض المالية الموجودة لدى المستثمرين الذين يتوجهون عموماً إلى أدوات الدين التقليدية خلال فترات السوق الهبوطي، إلا أنه سرعان ما انخفض أيضاً حجم الإصدار من السندات خلال سنة 2009م نتيجة حالة عدم اليقين التي سادت أسواق الأوراق المالية العالمية بعد الأزمة،

بالإضافة إلى ذلك نلاحظ أن هناك تذبذباً في حجم الإصدار الكلي إلا أنه كان دوماً فوق عتبة الـ 100 مليار رينجيت ماليزي من 2011م إلى غاية 2016م.

وبخصوص نسبة حجم إصدار الصكوك إلى حجم الإصدار الكلي، نجد أنه في ما عدا سنة الأزمة المالية العالمية، كان حجم إصدار الصكوك يشكل تقريباً نصف حجم الإصدار الكلي، بل أنه كان في كثير من الفترات يتخطى الـ 70% من حجم الإصدار الكلي، وهو ما يعكس الدور القوي الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية الأولية (سوق الإصدار) مقارنة بأدوات الدين التقليدية.

3. مؤشر عدد المشروعات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية

1.3 عدد المشروعات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية إلى إجمالي عدد المشروعات المدرجة: بتاريخ 25 نوفمبر 2016م أصدرت هيئة الأوراق المالية القائمة المعتمدة من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، والتي تحصي الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا برهاد، إذ تضمنت القائمة ما مجموعه 671 ورقة مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية من أصل 904 ورقة مالية مدرجة في البورصة، وهو ما يمثل 74,23% من الأوراق المالية المدرجة، فقد تم إضافة 34 ورقة مالية جديدة كما تم استبعاد 30 ورقة مالية كانت ضمن قائمة شهر ماي، والجدول الموالي يوضح لنا تطور عدد المشروعات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا برهاد.

الجدول رقم (6): عدد المشروعات المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في

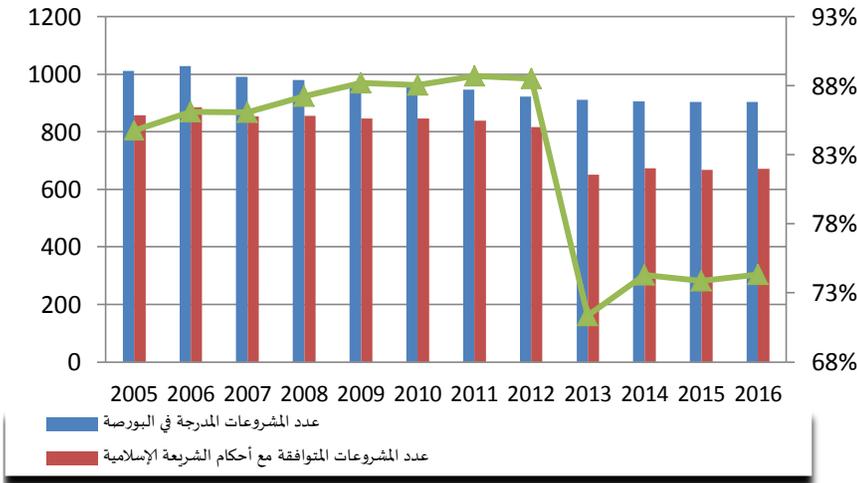
ماليزيا إلى إجمالي عدد المشروعات المدرجة في البورصة في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016.

| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 904 | 903 | 906 | 911 | 923 | 946 | 961 | 959 | 980 | 991 | 1029 | 1011 |
| عدد المشروعات المدرجة في بورصة ماليزيا برهاد. | | | | | | | | | | | |

| | |
|-----|---|
| 672 | عدد المشروعات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا برهاد |
| 667 | نسبة عدد المشروعات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية إلى إجمالي عدد المشروعات المدرجة في بورصة برهاد (نسبة مئوية). |
| 673 | |
| 650 | |
| 817 | |
| 839 | |
| 846 | |
| 846 | |
| 855 | |
| 853 | |
| 886 | |
| 857 | |

Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2006, p 6-47), (2008, p : 6-56), (2010, p : 6-56), (2012, p : 6-63), (2014, p 146), (2016, p 199).

الشكل رقم (5): تطور عدد المشروعات المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا إلى إجمالي عدد المشروعات المدرجة في البورصة في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

نلاحظ من خلال الجدول أن عدد المشروعات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية دائماً ما كان يفوق الـ 70% من إجمالي عدد المشروعات المدرجة في بورصة ماليزيا برهاد، وهو ما يدل على عمق سوق الأوراق المالية الإسلامية وتنوعها داخل البورصة، بل أنها تكاد تشمل جل المشروعات المدرجة في البورصة، وتعتبر آخر يمكننا القول أن سوق الأوراق المالية الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تمثل

أقل من نصف السوق، مُركزة في عدد قليل من المشروعات.

كما يتبين لنا جلياً من خلال الشكل الانحدار القوي لنسبة عدد المشروعات المتوافقة مع الشريعة من إجمالي المشروعات المدرجة بين سنتي 2012م و2013م، ويرجع ذلك إلى تعديل منهجية الفرز المتبعة من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية واعتماد منهجية منقحة بتاريخ 2012/07/18م، وهو ما أسفر عن استبعاد عدد كبير من المشروعات، إلا أنه وبالنظر إلى رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية بين هاتين السنتين، نجد أنها لم تتأثر كثيراً وواصلت ارتفاعها، مما يعني أن المشروعات المستبعدة لم تكن لها قيمة سوقية كبيرة.

2.3. عدد المشروعات المصدرة للصكوك إلى إجمالي عدد المشروعات المصدرة لأدوات

الدين التقليدية والإسلامية: خلال سنة 2016م كان هناك 32 مشروعاً قام بإصدار صكوك إسلامية من إجمالي 56 مشروعاً مصدراً لأدوات الدين، مقارنة بـ 31 مشروعاً أصدر صكوكاً إسلامية من أصل 50 مشروعاً مصدراً لأدوات الدين خلال سنة 2015م⁽¹⁾.

الجدول رقم (7): عدد المشروعات المصدرة للصكوك إلى إجمالي عدد المشروعات

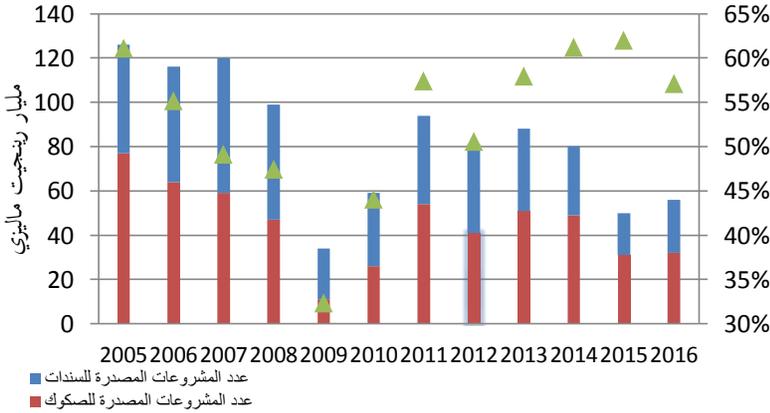
المصدرة لأدوات الدين التقليدية والإسلامية في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016.

| 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 56 | 50 | 80 | 88 | 81 | 85 | 59 | 34 | 99 | 120 | 116 | 126 |
| 32 | 31 | 49 | 51 | 41 | 54 | 26 | 11 | 47 | 59 | 64 | 77 |
| 24 | 19 | 31 | 37 | 40 | 40 | 33 | 23 | 52 | 61 | 52 | 49 |
| 57,14 | 62,00 | 61,25 | 57,95 | 50,62 | 57,45 | 44,07 | 32,35 | 47,47 | 49,17 | 55,17 | 61,11 |
| 45,20 | 47,97 | 69,54 | 67,28 | 68,82 | 73,36 | 63,43 | 59,07 | 30,88 | 76,39 | 55,41 | 71,41 |

(1)Ibid, p 197.

Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2005, p 2-20), (2006, p 6-45), (2007, p 6-49), (2009, p : 6-45), (2011, p : 6-46), (2013, p : 125), (2015, p 159), (2016, p 197).

الشكل رقم (6): تطور عدد المشروعات المصدرة للصكوك إلى إجمالي عدد المشروعات المصدرة لأدوات الدين التقليدية والإسلامية في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2016.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الجدول.

من خلال الجدول نلاحظ أنه في سنة 2007م التي شهدت طفرة في حجم إصدار الصكوك الإسلامية كما هو مبين في الجدول رقم (7)، نجد أن هذه الطفرة في حجم إصدار الصكوك لم يقابلها زيادة مماثلة في عدد المشروعات المصدرة للصكوك، مما يعني أن إصدار الصكوك خلال هذه السنة كان مركزاً في عدد محدود من المشروعات، فعدد المشروعات المصدرة للصكوك انخفض فيما ارتفع حجم الإصدار بشكل كبير كما هو مبين في الجدول.

كما نلاحظ من خلال الشكل انخفاض مستمر في نسبة عدد المشروعات المصدرة للصكوك من سنة 2005م إلى غاية سنة 2009م، أين وصلت هذه النسبة إلى أدنى مستوياتها 30,88%، إلا أنها شهدت ارتفاع في السنوات اللاحقة وكانت تمثل أكثر من نصف عدد المشروعات تقريباً، وهو ما يعني تنوع جيد في عدد المشروعات المصدرة للصكوك، وعلى العموم نجد أن أدوات الدين الإسلامية (الصكوك) لعبت دوراً أكثر فاعلية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية مقارنة بنظيراتها التقليدية.

خاتمة:

أصبحت سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من أهم مكونات سوق رأس المال، حيث تلعب دورا هاما في التنمية الاقتصادية وتعتبر مكملا للجهاز المصرفي الإسلامي مما ساهم في توسيع وتعميق سوق المال الماليزي.

ومن حيثيات هذا البحث والتي سبق عرضها يمكن استخلاص مجموعة من النتائج وتقديم بعض التوصيات.

نتائج الدراسة: مما سبق ذكره في هذه الورقة يمكن استنتاج ما يلي:

- إن عوامل الازدهار التي حققته صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا ترجع إلى تزايد ثقة العملاء بالمالية الإسلامية بشكل عام، والتي يُنظر لها على أنها تمثل نظاما ماليا أخلاقيا لا سيما مع الضربات المتوالية التي يتعرض لها النظام المالي الرأسمالي بالغرب.

- يحتوي سوق الأوراق المالية الماليزية على معاملات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبأدوات مالية إسلامية، هذا القسم من السوق ورغم أنه غير مستقل من الناحية الهيكلية، غير أنه يمكن تمييزه بوضوح عن بقية أقسام السوق، ففي سوق أدوات الدين يطلق على المعاملات المالية التي تتم على السندات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بسوق الصكوك الإسلامية، ونفس الشيء بالنسبة لأدوات الملكية:

- أصبح سوق رأس المال الإسلامي من أهم الأسواق المدعومة للتنمية الاقتصادية في ماليزيا، وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008.

- الخطط الطموحة التي وضعها القائمون على صناعة التمويل الإسلامي وخصوصا بماليزيا أسهمت في فتح شهية المستثمرين للإقبال على التعاملات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

- تشكل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية القسم الأكبر من سوق الأوراق المالية الإسلامية، ورغم ذلك فإن الصكوك تمثل قسم لا بأس به من حجم السوق، وقد تركزت إصدارات ماليزيا في الفترة الممتدة بين 2005م إلى غاية 2016م على نوعين من الصكوك، هي صكوك المرابحة وصكوك المشاركة.

- شهد حجم سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا ارتفاعا مستمرا في الفترة الممتدة من 2005م إلى غاية 2016م، حيث أصبح يمثل ربع حجم سوق الأوراق المالية الماليزية، وهو رقم مهم جداً بالنظر إلى حداثة الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية.
- التداولات والتعاملات في رأس المال الإسلامي أصبح يؤثر على أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا ككل خاصة من خلال الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وأيضا تداول الصكوك الإسلامية.
- للصكوك الإسلامية دور كبير في تمويل الاقتصاد وتحقيق تنميته وذلك من خلال القدرة على تعبئة الموارد وتمويل المشاريع.
- استطاعت الصكوك الإسلامية أن تؤثر بشكل ايجابي على أهم المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا من بينها الناتج المحلي الإجمالي، وميزانية الدولة.
- يعد سوق الصكوك منصة هامة لتوفير التمويل طويل الأجل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تساهم بشكل كبير في التنمية الاقتصادية، وتعتمد هاته السوق تطبيق مجموعة متنوعة من المعاملات الإسلامية في هيكله الصكوك، مثل المرايحة، المشاركة، المضاربة، الاستثمار بالوكالة، الإجارة والاستصناع، وهو ما يوفر مرونة أكبر في اختيار أدوات التمويل بالنسبة لمصدري الصكوك، كما يزيد السوق عمقاً بكثرة الأدوات المالية الإسلامية المتاحة للمستثمرين.
- يتوقع أن يتوسع حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بمعدل 10.6% سنويا، ليصل إلى نحو تريليون دولار بحلول عام 2020، وتبلغ حصة سوق الصكوك منها نحو 45% بنمو سنوي متوسط قدره 16.3% خلال هذه الفترة.
- اتخذت ماليزيا تدابير وأحدثت تغييرات على التشريعات ذات الصلة لإزالة أو تقليل العقبات القانونية على المعاملات المالية الإسلامية، بما في ذلك الصكوك، حيث اتخذت السلطات الخطوات الضرورية لتوفير الحياد الضريبي بين المعاملات الإسلامية والتقليدية، وأدخلت حوافز ضريبية لتعزيز جاذبية الصكوك للمستثمرين ومصدري الأوراق المالية والوسطاء.

توصيات الدراسة: من حيثيات البحث والنتائج المتوصل إليها يمكن وضع التوصيات التالية:

- ضرورة استقلال البورصة الإسلامية للأوراق المالية عن البورصة التقليدية الحالية لضمان التزام أنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء بشكل خاص.
- العمل على إعداد الكوادر البشرية اللازمة وتأهيلها للعمل في هذه الصناعة من خلال إنشاء المعاهد التعليمية ومراكز التدريب وعقد المؤتمرات في مجال الصكوك وأهميتها في تحقيق التنمية.
- يجب على ماليزيا، مراجعة تداول الصكوك الإسلامية المحرم تداولها مثل صكوك المرابحة الاستصناع، والتركيز أكثر على المشاركة والمضاربة.
- ضرورة بذل مجهودات إعلامية وترويجية لثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية كمنتج جديد بديل عن أدوات الاستثمار التقليدية لاستقطاب الأموال الراضية للتعامل في الأدوات المالية التقليدية.
- على قطاع التمويل الإسلامي تعزيز حضوره العالمي، نظرا للطلب الكبير على منتجاته مع وجود سيولة هائلة في المصارف الإسلامية.
- على الدول العربية عامة والجزائر خاصة الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال التمويل بالصكوك الإسلامية كأداة بديل لتمويل الاقتصاد، خاصة في ظل الأزمة المالية والاقتصادية الخانقة التي تمر بها وذلك من خلال التعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية وهيئات الأوراق المالية في الدول العربية لضمان تطوير سوق رأس المال الإسلامي وتدعيمه على المستوى العالمي في المستقبل.

المراجع:

المراجع العربية:

1. أحمد جابري بدران، الصكوك كأداة للتمويل: بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، مج38، العدد 152، مصر، 2014، ص 168.
2. هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، عدد2، جامعة الأردن، الأردن، 2015، ص 555.

3. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، عدد09، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011، ص 254.
4. معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، الجزائر، 2012، ص 242.
5. عبد الله بن منيع، الصكوك الإسلامية: تجاوزا وتحصيحا، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، ماي 2010، ص 6.
6. قشوط هشام كامل المهلول، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، كلية الاقتصاد والتجارة، الجامعة الأسمرية الإسلامية زلتين، ع4، ليبيا، 2014، ص 170.
7. خير الدين معطى الله، رفيق شرياق، مرجع سبق ذكره، ص 242.
8. فارس فضيل عطوي، الصكوك الاستثمارية: حقيقتها، مشروعيتها، وبعض تطبيقاتها، مجلة الكلية الإسلامية، مج9، ع34، العراق، 2015، ص 709.
9. عيسى يوسف بازينة، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية، حالة صكوك الإجارة، مجلة ريادة الأعمال الإسلامي، الهيئة العالمية للتسويق الإسلامي، المجلد1، العدد 2، لندن، بريطانيا، 2016، ص 51.
10. سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007، ص 129.

المراجع الأجنبية:

11. Wan RzaZila Wan Abdullah, Jamal Roudaki, Murray Clark, The Evolution of the IslamicCapitlMarket in Malaysia, Lincoln University, Lincoln, New Zealand, 2010, p 1.
12. Securities Commission Malaysia, Guidelines on Issuance of PrivateDept Securities and Sukuk to RetailInvestors, 1stIssued , Kuala Lumpur, Malaysia, 2015, p 6.
13. Securities Commission Malaysia, Annual Report 2016, Kuala Lumpur, Malaysia, 2017, p 118.