

دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامية – تجربة ماليزيا –

The Role of Islamic Sukuk in Developing the Islamic Capital Market - Malaysia Experience-

زرقاطة مريم¹

أستاذ محاضر "ب" / محبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة / جامعة فرحات عباس سطيف 1
Meriem_angel@live.fr

قُدّم للنشر في: 05-10-2020 / قُبِلَ للنشر في: 21-05-2021

المخلص:

يهدف هذا البحث إلى التعريف بالصكوك الإسلامية وأهميتها وعرض واقع تداولها وإصدارها على المستوى العالمي وماليزيا، ولالإحاطة بعوامل نجاح تجربة ماليزيا تطرقنا إلى نشأة ومفهوم سوق رأس المال الإسلامية التي كان لها دورا كبيرا في نجاح هذه الأدوات. ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي بجمع وتفسير المعلومات اللازمة للاستفادة منها في هذا الموضوع. وقد خلص البحث إلى أنه كان لارتفاع قيمة الصكوك، وحجم إصدارها وتداولها دورا إيجابيا في تنشيط سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، وجعلها الدولة الرائدة في هذا المجال.

الكلمات المفتاحية: صكوك إسلامية، سوق رأس مال إسلامية، ماليزيا.

تصنيف JEL: G15، G12.

Abstract :

This research focuses on the role of Islamic Sukuk in the development of the Islamic capital market, He explained the reality of its circulation and issuance at the global level and Malaysia, and to take note of the success factors of Malaysia's experience we touched upon the emergence and concept of the Islamic capital market, which had a major role in the success of these instruments. In order to achieve the objectives of the research, the descriptive analytical approach was adopted by collecting and interpreting the information necessary to use it in this subject.

The research concluded that the rise in the value of sukuk, the volume of issuance and circulation had a positive role in revitalizing the Islamic capital market of Malaysia, making it the leading country in this field.

Keywords: Islamic Sukuk, Islamic Capital Market, Malaysia.

Jel Classification Codes: G15، G12.

¹المؤلف المراسل: زرقاطة مريم، meriem_angel@live.fr

مقدمة :

إن الاقتصاد الإسلامي كغيره من الاقتصاديات بحاجة لتفعيل دور أسواق رأس المال خصوصا بعد تزايد حجم نشاط المؤسسات الاقتصادية التي تلتزم بالعمل بأحكام الشريعة الإسلامية، وحاجة هذه الأخيرة لمصادر تمويل لا تخالف التزامها، وبما أن نجاح أسواق رأس المال وتطورها يعتمد اعتمادا وثيقا على مدى تنوع وتطور الأدوات المتداولة فيها، فإن الأمر يستدعي تكثيف وتنسيق الجهود والعمل على تطوير أدوات مالية إسلامية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً، والتي من شأنها تفعيل وتنشيط سوق رأس المال الإسلامية.

وتعد الصكوك الإسلامية من أبرز المنتجات المالية التي استطاعت أن تجد لها مكانة مميزة في أسواق رأس المال الإسلامية، حيث أنها تعتبر من أفضل وسائل جذب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مختلف المشاريع التنموية والحوية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية وبطرق شرعية.

تعتبر ماليزيا نموذجا حقق فقرة نوعية في التنمية الاقتصادية، فهي تعتبر الدولة الرائدة في مجال أسواق رأس المال الإسلامية والصكوك الإسلامية خاصة، سواء من حيث الحجم أو القيمة أو العملة أو نوع الصكوك المصدرة التي تتماشى وأحكام الشريعة الإسلامية، مما جعلها تلعب دورا مهما في تنشيط السيولة من خلال سوق الأوراق المالية.

الإشكالية: في ضوء الطرح السابق، يمكن صياغة الإشكالية التالية:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا، وكيف تساهم في تفعيلها وزيادة حجم التداول بها؟

وبالتالي تلتخص فرضيات البحث فيما يلي:

- تعتبر الصكوك الإسلامية بديلا شرعيا للسندات التقليدية، ويحكم عمليات إصدارها وتداولها مجموعة من الضوابط المستقاة من الشريعة الإسلامية.

- يؤثر إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا بشكل إيجابي على قيمة سوق رأس المال الإسلامي.

أهداف البحث: يهدف البحث إلى:

- التعرف على مفهوم، طبيعة وخصائص الصكوك الإسلامية.

- بيان أهمية تداول الصكوك الإسلامية في العالم ودورها في تنشيط سوق رأس المال الإسلامية.

- عرض التجربة الماليزية في مجال إصدار الصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية.

منهجية البحث: انطلاقا من الهدف الذي يسعى البحث إلى بلوغه، فإنه سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الذي يعد الأكثر ملائمة وتناسبا مع طبيعة البحث.

هيكل البحث: وفق ما تم طرحه فيما سبق فإنه سيتم التعرض لأهم جوانب الموضوع المتمثلة في الإطار النظري للصكوك الإسلامية من خلال التطرق لتعريفها وخصائصها وأهميتها وكذلك تطور إصدارها في العالم، وأهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا من خلال تعريف سوق رأس المال الإسلامية الماليزية، تطور قيمتها السوقية، وكذلك دورها في تطوير إصدار وتداول الصكوك الإسلامية فيها.

2. الإطار النظري للصكوك الإسلامية

يعتبر موضوع الصكوك المالية الإسلامية من المواضيع التي شكلت حيزا كبيرا في حقل المالية الإسلامية لما له من جوانب عديدة يمكن التطرق لها ودراستها من جهة، ومن جهة أخرى لما تحققة الصكوك المالية الإسلامية من مردودية لمصدرها وحاملها على

حد سواء. إذ تعتبر الصكوك الإسلامية أحد أهم مصادر تمويل المشروعات، كونها توفر الإطار الشرعي لكثير من العملاء الذين يرغبون في الحصول على تمويل يجنبهم المعاملات الربوية بالإضافة إلى اشتغالها على العديد من المزايا.

1.2. تعريف الصكوك الإسلامية:

- عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله" (المعيار 17، 2010، صفحة 238).

- عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية على أنها: "شهادات يمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في الموجودات العينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة" (الإسلامية، 2009، صفحة 3).

- وعرفت الصكوك أيضا بأنها: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول" (العرايبي وحمو، 2017، صفحة 69).

مما سبق يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها أدوات استثمارية ممثلة في وثائق ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في رأس المال (أعيان، أو منافع أو خدمات أو مشروع) تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية.

2.2. خصائص الصكوك الإسلامية:

يمكن إبراز أهم خصائص الصكوك الإسلامية في النقاط التالية:

- أنها وثيقة تصدر باسم مالكةا بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكةا فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها؛
- تمثل الصكوك حصصا شائعة في ملكية موجودات لها عائد ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط؛

- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها، كما يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها؛

- لكل صك قيمة مالية محددة مسجلة عليه؛

- صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد، ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك باعتباره رب المال في اختصاصه بملكه وما يطرأ عليه من عوارض، كما أن شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك وهي تشمل على البيانات والمعلومة المطلوبة شرعا في التعاقد؛

- أنها لا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة وفي حالة أبلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث ونحوه، فلا بد من الاتفاق على من يمثل الصك أمام الشركة على أن يكون شخص واحد (العرايبي وحمو، 2017، صفحة 70).

3.2. أهمية الصكوك الإسلامية:

تكمّن أهمية الصكوك الإسلامية فيما يلي (عبو، 2017، صفحة 51):

- تمثل أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي لا تطيقها جهة واحدة؛

- تقدم قناة جديدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها؛

- توفر أسلوبا جيدا لإدارة السيولة المالية، إذ تستطيع المصارف والمؤسسات الإسلامية أن تدير سيولتها من خلالها بانسيابية أكثر؛

- تعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، إذ أنها تمكن المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فالصكوك بهذه الكيفية تمثل واحدة من القنوات التيسيرية في التعامل وتحقيق الأرباح بالإضافة إلى أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين، حيث تعتبر

أداة قليلة التكلفة مقارنة بالافتراض 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 وسوق الأوراق 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؛

- 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 الفائضة لديها.

4.2. أطراف التعامل في إصدار الصكوك الإسلامية:

يدخل في إصدار الصكوك الإسلامية مجموعة من الأطراف هي (بن صوشة، 2018، صفحة 95):

- **مصدر الصك (جهة الإصدار):** وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية، ومصدر الصك قد يكون شركة أو فردا أو حكومة أو مؤسسة مالية.

- **وكيل الإصدار:** وهو مؤسسة مالية وسيطة تتولى عملية الإصدار، وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار (تكون العلاقة بين المصدر والوكيل على أساس عقد الوكالة بالأجر).

- **مشتري الصك (حملة الصكوك):** والذي قد يكون بنكا أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية أو مجموعة من الأفراد، حيث قد يتمتع هؤلاء بسيولة مرتفعة غير مستقلة، مما يدفعهم إلى الدخول في عمليات الاستثمار في شراء الصكوك.

- **مدير الاستثمار:** وهو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها، بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفقا لما تحدده نشرة الإصدار.

- **أمين الاستثمار:** هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، والاحتفاظ بالوثائق والضمانات.

- **وكالات التصنيف العالمية:** تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومقرها البحرين.

5.2. أنواع الصكوك الإسلامية:

لقد ساهمت عمليات التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية، وتختلف هذه المنتجات باختلاف صور وأساليب التمويل والاستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية. وبحسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، فإنه يوجد عدة أنواع من إصدارات الصكوك الإسلامية، نذكر أهمها فيما يلي:

1.5.2. الصكوك القائمة على عقود الشراكة:

- **صكوك المضاربة (المقارضة):** في المصارف الإسلامية تعني المضاربة دخول المصرف في صفقة محددة مع متعامل أو أكثر، حيث يقدم المصرف المال اللازم للصفقة، ويقدم المتعامل جهده، ويصبح الطرفين شريكين في الغنم والغرم، فالمصرف هنا يمثل الشريك صاحب رأس المال، ويكون المتعامل هو الشريك المضارب، فإذا تحقق الربح وزع وفقا للنسبة المتفق عليها، وإذا تحققت الخسارة، يتحمل المصرف خسارة رأس ماله، ويتحمل المتعامل خسارة في عمله فحسب، ولا يترتب عليه أن يتحمل جزءا من الخسارة إلا إذا ثبت أن هنالك تعدي أو تقصير من جانبه. وصكوك المضاربة عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية فبدلا من تقديمه بواسطة طرف واحد يتعدد مقدموه.

ومن خصائص صكوك المضاربة ما يلي (فتح الرحمان، 2002، صفحة 6):

- تعتبر أداة مناسبة لاستدرار المال قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار - تمثل صكوك المقارضة حصصا شائعة في رأس مال المضاربة تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت) وبصورة غير محددة ابتداءً، وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة؛

- قابلة للتداول طالما هي تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مناف للشرح، وتطبق عند التداول الأحكام التالية:

أ- إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقودا فان تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقداً بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

ب- إذا أصبح مال المضاربة ديونا تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

ج- إذا صار مال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقا للسعر المتراضى عليه.

- **صكوك المشاركة:** تطرح لجمع مبلغ من المال يمثل حصته في رأس مال الشركة (مثل الأسهم) ولكن تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء شائع من صافي أصول الشركة وحق في الربح الذي يتحقق، ويمكن تداولها بقيمة سوقية معبرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع (زايدي، 2008، صفحة 9). وتعتمد صكوك المشاركة بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعا، وهي مشابهة كثيرا لصكوك المقارضة أو المضاربة السابق شرحها، ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن المال في صكوك المضاربة كله من طرف (أو مجموعة أطراف). بينما في صكوك المشاركة نجد أن الجهة الوسيطة (التي تصدر الصكوك للمستثمرين) تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة وبصورة مشابهة لما هو عليه الحال في شركة المساهمة العامة (فتح الرحمان، 2002، صفحة 7).

2.5.2. الصكوك القائمة على عقود البيع:

- **صكوك السلم:** هو بيع يتأخر فيه قبض السلع أو البضاعة ويتعجل فيه سداد الثمن، وعليه صكوك السلم وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها حال استلامها مستقبلا وفقا لوقت ومواصفات متفق عليها (حفوظة و زبيدي، 2017، صفحة 68).

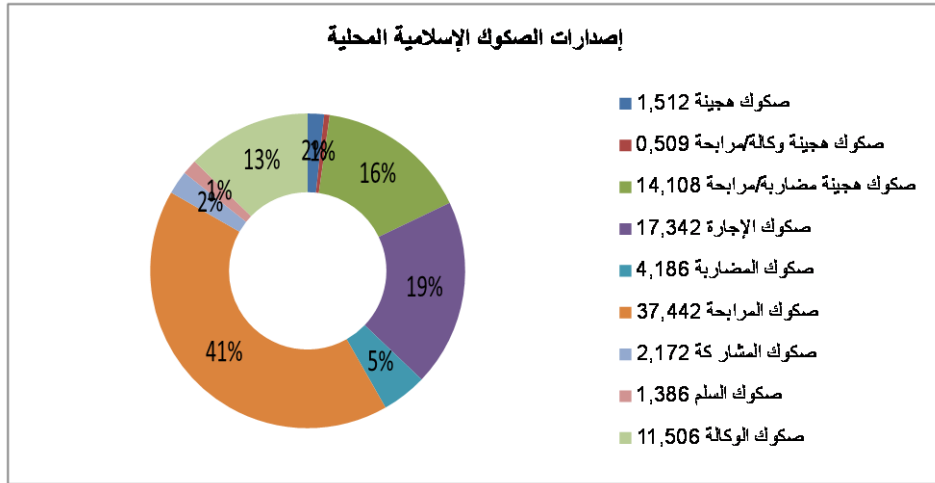
- **صكوك الاستصناع:** يقصد بعقد الاستصناع اتفاق مع عميل على بيع أو شراء أصل مل يتم إنشائه بعد على أن تتم صناعته أو بناؤه وفقا لمواصفات المشتري النهائي وتسليمه له في تاريخ مستقبلي محدد بسعر بيع محدد سلفا، باعتبار البنك الإسلامي بائعا فإن له الاختيار في صناعة أو بناء الأصل بنفسه، أو أن يعهد بذلك للطرف الآخر غير المشتري النهائي للأصل بصفته موردا أو مقاولا عن طريق إبرام عقد الاستصناع. وصكوك الاستصناع تشكل رأس مال لاستصناع سلع ثم تكون هذه السلع المستصنعة دينا في ذمة البائع لصالح المستصنع وهو حامل الصكوك، كما يمكن اعتبارها شهادات أو عقود يتم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه في شركة معينة وفقا لشروط معينة (حفوظة و زبيدي، 2017، صفحة 68).

- **صكوك المراجعة:** المراجعة كصيغة إسلامية تعني بيع سلعة معلومة بسعر يغطي التكاليف زائد هامش ربح يتفق عليه بين البائع (البنك مثلا) والمشتري. إن إمكانية استصدار صكوك مراجعة فقط ممكن في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المراجعة (طائرة مثلا أو مشروع تنموي كبير). بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفا للشرعية لأن بيع المراجعة قد يكون مؤجلا، وبالتالي فإنه يعتبر دينا، وبيع الدين لا يجوز الفقهاء. ولكن توجد بعض الآراء الفقهية التي تجوز تداول صكوك المراجعة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى، كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المقارضة مثلا (فتح الرحمان، 2002، صفحة 8).

3.5.2. الصكوك القائمة على الإجارة:

- صكوك الإجارة: الإجارة عبارة عن عقد بموجبه يقوم المؤجر المالك للعين المعينة بإيجارها لطرف (أطراف) آخر مقابل مصروفات إيجارية محددة يتم الاتفاق عليها في عقد الإجارة. وبالتالي فإن محل العلاقة ليست دائنية ومديونية بين المؤجر والمستأجر، وإنما هي علاقة شراء وبيع لمنافع الأصل محل الإجارة وتأسيسا على ذلك، فإن "صكوك الإجارة عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا متماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي" (العمش، 2012، صفحة 110). وعلى هذا تتعدد أنواع صكوك الإجارة بحسب العين المؤجرة فيمكن أن تكون مثلا في مجال صناعة الطائرات، والعقارات السكنية، والمصانع، وأنواع المنقولات المختلفة، وغيرها. وقد تنوعت إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق، والشكل التالي يوضح الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية حسب نوع العقد المصدر على أساسه خلال سنة 2018:

الشكل 1: حجم وأنواع الصكوك الإسلامية في الأسواق المحلية المصدرة سنة 2018
(الوحدة: مليون دولار)



Source : International Islamic Financial Market (IIFM) (2019), Sukuk Report 8th Edition, pp 49-51. يتضح من الشكل أعلاه أن الحكومات تنوع في إصداراتها من الصكوك الإسلامية ما بين مختلف صيغ التمويل الإسلامي، إلا أن حصة كل نوع تتباين في سوق الصكوك المحلية، حيث تركز هذه السوق على صكوك المراهجة بنسبة كبيرة قدرت بـ 41% من إجمالي الإصدارات بقيمة 37.442 مليون دولار، ويعود ذلك إلى ما يمثله هذا النوع من الصكوك من سهولة في الإصدار وكذا في هيكلتها، بالإضافة إلى أن إصدارات صكوك المراهجة الموجهة للاستثمار تكون عادة متوسطة أو قصيرة الأجل مما يجعلها قادرة على خلق السيولة للمصدر وكذا انخفاض المخاطر فيها. تليها صكوك الإجارة بنسبة مساهمة قدرت بـ 19%، أما صكوك الوكالة فقد أخذت ما نسبته 13%، كما لم تخلو الإصدارات في السوق المحلية من الصكوك الهجينة إلا أن نسبتها كانت ضعيفة تراوحت بين 1% و 5%.

6.2 الفرق بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية

هناك عدة فروقات جوهرية بين الصكوك الإسلامية والأوراق المالية التقليدية نذكر منها (عبو، 2017، صفحة 51):

1.6.2. الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

يكمن الفرق بين الصكوك والأسهم في النقاط التالية:

- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم أوراق مالية ذات مخاطر عالية؛
- إن الصكوك من جهة الشركة المصدرة في أغلبها أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة، أما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة؛
- لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر، فإنها في الغالب لا بد أن تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق "إطفاء"، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة؛ يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، أما مالكو صكوك الاستثمار فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع بطريقة مباشرة، بل يكتفون بتوكيل المضارب وحده، حيث يلتزم المضارب في إدارته للمشروع بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية، والمالكي الصكوك أن يكونوا من بينهم أو غيرهم مجلس مراقبة يرضى مصالحهم ويحمي حقوقهم في مواجهة المضارب، ويكون مسؤولاً عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار.

2.6.2. الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات:

تجلى أهم الفروقات بين الصكوك والسندات فيما يلي:

- السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المدين مصدر الدين لصالح دائنيه (حامل السند)، فالعلاقة بينهما علاقة المداينة، أما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة المشاركة وليست علاقة المداينة، فهي أداة استثمارية يتم فيها استثمار الأموال وفق صيغ شرعية؛
- السندات تحدد لها فائدة ثابتة أو متغيرة من زمن لآخر، لذلك صدرت قرارات الجامع الفقهي تحرم السندات لأن تلك الفائدة هي الربا المحرمة، وأما الصكوك فليست لها فائدة ثابتة أو متغيرة وإنما الأمر فيها إذا تحقق لها الربح فهي تأخذ نصيبها منه، وإذا خسرت الشركة فإن الموجودات التي يمثلها الصك الاستثماري قد قلت، أي أن الصك الاستثماري خاسر بنسبة نصيبه من الخسارة؛
- عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الاستثماري فليس له الأولوية وإنما تصرف له نسبه مما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك.

7.2. شروط إصدار الصكوك الإسلامية:

يجب توفر العديد من الشروط لإصدار الصكوك أهمها (سامي و جعاز، 2015، صفحة 111):

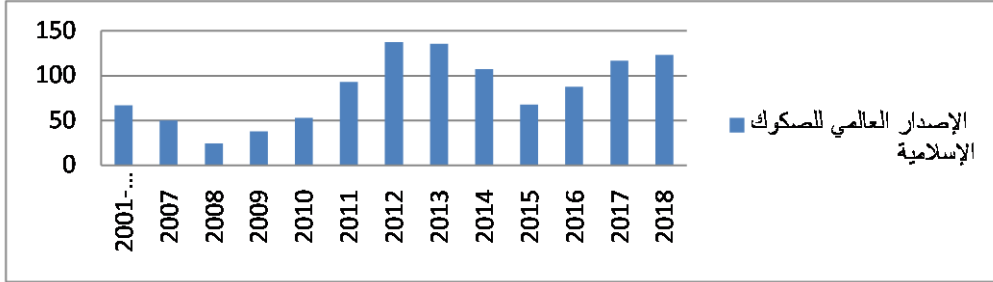
- لا بد من وجود أصول مملوكة للمنشأة المصدرة للصكوك، وأن تكون قادرة على توليد دخل بشكل منتظم ومستمر، وعليه فالأصول التي تخضع للتصكيك هي مجموعة معينة من الموجودات، والتي تظهر في الميزانية العمومية للمنشأة؛
- يجب أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر، وهذا يتطلب وجود جدارة ائتمانية في الأصول، مثل انتظام السداد، ووجود ضمانات عينية؛
- يجب أن تكون قيمة الأصول المراد تصكيكها كبيرة، لأنه إذا كانت المبالغ صغيرة لا يمكن تقسيمها، كما يجب أن تكون ذات آجال استحقاق طويلة حتى يمكن تسويقها، ومن ثم الأصول ذات آجال استحقاق قصيرة لا تصلح للتصكيك؛
- لا بد من توافر الضوابط الشرعية في جميع مراحل عملية التصكيك، ومن ثم إخضاعها إلى هيئة الرقابة الشرعية بالمؤسسة أو البلد؛
- لا بد من وجود تشريعات قانونية، وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك، وحفظ حقوق المتعاملين.

8.2. تطور الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية

لقد حققت سوق الصكوك الإسلامية العالمية معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها وانتشارها رغم التراجع الذي تعرفه السوق

المالية الإسلامية من فترة لأخرى. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل 2: تطور إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2018) (الوحدة: مليون USD)



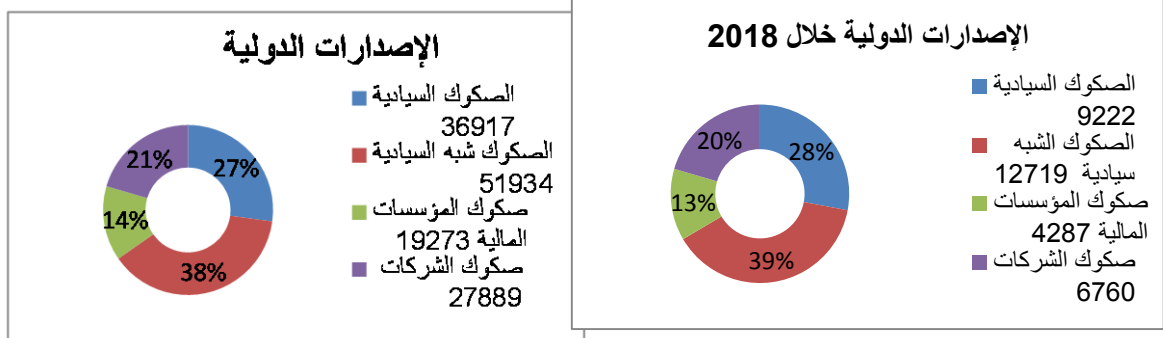
Source : International Islamic Financial Market (IIFM) (2019), Sukuk Report 8th Edition, July 2019, p22.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن إصدار الصكوك الإسلامية شهد رواجاً واسعاً منذ سنة 2001 في العالم، حيث ارتفع حجم الإصدارات العالمية بمقدار ثلاثة أضعاف من 14 مليون دولار عام 2005 إلى 50 مليون دولار عام 2007، أما سنة 2008 عرفت تراجعاً في إصدار الصكوك الإسلامية بسبب انعكاسات الأزمة المالية العالمية 2008 مما أدى إلى تخوف المستثمرين من الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت وكذلك الصكوك الإسلامية نظراً لحدوثها ونقص السيولة خلال هذه الفترة، لتعرف بعدها إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية ارتفاعاً حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2012 قدرت بـ 137.6 مليون دولار ويعود ذلك إلى زيادة المشاريع والبرامج الضخمة التي أطلقتها الحكومات خاصة ماليزيا، المملكة العربية السعودية، قطر، تركيا، اندونيسيا والإمارات العربية المتحدة، فهذه المنطقة تشهد تحولات كبيرة تتطلب المزيد من الإنفاق على البنى التحتية ومشاريع البناء والإعمار فكانت الصكوك الإسلامية الأنسب لذلك، بالإضافة إلى الارتفاع الكبير الذي عرفته إيرادات الصناديق السيادية وعودة الحركة الاقتصادية لدى القطاع الخاص، والتوجه العالمي نحو إصدار الصكوك الإسلامية. كما نلاحظ أنه في سنة 2015 تراجعت إصدارات الصكوك الإسلامية إلى 67.818 مليون دولار بسبب تداعيات انخفاض أسعار البترول خلال هذه الفترة من 115 دولار أمريكي للبرميل في جوان 2014 إلى حوالي 58 دولار للبرميل في الربع الأول من 2015، بالإضافة إلى مخاطر تقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة. إلا أنها تحسنت سنة 2016 وبلغت قيمة الإصدارات العالمية للصكوك 87.78 مليار دولار. أما الاستقرار الذي حققته سوق الإصدارات العالمية خلال السنوات الأخيرة، أين سجلت زيادة طفيفة بـ 5% عام 2018 مقارنة بـ 2017، فمرده بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية في آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا ومناطق أخرى، بينما استمرت ماليزيا في هيمنتها على سوق الصكوك العالمية، إلى جانب زيادة الحصص السوقية لبعض الدول كإندونيسيا والإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية.

والشكل التالي يوضح توزيع الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية حسب المصدر في الأسواق الدولية خلال الفترة (2010-

2016) وخلال سنة 2018:

الشكل 3: توزيع الإصدارات الدولية للصكوك الإسلامية حسب المصدر خلال الفترة (2010-2016) وخلال سنة 2018 (الوحدة: مليون دولار)



Source : International Islamic Financial Market (IIFM) (2019), Sukuk Report 8th Edition, pp 36-37.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن الجهات الحكومية كانت المساهم الرئيسي في نمو سوق الصكوك الدولي خلال الفترة (2010-2018) حيث حازت فيها الإصدارات شبه السيادية الحصة الأكبر بنسبة 38% و بقيت محافظة على نفس النسبة حتى سنة 2018، تليها الصكوك السيادية بنسبة 27%، وتعد المملكة العربية السعودية، ماليزيا، إندونيسيا، وتركيا الدول الرائدة في هذه الإصدارات، ويعود السبب في سيطرة الصكوك السيادية على الإصدار إلى الظروف الاقتصادية والجيوسياسية المعقدة في مختلف أنحاء العالم، كما يدل على أن سوق الصكوك الإسلامية لديها قاعدة قوية في مواجهة الصدمات الاقتصادية على عكس إصدارات صكوك الشركات العالمية التي تتأثر بالظروف الاقتصادية إذ ترتفع في الظروف الجيدة وتراجع عند حدوث الأزمات حيث بلغت ذروتها سنتي 2007 و 2013 بقيمة 39702 و 34585 مليون دولار على التوالي، لتتخفف بنحو 30% و 40% سنتي 2010 و 2014 على التوالي أي خلال الأزمة العالمية وأزمة انخفاض أسعار البترول (IIFM، 2019، صفحة 34)، وقد حازت هذه الصكوك على نسبة 20% في السوق الدولية ثم تأتي إصدارات المؤسسات المالية في المرتبة الأخيرة، حيث كانت إصداراتها في البداية قائمة على قاعدة معدلات الربح العائمة والتي تتناسب مع إدارة موازنتها، ولكن مع بداية 2010 أخذت هذه المؤسسات في إصدار صكوك الشريحة الأولى والثانية لتلبية متطلبات معايير بازل 3 فيما يخص التزامات كفاية رأس المال (IIFM، 2019، الصفحات 35-38).

ويمكن إبراز التوزيع الجغرافي لإصدارات الصكوك الإسلامية في الجدول التالي:

الجدول 1: التوزيع الجغرافي لإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2018) (الوحدة: مليون دولار أمريكي)

أوروبا وأمريكا			إفريقيا			دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط			آسيا والشرق الأقصى		
النسبة	قيمة الإصدار	الدولة	النسبة	قيمة الإصدار	الدولة	النسبة	قيمة الإصدار	الدولة	النسبة %	قيمة الإصدار	الدولة
2.49	27472	تركيا	1.78	19646	السودان	2.8	30883	البحرين	7.22	79492	أندونيسيا
0.16	1719	بريطانيا	-	-	-	10.7	117816	السعودية	60.84	670121	ماليزيا

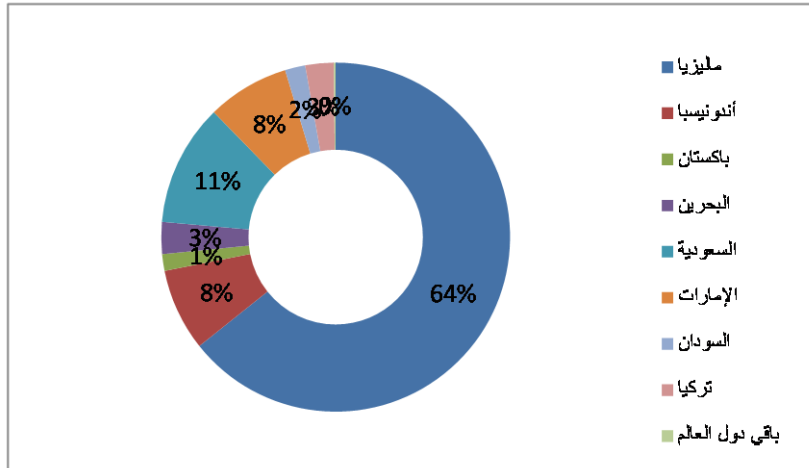
0.12	1367	أمريكا	-	-	-	7.21	79378	الإمارات	1.46	16123	باكستان
	564	باقي الدول	0.3	3286	باقي الدول	3.48	38345	باقي الدول	0.46	15290	باقي الدول*2
2.4	3112	مجموع	2.0	2293	مجموع	24.19	26642	مجموع	69.98	78102	مجموع
9	2		8	2			2			6	

Source : International Islamic Financial Market (IIFM) (2019), Sukuk Report 8th Edition, pp 59-60.

من الجدول السابق نلاحظ أن آسيا والشرق الأوسط هي المنطقة المهيمنة على سوق الصكوك الإسلامية بقيمة إصدار 781026 مليون دولار أي ما نسبته 69.98% من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم، ويعود ذلك إلى هيمنة ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية بحيث تعتبر الدولة الرائدة في هذا المجال وقدرت نسبة إصداراتها للصكوك خلال الفترة (2001-2018) بـ 60.84% بقيمة 670121 مليون دولار وذلك بسبب تحفيز الحكومة للاستثمار في هذه الأدوات بالإضافة إلى توفر سوق مالية إسلامية تتيح الفرصة لتداولها، تليها أندونيسيا بنسبة 7.22%، أما دول مجلس التعاون الخليجي فتعتبر ثاني أكبر وجهة لإصدار الصكوك بحصة سوقية تبلغ نسبتها 24.19%، ومن بين الدول الفاعلة في هذا المجال السعودية بنسبة 10.7%، الإمارات 7.21%، والبحرين 2.8%، إلا أن إصدار الصكوك في باقي القارات فهو ضعيف جدا بنسبة مساهمة أقل من 5%.

والشكل التالي يوضح التوزيع الجغرافي لإصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2018):

الشكل 4: التوزيع الجغرافي لإصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2018)



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول 1.

* باقي دول آسيا والشرق الأقصى هي: بنغلاديش، بروني، الصين، هونغ كونغ، مالديف، سنغفورة، سريلانكا، اليابان. باقي دول الشرق الأوسط هي: الأردن، الكويت، عمان، قطر، اليمن. باقي دول إفريقيا هي: غامبيا، نيجيريا، مالي، المغرب، جنوب إفريقيا، سينيغال، طوغو. باقي دول أمريكا وأوروبا هي: فرنسا، ألمانيا، لوكسمبورغ، كازاخستان.

3. أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا

تتكون سوق الأوراق المالية في ماليزيا، من سوق الأوراق المالية التقليدية وأخرى إسلامية، وتعتبر سوق رأس المال الإسلامية من أهم مصادر التمويل وسد حاجات الاستثمار في هذا البلد باعتبارها دولة رائدة في هذا المجال، وقد اكتسبت هذه المكانة بعد الإصلاحات التي قامت بها على المستوى المحلي، مما جعلها أيضا تتفوق في إصدار الصكوك الإسلامية التي تعتبر من الأوراق المالية المهمة نظرا للدور الكبير الذي تلعبه في تمويل المشاريع الاستثمارية بمختلف أنواعها.

1.3. تعريف ونشأة سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامية بأنها "سوق تتوافر فيها فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيها تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من كافة الأنشطة المحرمة، مثل الربا، المقامرة، الغرر، وما شابه ذلك" (الماليزية، 2001، صفحة 25).

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامية بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين. (بو عبد الله، 2015، صفحة 19)

وتعود البداية الحقيقية لسوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا إلى أوائل التسعينيات، حيث قامت شركة "Shell MDS Sdn Bhd" بإصدار أولى الصكوك الإسلامية في السوق المحلية سنة 1990، ثم توالى إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامية واتساعها، وبعدها تم تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع وزارة المالية الماليزية بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في السوق، واتخاذ خطوات جوهرية من بينها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامية (ICMD) وذلك في سنة 1994. وفي أواخر نفس السنة تم إنشاء لجنة شرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (IISG)، وبعد مرور سنة كاملة تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية (SAC) (سمر د و بشوندة، 2015، صفحة 15).

2.2. خصائص سوق رأس المال الإسلامية الماليزية:

تمتاز سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا بالخصائص التالية (كتاف، 2013، صفحة 119):

- خضوع السوق لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي، وذلك بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامية الذي يزود المجلس بكل المعلومات التي تخص السوق، باعتباره مسؤولا عن دراسة وتحليل أنشطة هذه الأخيرة؛
- خلو كافة عمليات ومعاملات سوق رأس المال الماليزية من كل المحظورات الشرعية كالربا، القمار... إلخ؛
- التعامل بالأدوات المالية الإسلامية التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي أجازها وسمح بإصدارها وتداولها المجلس الاستشاري الشرعي؛
- الخضوع لرقابة وإشراف الجهات المختلفة المعنية لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية طالما أنها لم تتناقض وأحكام الشريعة الإسلامية.

3.3. تطور سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

يمكن توضيح تطور سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا من خلال تطور القيمة السوقية لهذه السوق ومقارنتها بإجمالي

القيمة السوقية لسوق رأس المال، والجدول التالي يبين ذلك:

الجدول 2: تطور القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2010-2018)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي	756.1	806	942	1029.6	1012.1	1086.1	1030.5	1133.8	1036.5
إجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال	1275.3	1285	1466	1702.1	1651.1	1694.7	1667.3	1906.8	1700.3
نسبة القيمة السوقية الإسلامية إلى إجمالي القيمة السوقية	59.3	63	64	60.5	61.3	64.09	61.81	59.46	60.96

Source :Securities Commission Malaysia, annual reports (2011,2013,2014,2016,2018), part 6 statements and statistics.

نلاحظ من الجدول السابق أن القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامية الماليزية في تزايد مستمر حيث سجلت ما قيمته 756.1 بليون رينجت سنة 2010 أي ما نسبته 59.3% من إجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال، أي أكبر من القيمة السوقية لسوق رأس المال التقليدية، وارتفعت هذه القيمة لتصل 1036.52 بليون رينجت سنة 2018 أي ما نسبته 60.96% من القيمة الإجمالية، ويعود السبب في ذلك إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة لجعل ماليزيا مركزا دوليا للتمويل الإسلامي، وذلك من خلال جعل سوق الأوراق المالية الإسلامية سوقا جذابة لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بسن القوانين والتشريعات الخاصة بالأدوات المالية الإسلامية التي تتميز بانخفاض مخاطرها مقارنة بالأدوات التقليدية. وهذا يدل على دعم هذه السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والناتج المحلي الإجمالي.

والجدول التالي يبين تطور نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى الناتج الداخلي الخام في ماليزيا خلال الفترة (2007-2016):

الجدول 3: تطور نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى الناتج الداخلي الخام في ماليزيا خلال الفترة (2007-2016) (الوحدة: تريليون رينجت ماليزي)

السنوات	الناتج الداخلي الخام	رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية	نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى الناتج الداخلي الخام
2007	0.66	1.67	214%
2008	0.76	1.26	216%
2009	0.71	1.65	253%
2010	0.82	2.04	165%
2011	0.91	2.12	232%
2012	0.97	2.48	255%

%270	2.73	1.01	2013
%250	2.76	1.10	2014
%245	2.82	1.15	2015
%230	2.84	1.23	2016

المصدر: حراق مصباح، كمال قسول (2018)، دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، جامعة الصديق بن يحيى، جبيل، الجزائر، المجلد 2، ص.106 من الجدول السابق نلاحظ أن قيم كل من الناتج الداخلي الخام و رزمة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا عرفت تزايدا مستمرا خلال الفترة (2007-2016) باستثناء سنتي 2008 و 2009 التي سجلت فيهما هذه القيم انخفاضا طفيفا بسبب التداعيات الاقتصادية للأزمة المالية العالمية، ووفقا لبيانات الجدول نلاحظ أن حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية ضعف الناتج الداخلي الخام في ماليزيا، وهو ما يدل على كبر حجم هذه السوق في الاقتصاد الماليزي ودورها في تعبئة الموارد المالية لتمويل المشاريع الاقتصادية، فبالإضافة إلى اجتذابها لفئة معينة من المستثمرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، فإنها تمثل بديلا تمويليا آمنا ومناسبا لكافة المستثمرين خلال الأزمات التي تمر بها أسواق الأوراق المالية.

4.3. صناعة الصكوك الإسلامية بماليزيا:

مع حلول الألفية الحالية، ازداد اهتمام العالم بالصكوك الإسلامية، وازداد معدل إصدار هذه الصكوك بشكل كبير، حيث تحتل الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا المرتبة الأولى في إصدار الصكوك الإسلامية وتعد الأكثر تنوعا وابتكارا، وذلك نتيجة للإجراءات والقرارات الحكومية الناجحة التي حولت سوق ماليزيا إلى أكبر سوق مالي إسلامي في العالم. ويتم إصدار الصكوك الإسلامية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية والتعامل بها تحت رقابة اللجنة الشرعية، وتختلف أحكامها حسب العقد أو الصيغة التي أصدر الصك على أساسها.

1.4.3. نشأة الصكوك الإسلامية بماليزيا

تزامن تأسيس أول مصرف إسلامي في ماليزيا (BIMB) مع إدخال عنصر آخر في الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا وذلك في سنة تأسيس المصرف نفسها سنة 1983، وهي شهادات استثمار معدومة الفائدة تسمى (GIC) أي شهادات استثمار حكومية معدومة الفائدة، وكان الهدف منها في بداية الأمر هو تسهيل عمل المصرف الإسلامي وتمكينه من الإيفاء بمتطلبات السيولة، وفي الوقت نفسه هي وسيلة استثمارية مضمونة يمكن للمصرف الإسلامي أن يستثمر فوائضه فيها، وكانت هذه الشهادات تعتمد على مبدأ القرض الحسن (للحكومة)، وفي الوقت نفسه كانت عملية إصدار هذه الصكوك هي عملية تجريبية مكتملة لتجربة المصرف الإسلامي وللمدة نفسها (1983-1993) وبذلك تكون ماليزيا أول بلد في العالم يصدر هذا النوع من السندات (الصكوك)، ثم أصدر البنك المركزي الماليزي (نيجارا) شهادات استثمار (GLL) وكانت نتيجة إصدار هذه الصكوك زيادة التعامل في سوق ما بين البنوك بنسبة 20.8% ووصل حجم التعامل إلى 17 مليار رينجت، وفي بداية الألفية الحالية ازداد اهتمام العالم بالصكوك الإسلامية وزاد معدل إصدار هذه الصكوك بشكل كبير، إذ كانت الصناعة المصرفية الإسلامية في ماليزيا تشكل الرائد والمصدر الأكبر، والأكثر تنوعا وابتكارا (سامي و جعاز، 2015، صفحة 130) (COMCEC)، 2018، صفحة 78).

2.4.3. أهمية إصدار الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامية الماليزية

تتصدر ماليزيا قائمة الدول في إصدار الصكوك المالية الإسلامية في العالم لعدة سنوات ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها (بو عبد الله، 2015، صفحة 26):

- سن قوانين تسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع البنك المركزي الماليزي مهمتها مراقبة ضوابط العمل بهذه الأدوات المالية الإسلامية.

- وجود سوق مالية إسلامية للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة وجهة مفضلة للإصدار والاكتتاب في هذه الصكوك.

- قيام ماليزيا في سنة 2007 بتحرير سوق الصكوك بما يسمح بتداولها من مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات، بالإضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالميا.

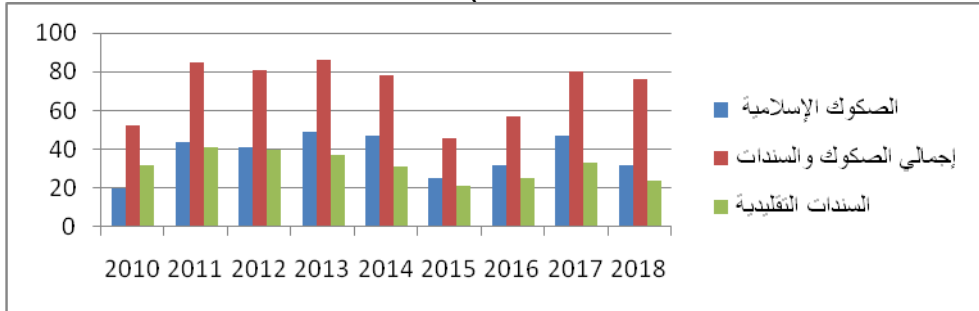
والجدول التالي يوضح تطور عدد الصكوك الإسلامية مقارنة بعدد السندات التقليدية في ماليزيا:

الجدول 4: تطور عدد الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2010-2018):

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
الصكوك الإسلامية	20	44	41	49	47	25	32	47	32
السندات التقليدية	32	41	40	37	31	21	25	33	24
إجمالي الصكوك والسندات	52	85	81	86	78	46	57	80	76
نسبة الصكوك إلى الإجمالي (%)	38.46	51.7	50.6	56.9	60.2	54.3	56.1	58.7	42.10

Source : Securities Commission Malaysia, annual reports (2011,2013,2014,2016,2018), part 6 statements and statistics.

الشكل 4: تطور عدد الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2010-2018):

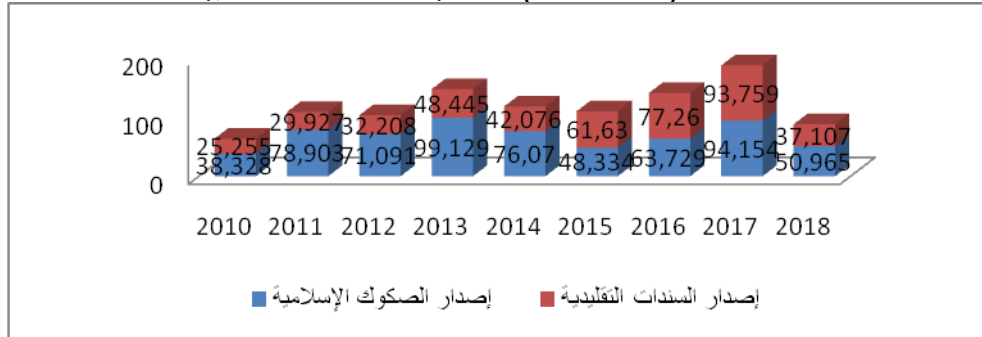


المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على الجدول رقم 3.

من خلال الجدول والرسم البياني السابقين نلاحظ أن عدد الصكوك الإسلامية المصدرة في سوق رأس المال الإسلامية الماليزية أكبر من عدد السندات التقليدية وهذا العدد في تزايد خلال الفترة (2010-2014)، حيث نجد أن هناك 47 صك مدرج في السوق خلال 2014 أي بنسبة 60.26% من إجمالي الصكوك والسندات بعدما كانت عدد الصكوك 20 في سنة 2010 أي بنسبة 38.46% من إجمالي الصكوك والسندات المدرجة في السوق، وذلك راجع إلى التحفيز والتسهيلات المقدمة من طرف الحكومة الماليزية لتشجيع المستثمرين بالتوجه إلى هذا النوع من الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية فتميزت هذه الفترة بسيطرة صكوك المرابحة والمشاركة والإجارة والصكوك المختلطة لأنها كانت تلقى القبول العام داخل وخارج ماليزيا، بالإضافة إلى وجود سوق رأس مالية إسلامية يتم فيها تداول وتسييل الصكوك عند الحاجة من جهة، وكذلك انتعاش الاقتصاد الإسلامي بعد الأزمة العالمية

2008 ونخوف المستثمرين من مخاطر الاستثمار في الأدوات المالية التقليدية. ثم انخفضت عدد الصكوك الإسلامية بعد سنة 2014 وسجلت 25 صك في سنة 2015 كأدنى حد لها ويعود ذلك إلى مخاوف المستثمرين من تداعيات انخفاض أسعار البترول خلال هذه الفترة وانخفاض السيولة للاستثمار، ثم سجلت 32 صك سنة 2018 بنسبة 42.10%. ولتوضيح ما سبق ذكره يمكن التطرق لتطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزية في الشكل التالي:

الشكل 5: تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزية مقارنة بالسندات التقليدية خلال الفترة (2010-2018): (الوحدة: بليون رينجت ماليزي)



Source :Securities Commission Malaysia, annual reports (2011,2013,2014,2016,2018), part 6 statements and statistics.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن حجم إصدارات وتداول الصكوك الإسلامية أكبر من السندات التقليدية منذ سنة 2010 حيث بلغت 38.33 بليون رينجت أي بنسبة 60.28% من إجمالي حجم التداول في السوق إلى غاية سنة 2014 ويعود سبب ذلك إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزين، بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية على هذه الأدوات المالية، وكذلك أدرجت الحكومة الماليزية في هذه الفترة صكوك حكومية من أجل تمويل عملية التنمية الاقتصادية فقد استثمرت تلك الأموال في تعزيز العديد من المشاريع واسعة النطاق بما في ذلك مطار كوالالمبور، ماجو السريع وسيناي السريع...، وذلك في إطار برنامج التحول الاقتصادي الوطني الذي يهدف إلى تحويل ماليزيا إلى دولة ذات الدخل المرتفع بحلول 2020، زيادة على سعيها للوصول بالأصول المصرفية الإسلامية إلى 40% من إجمالي الصناعة المالية بحلول 2020. أما سنة 2015 فنلاحظ انخفاض حجم إصدار الصكوك الإسلامية بقرار من البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا" لتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة، لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين (Standard و Poor's، 2015، صفحة 2)، فقد توجه عدد كبير من المستثمرين إلى الاكتتاب في هذه الصكوك بدلا من البنوك الإسلامية الماليزية التي يستهدفها البنك بشكل خاص لغرض إدارة السيولة، و لذلك قرر استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك الإسلامية. بالإضافة إلى ارتباط سوق الصكوك الإسلامية بالاقتصاد العالمي والقطاع التمويلي ومن العوامل المؤثرة في هذه الفترة هو انخفاض أسعار البترول مما جعل ماليزيا تخفض إنفاقها الاستثماري، من جهة أخرى أدت هذه الأزمة إلى خفض الودائع وبالتالي السيولة لدى البنوك بما فيها الإسلامية، إذ تعد الحكومات والكيانات التابعة لها من بين أكبر المودعين في بعض الأسواق الرئيسية الخاصة بالتمويل الإسلامي إلا أنها عاودت الارتفاع في سنة 2016 و2017.

. الخاتمة:

تعتبر سوق رأس المال الإسلامية البديل الشرعي للسوق رأس المال التقليدية، نظرا لتوفر مقومات إقامتها ووضوح إمكانية قيام هيكل متطور لهذه السوق التي تشمل الأدوات المالية المباحة شرعا والتي من أهمها الصكوك الإسلامية، وقواعد التعامل بها، وضوابط تحكم نشاطها، والمهم أنها تعكس الأسعار الحقيقية للاستثمارات. ومن خلال هذه الدراسة توصلنا إلى جملة من النتائج أهمها:

- إن استخدام الصكوك المالية الإسلامية والتوسع في التعامل بها من شأنه أن يؤدي إلى تدعيم دور سوق رأس المال الإسلامية من خلال توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية، ومن جهة أخرى توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق التي تتعامل بالصكوك الإسلامية، مما يؤدي إلى تنشيطها.
- ارتباط سوق الصكوك الإسلامية بالاقتصاد العالمي والقطاع التمويلي، فقد تأثرت إصدارات الصكوك بمختلف الأزمات التي مست النظام المالي كالأزمة المالية العالمية 2008، وأزمة انخفاض أسعار البترول 2015، إلا أنها عرفت رواجاً واسعاً في فترات الانتعاش الاقتصادي.
- تلعب سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا دوراً كبيراً في تطوير وإرساء قواعد إصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية فهي تعتبر من مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، وذلك من خلال الأهداف التي تسعى إليها والمهام التي تقوم بها.
- أظهرت النتائج أهمية الصكوك الإسلامية ومكانتها في سوق الأوراق المالية الماليزية، إذ وجد أن إصدارها يحاكي إصدار السندات التقليدية بل يتعداه لما يتميز به من خصائص، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى التي تنص على أن الصكوك الإسلامية تعتبر بديلاً سريعاً للسندات التقليدية وتتفوقها في تمويل الاقتصاد الماليزي.
- قامت سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا بتهيئة الأرضية المناسبة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، من خلال إنشاء اللجان الشرعية لهيئة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من الأطر التنظيمية والتشريعية، وضع نظام إعفاءات ضريبية جعل من هذه السوق وجهة مفضلة للإصدار والاكتتاب في هذه الأدوات، بالإضافة إلى قيام ماليزيا في سنة 2007 بتحرير سوق الصكوك بما يسمح بتداولها من مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات، بالإضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالمياً. فكان لارتفاع قيمة الصكوك، وحجم إصدارها وتداولها دوراً إيجابياً في تنشيط سوق رأس المال الإسلامية، وجعلها الدولة الرائدة في هذا المجال، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

وعليه يمكن وصف التجربة الماليزية بأنها تجرية تم الإعداد والتخطيط العلمي لها مع توفير غطاء قانوني ودستوري، مدعوم من قبل الحكومة والشعب، مع توفير جميع مستلزمات عملها (أدوات متعددة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، سوق رأس مال إسلامية، كوادرات ذات خبرة تم إعدادها بالجامعات التي أسست من أجل ذلك، ومراكز بحث وتطوير، كل ذلك يعمل تحت مظلة شرعية واحدة تابعة للبنك المركزي الماليزي)، وبذلك أصبحت التجربة العالمية الأكثر نجاحاً وأصبحت ماليزيا الدولة الأوفر حظاً لتكون مركز التمويل الإسلامي العالمي.

. قائمة المراجع:

- 1.(COMCEC), S. c. (2018). *The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets*. COMCEC Coordination Office.
- 2.(IIFM), International Islamic Financial Market. (2019). *Sukuk report*.
- 3.Standard, & Poor's. (2015). *Global Sukuk Issuance Stalls In 2015 As Major Issuer Exits The Market*".
- 4.مجلس الخدمات المالية الإسلامية. (2009). *متطلبات رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية*. ماليزيا.
5. هيئة الأوراق المالية الماليزية. (2001). *التقرير السنوي*.
6. المعيار 17. (2010). *كتاب المعايير الشرعية، المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية*. البحرين.

7. بن صوشة، ثامر. (2018). *الهندسة المالية (مطبوعة لطلبة ماستر 2) ابن خلدون تيارت*.
8. بو عبد الله، علي. (2015). *تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا*. (14).
9. جعفري، فارس & ،لال الدين، محمد أكرم. (2019). *التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية*. مجلة *إسراء الدولية للمالية الإسلامية*، المجلد 10 العدد 1.
10. حفوطة، الأمير. عبد القادر & ،زبيدي، البشير. (2017). *استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجربتي السودان و ماليزيا نموذجا)*، مجلة *دراسات في العلوم المالية والمحاسبية*. (4).
11. زايدي، عبد. السلام. (2008). *الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية*. (38).
12. سامي، عبيد. محمد & ،جعاز، عدنان. هادي. *الدور التمويلي للمصارف الإسلامية التمويل بالصكوك*. مجلة *العلوم الاقتصادية*. (38) 10 ،
13. سمر، نوال & ،بشوندة، رفيف. (2015). *دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية -الصكوك الإسلامية نموذجا*. *المؤتمر الدولي الثامن للمالية والمصرفية الإسلامية*. كلية الشريعة الجامعة الأردنية.
14. عيو، عمر. (2017). *دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي*. المجلد 5، العدد 3
15. فتح الرحمان، علي. محمد. (2002). *أدوات سوق النقد الإسلامية، مدخل الهندسة المالية الإسلامية*. مجلة *المصرفي* (26).
16. كتاف، شافية. (2013). *دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية*. أطروحة دكتوراه. جامعة فرحات عباس سطيف 1.
17. لعمش، أمال. (2012). *دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، رسالة ماجستير*. جامعة فرحات عباس سطيف 1.
18. مصطفى، لعربي، و سعدية حمو. (2017). *دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد-ماليزيا نموذجا*. مجلة *البشائر الاقتصادية*، المجلد 13 (العدد 1).