

الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي لتحقيق التنمية الاقتصادية و سد العجز الموازي، ماليزيا أمودجا

Islamic Sukuk as a financing alternative to achieve economic development and addresses the budget deficit- Malaysian model

د. بملول لطيفة

ط.د. طوالبية نهد

جامعة لعربي تبسي، تبسة، الجزائر

جامعة لعربي تبسي، تبسة، الجزائر

latifa.bahlou@uvin-tebessa.dz

nihad.toualbia@univ-tebessa.dz

تاريخ القبول: 2019/05/26

تاريخ الاستلام: 2018/11/08

الملخص: الصكوك الإسلامية هي واحدة من الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، و لقد عرف نمو سوقها في العالم تطورا كبيرا خلال العقود الثلاثة الماضية، و يرجع ذلك إلى دورها التمويلي في لتحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية، و كذا تمويل العجز الموازي للحكومات. تهدف هذه الورقة البحثية إلى تقديم نظرة شاملة حول الصكوك الإسلامية، و التركيز على أدوارها في تحقيق التنمية الاقتصادية و تمويل العجز الموازي، و واقع ذلك في ماليزيا باعتبار أن تجربتها رائدة في هذا المجال. و تم التوصل إلى أنه يمكن الابتكار في صيغ الصكوك الإسلامية، كما أنها تجنب الدولة مخاطر التمويل الأجنبي، و تساهم في تطوير سوقها المالي المحلي و تمويل كبرى المشاريع و تعالج العجز الموازي، مما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية. وقد تم الاعتماد على المنهجين الوصفي و التحليلي من خلال تجميع البيانات و المعلومات المرتبطة بالموضوع محل الدراسة، ثم تحليلها وتبويبها وعرضها بما يخدم تحقيق هدف البحث و الوصول إلى النتائج السالفة الذكر.

الكلمات المفتاحية: صكوك إسلامية، سوق مالية إسلامية، تمويل، ماليزيا، مشاريع تنموية، عجز موازي.

Abstract: Islamic Sukuk is one of the Shariah-compliant financial instruments, and the growth of its market in the world has developed significantly over the last three decades, this is due to its funding role to meet the needs of economic development and financing the budget deficit of governments. This research aims to provide an overview of Islamic Sukuk, with a focus on its roles in achieving economic development and financing of deficit budget, and the reality of Islamic Sukuk in Malaysia considering that its experience is a pioneer in this field. It has been concluded that it is possible to innovate in Islamic sukuk formulas. It also avoids the state of foreign financing risks, contributes to the development of its domestic financial market, finances major projects and addresses the budget deficit, thus contributing to economic development. The descriptive and analytical approach are what have been used in this search, by collecting data and information related to the topic under study, and then analyzed, tabulated and presented to serve the purpose of the research and to reach the Results mentioned earlier.

Key words: Islamic Sukuk, Islamic Sukuk market, financing, Malaysia, Development projects, Budget deficit.

JEL Classification : G15, G39

*مرسل المقال: طوالبية نهد (toualbianihad@gmail.com)

المقدمة:

عرفت مصادر التمويل الإسلامي انتشارا واسعا في السنوات الأخيرة، و لم يقتصر ذلك على الدول العربية والإسلامية فحسب بل امتد ليصل دولا غربية و غير إسلامية أيضا ومن بين أبرز أدوات التمويل الإسلامي الصكوك الإسلامية؛ فهي وسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال من أجل استخدامهما في تمويل المشاريع الاقتصادية العامة والخاصة التي ترجع بالنفع وتحقق التنمية لاقتصاديات الدول؛ فهي تتيح للأفراد فرصة المشاركة في دعم احتياجات و متطلبات التنمية الاقتصادية، وتسمح للحكومات بتمويل عجزها الموازي، وفي هذا الإطار يمكن طرح التساؤل التالي: إلى أي مدى ساهمت الصكوك الإسلامية في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والعجز الموازي في ماليزيا؟

هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى تحديد الإطار النظري المتعلق بالصكوك الإسلامية، مع تسليط الضوء على تجربة ماليزيا في استخدام هذه الصكوك كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية و العجز الموازي، للاستفادة من واقعها و إبراز مدى الحاجة للتمويل عن طريق الصكوك الإسلامية من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية.

منهجية الدراسة والأدوات المستعملة:

لتحقيق هدف البحث و الإلمام بجوانب الموضوع محل الدراسة، تم الاعتماد على كل من المنهج الوصفي؛ لعرض المفاهيم النظرية، و المنهج التحليلي؛ في دراسة الحالة التطبيقية، و ذلك من خلال تجميع البيانات، المعلومات، والحقائق المتعلقة بالموضوع محل الدراسة باستخدام التقارير والكتب والأوراق العلمية، ثم تحليلها وتبويبها بما يخدم الإجابة عن إشكالية البحث.

محاور البحث:

- تمت معالجة إشكالية البحث من خلال ثلاثة محاور كما يلي:
- ✓ المحور الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية.
- ✓ المحور الثاني: الاعتماد على الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية و العجز الموازي.
- ✓ المحور الثالث: استخدامات الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية الاقتصادية و العجز الموازي في ماليزيا.

المحور الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية.

1. تعريف الصكوك الإسلامية:

1.1. لغة: الصك هو وثيقة تثبت حقا في ملك، أو هو وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه.

2.1. اصطلاحا: على اعتبار أن التعريف الذي قدمته هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية

الإسلامية في كتابها، الموسوم بعنوان: "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، هو أشمل التعاريف

وأدقها؛ فإن الصكوك الإسلامية تعرف على أنها: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية

أعيان أو منافع أو خدمات أو نشاطا استثماريا معيناً، و بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب

الاكتتاب يبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله". (الدماغ، 2012)

2. أنواع الصكوك الإسلامية: تتنوع الصكوك الإسلامية وفقا لعدة اعتبارات:

1.2. حسب آجال الاستحقاق:

تنقسم الصكوك الإسلامية إلى صكوك قصيرة الأجل لمدة ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة لا تتعداها، وصكوك

متوسطة الأجل لمدة أكثر من سنة إلى ثلاث سنوات، و صكوك طويلة الأجل لمدة أكثر من ثلاث سنوات.

والأصل في إصدار الصكوك أن تكون لمدة محددة، فإذا انتهت وجب استردادها، و هذا الاسترداد يتم إما من خلال

توزيع صافي موجودات المشروع على أصحاب الصكوك بالتدرج، أو من خلال تصفية المشروع و تنضيده (أي بيعه

و تحويله إلى نقد و سيولة)، حيث يأخذ كل واحد حقه، أو من خلال تملك بعض الشركاء للمشروع، و خروج

البعض فيما يعرف بالصكوك المنتهية مع الوعد بالتملك. (علي، 2014)

2.2. حسب جهة الإصدار:

أ. صكوك حكومية: هي الصكوك التي تصدرها الحكومات، و تستخدم حصيلتها في توفير السلع والخدمات العامة

وفي استغلال الموارد الطبيعية، كما تستخدمها الدولة كوسيلة من وسائل تعبئة المدخرات، و للعمل على تشجيع

الاستثمار في بعض القطاعات طبقا لبرنامج التنمية، و تشمل صكوك الإجارة، الاستصناع، السلم، المشاركة و

صكوك القرض الحسن.

ب. صكوك الشركات: هي الصكوك التي تصدرها الشركات الخاصة فيتحدد غرضها في توفير الموارد المالية لتمويل

احتياجات رأس المال الثابت و العامل، و تتنوع تنوعا كبيرا؛ فهناك صكوك المشاركة في الربح، صكوك المضاربة

المطلقة و المقيدة وما يسمى بصكوك الاستثمار.

ت. صكوك البنوك: تتنوع الصكوك التي تصدرها البنوك الإسلامية و تشمل صكوك المضاربة، المشاركة، الإجارة،

الاستصناع، السلم، المرابحة و صكوك المتاجرة في السلع و الأوراق المالية، و تصدر البنوك هذه الصكوك لتمويل

عملياتها الاستثمارية، ويمكن أن تدير البنوك عمليات إصدار هذه الصكوك لصالح الغير مثل صكوك الإجارة

الحكومية، مع الأخذ في الاعتبار أن البنوك يمكن أن تكتتب بجزء من مواردها في هذه الصكوك. وتتميز هذه الصكوك بقدرتها على تعبئة المدخرات من مختلف الفئات، نظرا لتنوع آجالها وقيمتها وأغراضها وطريقة الحصول على العائد. (الدين، 2014)

4.2. حسب مجالات التوظيف (حسب الصيغة):

تتعدد أنواع الصكوك الإسلامية بتعدد صيغ التمويل الإسلامية من جهة، وكذلك من حيث طبيعة الأصل الممثل كعمين للصكوك، في الحالات التي يتم فيها اللجوء للتصكيك للحصول على السيولة من جهة أخرى، كما يمكن توليف مختلف الصيغ لابتكار صيغ جديدة بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية، والتقسيم الأكثر اعتمادا هو تقسيم هيئة المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛ حيث قسمتها هذه الأخيرة إلى مجموعتين أساسيتين هما صكوك مصدرة بغرض التمويل، وصكوك مصدرة بغرض الاستثمار وتتضمن كل مجموعة عدة أنواع للصكوك الإسلامية:

- أ. **صكوك المضاربة:** عبارة عن تقسيم لرأس المال إلى حصص متساوية، قد يتم تقديمها بواسطة طرف واحد أو عدة أطراف؛ وهي صكوك ذات عائد مالي غير محدد ولكنه متوقع، وذلك بقراءة نشاط الشركة المصدرة لها من خلال ميزانيتها المعروضة عبر السنوات الماضية وكذلك مؤشرات السوق.
- ب. **صكوك الإجارة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري، يدر دخلا، والغرض منها هو تحويل الأعيان و المنافع والخدمات التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية بصكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية.
- ج. **صكوك المشاركة:** تصدر لإنشاء مشروع أو تطويره، و يصبح المشروع ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار على أساس تعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- د. **صكوك السلم:** تصدر لتحصيل رأس مال السلم، و تصبح سلعة السلم مملوكة لأصحاب الصكوك.
- هـ. **صكوك الاستصناع:** تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.
- و. **صكوك المراجعة:** تصدر لتمويل شراء سلع المراجعة و تصبح السلع مملوكة لحملة الصكوك؛ فالمصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، و المكتتبون هم فيها المشترون لهذه البضاعة، و حصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، و يملك حملة الصكوك سلعة المراجعة و يستحقون ثمن بيعها.
- ز. **صكوك المساقاة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة، تصدر لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمار حسب الإنفاق.
- ح. **صكوك المزارعة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك نصيب في المحصول وفق ما حدده العقد.

- ط. **صكوك المغارسة:** وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، و فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال و نفقات على أساس عقد المغارسة،
- ي. **صكوك الوكالة بالاستثمار:** وهي وثائق تمثل مشروعات أو أنشطة، تدار على أساس عقد الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. (سعدية، مارس 2017).

3. أطراف عملية التصكيك.

يمكن تعريف التصكيك على أنه " عملية تحويل الأصول المقبولة شرعا إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، و قابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعيانا، وذات آجال محددة، بعائد غير محدد أو محدد، و لكن ليس خاليا من المخاطر "

يمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين أساسيين الأول؛ يتعلق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة يتم استصدار صكوك بموجبها، لمدة محددة، وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقعة من أداء هذا الأصل أو الأصول. و أما الاتجاه الثاني؛ فيتعلق بتمويل فكرة استثمارية معينة باستصدار صكوك مالية قابلة للتداول، و من حصيلتها يتم تمويل المشروعات أو الآلات الاستثمارية المحددة، على أن يكون لحملة هذه الصكوك ثمار المنافع المتوقعة من هذا الاستثمار، وهي بذلك تمثل مضاربة/وكالة/مشاركة مقيدة. (صالح، 2008)، و الأطراف المتدخلون في عملية التصكيك هم:

أ. **المصدر الأصلي (The Originator):** هي الجهة أو الشركة المنشئة لمحفظة التوريق، و يطلق عليها اصطلاحا البادئ أو المنشأ للتوريق، و هو صاحب أو البائع الأول للأصول، أو محفظة حقوق مالية يبيعها و يحصل على قيمتها نقدا. و قد يكون المصدر من القطاع الخاص كالبنوك و شركات المساهمة، أو من القطاع العام، أو القطاع الخيري.

ب. **الجهة المصدرة (مدير الصكوك):** هو من يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم، و غالبا ما تكون هذه الشركة شركة ذات غرض خاص (S.P.V)، تتولى عملية الإصدار و تتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية التصكيك، مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار، و تكون العلاقة بينها و بين حملة الصكوك قائمة على أساس الوكالة بأجر.

ج. **المستثمرون (حملة الصكوك):** هم الحائزون لوثائق الصكوك بمختلف أنواعها، و التي تمثل الموجودات سواء كانت هذه الموجودات أعيانا أو منافعاً أو خدمات، أو خليطا من بعضها أو كلها.

د. **أمين الاستثمار:** هو المؤسسة المالية الوسيطة، التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الصكوك، كما يحتفظ أمين الاستثمار بالوثائق و الضمانات، وذلك على أساس عقد الوكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.

هـ. وكالات التصنيف العالمية: هي وكالات متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية و المالية للإصدارات المالية، التي ستطرح في سوق رأس المال، و ما تتمتع به من ضمانات، و تحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها. (شريك، 2012).

المحور الثاني: الاعتماد على الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية و العجز الموازي (شريك، 2012):

تتميز صكوك الاستثمار الإسلامية بخصائص عدة تجعلها قابلة للوساطة المالية التي تسهم في تحقيق التنمية، و تنبع الحاجة للوساطة المالية من تفاوت الأفراد في المعرفة و المهارة و الثروة؛ فهناك صاحب الأموال الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته، و هناك من يملك المهارة و الخبرة التجارية لكنه لا يملك المال، فتنشأ الحاجة لطرف ثالث يتولى دور الوساطة لإشباع حاجة كليهما في مقابل ربح متفق عليه، و الصكوك الإسلامية قادرة على القيام بهذا الدور، و توفر الصكوك الإسلامية ميزات عديدة لصالح العملاء و مشروعات التنمية، منها أن قاعدة العُزْمُ بالعُزْمُ* تجعل الجهة الممولة تبذل كل ما في وسعها أثناء الدراسة و التحليل و التقويم لاحتمالات نجاح المشروع، و بذلك تساعد العملاء على عدم الخوض في مشروعات لا تثبت جدواها الاقتصادية و الاجتماعية، و يمكن توضيح العلاقة بين الصكوك الإسلامية و مختلف مجالات التنمية الاقتصادية فيما يلي: (شريك، 2012)

1. دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية:

تلبي الصكوك الإسلامية احتياجات الدول في تمويل مشاريع البنية التحتية التي تتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة ، بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة و الدين العام؛ فعلى سبيل المثال يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل مشاريع ذات نفع عام، كتمويل بناء الجسور، المطارات، الطرقات، السدود و غيرها؛ حيث تكون الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك هذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة- بصفتها مستأجرا- بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين لاستخدامها و الانتفاع بها. كما يمكن أيضا استخدام صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان و التنمية العقارية؛ فالصيرفة الإسلامية بأدواتها المتنوعة قادرة على قيادة برامج تمويل المشاريع الحكومية بكفاءة عالية و بتكلفة منخفضة و آجال مختلفة. (شريك، 2012)

2. دور الصكوك الإسلامية في معالجة العجز الموازي وحل مشكلة المديونية:

تفتح الصكوك الإسلامية الباب على مصرعيه، للمشاركة الشعبية الشاملة من قبل الأفراد لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، و التي تعبر عن البرنامج المالي المتوقع تنفيذه من قبل الحكومة، لتحقيق أهدافها الاقتصادية و غير الاقتصادية، لذلك فهي تحتاج إلى أموال ضخمة لتنفيذ برامجها الاقتصادية، و سد العجز القائم في موازنتها؛ فيمكن للحكومة أن تصدر صكوك المشاركة لسد العجز في موازنتها، و استثمار حصيلتها في المشاريع المدرة للدخل كمحطات توليد الكهرباء، الموانئ و غيرها، كما يمكن تمويل العجز الموازي عن طريق إصدار الحكومة

لصكوك المضاربة في المشروعات المدرة للربح؛ بحيث يتم تمويلها دون مشاركة أصحاب الأموال (مشترى الصكوك) في اتخاذ القرار الاستثماري و الإداري للمشروع، كما يمكن للحكومات أن تواجه العجز الموازي بإصدار صكوك الإجارة، أو صكوك القرض الحسن. أما عن دور الصكوك في حل مشكلة المديونية، والتي تكون ديون خارجية أو ديون داخلية في صورة قروض ربوية، فإنه بإمكان الحكومات تحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة، تقدمها الدولة كخدمات التعليم، الصحة و النقل، حيث يتم مبادلة القروض الربوية للمواطنين على الحكومات، بما يقابل قيمتها من صكوك خدمات تقدمها الدولة مستقبلاً، كما يمكن مبادلة هذه الديون بصكوك استصناع سلع تنتجها الدولة، و بموجب تلك الصكوك يحصل حملتها على سلع بقيمة ما قدموه من قروض سابقاً. (شريك، 2012)

المحور الثالث: استخدامات الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية الاقتصادية و العجز الموازي في ماليزيا.

عرفت الصكوك الإسلامية تطوراً كبيراً في السنوات التي تلت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وأصبحت تلعب دوراً بارزاً في دعم الاقتصاد وتعبئة الادخار، وتعتبر ماليزيا أكبر الدول الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية.

1. نبذة عن نشأة السوق الرأسمالية الإسلامية في ماليزيا:

إن بداية العمل في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، عندما قامت الشركة « Shell MDS SDN BHD » بإصدار و عرض الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلية سنة 1990، و بعد ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع وزارة المالية الماليزية، بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة و المعاملات في السوق، واتخاذ خطوات جوهرية من بينها؛ تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي ICMD في سنة 1994، وفي أواخر نفس السنة تم إنشاء لجنة شرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية IISG، و بعد مرور سنة كاملة تحوّلت إلى اللّجنة الاستشارية الشرعية SAC.

2. حجم السوق الرأسمالية الإسلامية الماليزية:

تعتبر السوق الرأسمالية الإسلامية في ماليزيا نواة مؤسسات البنية التحتية للمعاملات المصرفية الإسلامية والصناعة المالية، و تهدف هذه السوق إلى معالجة التحديات العملية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية؛ من خلال إيجاد أدوات مالية إسلامية طويلة وقصيرة الأجل، لمواجهة التحديات التي ترافق تنمية سوق رأس المال الإسلامي، خاصة و أنه يركز على دور الصكوك الإسلامية في تنمية هذه السوق. إن تواصل النمو في السوق الرأسمالية الإسلامية الماليزية أمر طبيعي، فهي تلعب دوراً هاماً في التمويل المحلي للاقتصاد، و مع نهاية سنة 2016 كانت هذه السوق تشتمل على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والبالغة 030.56 مليار (رينغت)

ماليزي)، وبلغ إجمالي الصكوك الإسلامية القائمة 661.08 مليار (رنغت ماليزي). وأصدرت اللجنة العليا قائمة محدثة من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وافق عليها المجلس الاستشاري الشرعي في 27 ماي و 25 نوفمبر 2016 على التوالي؛ حيث تضمنت القائمة المحدثة في 25 نوفمبر 2016 ما مجموعه 672 من الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتضمنت القائمة 34 ورقة مالية جديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، واستبعدت 30 ورقة مالية من القائمة السابقة الصادرة في ماي 2016، و في نهاية شهر ديسمبر من نفس السنة؛ شكلت هذه الأوراق المالية 74.23٪ من 904 سندات مدرجة في بورصة ماليزيا. (Annual report 2016, 2016) خلال شهر ديسمبر 2017 بلغت حصة السوق المالية الإسلامية الماليزية نسبة 59,46% من إجمالي سوق رأس المال الماليزية، حيث قدرت القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا ب: 1,133.83 بليون (رنغت ماليزي)، في حين أن إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا قدر ب: 1,906.84 بليون (رنغت ماليزي). و تتوقع هيئة الأوراق المالية الماليزية أن حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سيستمر في التوسع بمعدل 10,6% سنويا ليصل إلى حوالي 1 ترليون دولار سنة 2020، و أن حصة سوق الصكوك الإسلامية منها ستتوسع بنمو سنوي متوسط قدره 16,3% سنويا خلال نفس الفترة. (https://www.sc.com.my) و من المتوقع أن ينمو القطاع المصرفي الإسلامي في ماليزيا ليصل إلى 296.29 مليار (دولار أمريكي) بحلول عام 2019؛ أي ما يعادل حصة سوقية تبلغ 17.96٪ من إجمالي أقساط التأمين بحلول عام 2019، أي ما قيمته 5.51 مليار (دولار أمريكي)، و تمتلك ماليزيا أكبر سوق للصكوك؛ بنسبة 67٪ من الصكوك العالمية المتميزة الرائدة عالميا في الإقتصاد الإسلامي. (CIFE, 2015) و يمكن تحديد حجم السوق الرأسمالية الإسلامية الماليزية من خلال الشكل الموالي:

الشكل 01: "حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية والحجم كنسبة مئوية من سوق ماليزيا المالي خلال الفترة (2015-2018)"



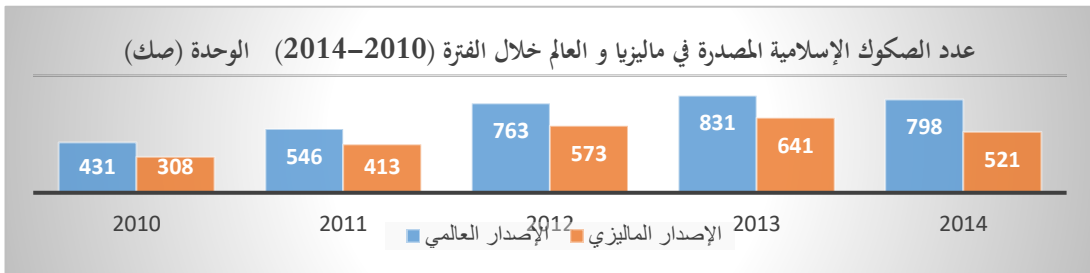
المصدر: الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية <https://www.sc.com.my>

يتضح من خلال الشكل 01 أن حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى ما بين سنتي 2015 و 2018، و هذا التطور إنما هو نتيجة طبيعية للطلب المتزايد على الأدوات المالية الإسلامية، وكذا تزايد ثقة العملاء بالمالية الإسلامية؛ حيث ينظر لها على أنها تمثل نظاما ماليا أخلاقيا لاسيما مع الأزمات المتوالية التي يتعرض لها النظام المالي الرأسمالي، كما يوضح الشكل أن حجم السوق المالية الإسلامية الماليزية يشكل أكبر حصة من السوق المالية الماليزية؛ حيث تتراوح نسبة حجمها بين 60,2 % سنة 2015 إلى 59,3 % سنة 2017 و 60,5 % سنة 2018، و يعود السبب في ذلك إلى الأهمية البالغة التي توليها ماليزيا لهذه السوق، من خلال التدابير التي تتخذها دائما لتغيير التشريعات، و تقليل العقبات القانونية على المعاملات المالية الإسلامية، حيث أن هذه الأخيرة تلعب دورا مهما في دعم مشاريع البنى التحتية في ماليزيا و تحقيق التنمية.

3. تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا و العالم خلال الفترة (2010-2016):

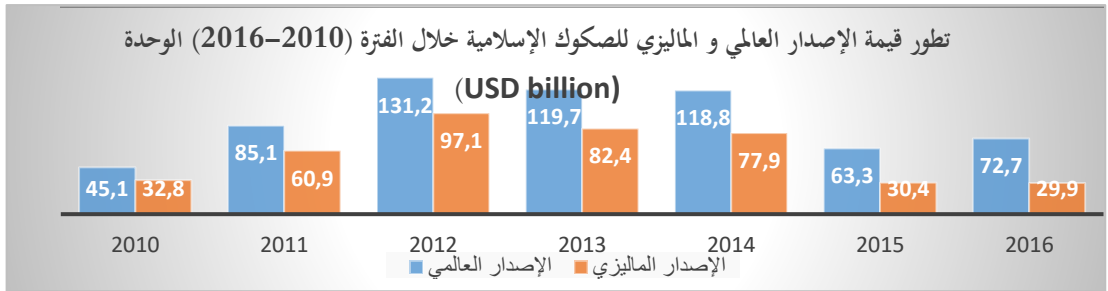
تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ في نهاية القرن العشرين، وذلك من خلال إصداراتها المتنوعة للصكوك، ويمكن توضيح تطور قيمة و عدد الصكوك الإسلامية، في ماليزيا و في باقي دول العالم المصدرة لها خلال الفترة (2010-2016) من خلال الشكلين التاليين:

الشكل 02: "تطور عدد الصكوك الإسلامية المصدرة في العالم و ماليزيا خلال الفترة (2010-2014)"



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المرجع التالي: العرابي مصطفى، حمو سعدية، مرجع سابق، ص: 75. من خلال الشكل 02 يلاحظ أن الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية عرف زيادة مستمرة بين سنتي 2010 و 2013، ثم انخفض سنة 2014، و ما ساهم في هذه الزيادة هو الإنتعاش الذي شهدته بعض الأسواق الرئيسية للصكوك الإسلامية بعد الأزمة المالية لسنة 2008، و هذه الأسواق هي: ماليزيا، المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، السنغال، جنوب إفريقيا، هونغ كونغ و لوكسمبورغ.

الشكل 03: تطور قيمة إصدار الصكوك الإسلامية في العالم و ماليزيا خلال الفترة (2010-2016)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المراجع التالية:

-Nik Mouhamed, Nik Musa, Role of Islamic Finance In Infrastructure Financing, Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur, 24 November 2015, p : 12.

-العراي مصطفى، حمو سعدية، مرجع سابق، ص: 74.

يلاحظ من خلال الشكل 03 أن قيمة الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية عرفت تزايداً مستمراً من سنة 2010 إلى سنة 2012، ثم انخفضت خلال السنوات 2013، 2014، 2015، و عادت لترتفع سنة 2016، في المقابل فإن قيمة إصدار الصكوك الإسلامية الماليزية أيضاً استمرت في التزايد بين سنتي 2010 و 2012 أين بلغت ذروتها خلال هذه السنة، و ذلك راجع لتركيز ماليزيا على تمويل مشاريع البنى التحتية؛ حيث قامت باستثمارات ضخمة من خلال تلك الأموال، ثم انخفضت خلال سنتي 2013 و 2014، وعرفت تراجعاً كبيراً خلال سنة 2015؛ أين بلغ الإصدار أقل قيمة له، لتستمر في الانخفاض سنة 2016، وهذا الانخفاض كان مخططاً له وبقدر من البنك المركزي الماليزي "نيجارا" وذلك بهدف التحوّل إلى إصدار أدوات أخرى لإدارة السيولة، تستخدم فقط من طرف البنوك الإسلامية، فقد انحرف الهدف الرئيسي لماليزيا عن مساره؛ فبينما كانت ماليزيا تستهدف استخدام البنوك الإسلامية الماليزية لإصدارات البنك المركزي، سجلت إقبالا كبيرا للمستثمرين على الاكتتاب في هذه الصكوك. و عن حدة الانخفاض المسجلة سنة 2015 فترجع إلى انخفاض أسعار النفط؛ ما دفع بماليزيا و كذا دول مجلس التعاون الخليجي إلى خفض إنفاقها الاستثماري، وبالموازاة انخفاض مستوى الودائع لدى البنوك على مستوى هذه الدول بما فيها البنوك الإسلامية؛ فالحكومات والهيئات التابعة لها هي من أكبر المودعين في الأسواق الرئيسية للتمويل الإسلامي، هذا ما أدى إلى إضعاف سوق الصكوك العالمية، لكن في كل مرة يقارن فيها الإصدار الماليزي بالإصدار العالمي سواء بعدد الصكوك أو بقيمة الإصدار يتبين أنه يشكّل أكبر نسبة منه، الجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول 01: "نسبة إصدار الصكوك الإسلامية الماليزية من إجمالي الإصدار العالمي خلال الفترة (2016-2010)"

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
نسبة الإصدار الماليزي إلى الإصدار العالمي (%)	72,7	71,6	74,0	68,8	65,6	48,0	40,2

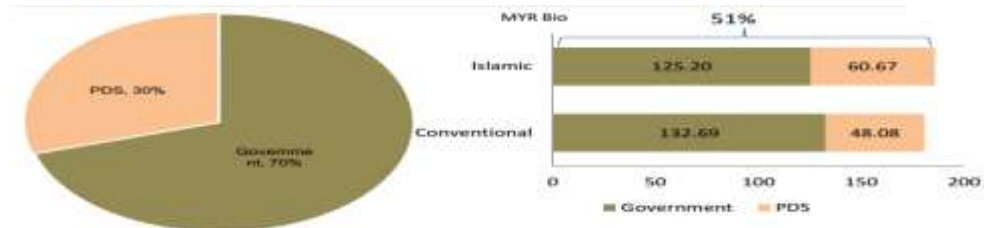
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تحليل معطيات الشكل 02 و الشكل 03.

من خلال الجدول يتضح أن ماليزيا تحتل مركز الريادة في سوق الصكوك الإسلامية، سواء من حيث قيمة الإصدار أو عدد الإصدارات؛ فهي المساهمة بأكبر نسبة إصدار بين باقي الدول، وذلك ما يفسر بسببين: الأول هو أن ماليزيا تتضمن قاعدة واسعة من المستثمرين المحليين، والثاني أنها جذبت بعد الأزمة المالية لسنة 2008 إصدارات كبيرة للصكوك من الخارج، باعتمادها على سياسة التحفيز الضريبية والمالية، التسهيلات القانونية وكذا التمكين من تحقيق مستوى مرتفع من العوائد.

4. توزيع الصكوك الإسلامية الماليزية حسب الصيغة و الجهة المصدرة لها:

توزع الصكوك الإسلامية المصدرة في ماليزيا حسب الجهة المصدرة لها إلى إصدار حكومي (عام) و إصدار الخاص، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل 04: "توزيع إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب الجهة المصدرة لها خلال سنة واحدة (جوان 2014-2015)"



Source: Nik Mouhamed, Nik Musa, Previous reference, p :09.

يلاحظ من خلال الشكل 04 أن قيمة الصكوك المصدرة في ماليزيا خلال سنة واحدة (جوان 2014-2015) بلغت 366,65 بليون (رنغت ماليزي)؛ أي ما يعادل 89,21 بليون (دولار أمريكي)، و ما نسبته 70 % من هذه الصكوك هي إصدار حكومي (عام) في حين أن 30 % المتبقية هي إصدارات الخاص، و عن نسبة الصكوك الإسلامية فقد بلغت نسبتها 51 % من إجمالي الصكوك خلال هذه الفترة أي ما قيمته 187 بليون (رنغت ماليزي)، و من أصل 51 % من الصكوك الإسلامية؛ فإن 33 % منها يعود إصدارها للخصائص بقيمة 60,67 بليون (رنغت ماليزي)، و 67 % هي إصدار حكومي أي ما قيمته 125,20 بليون (رنغت ماليزي).

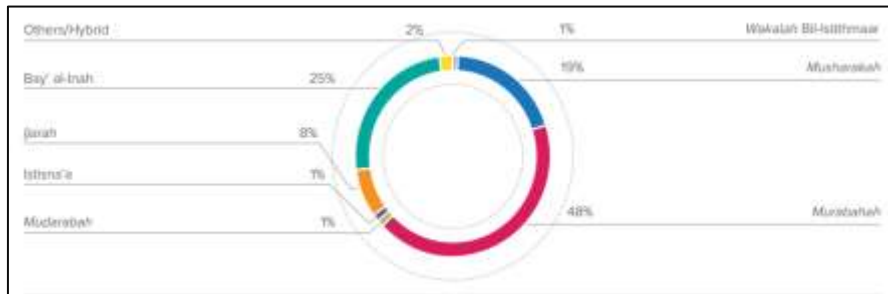
1.4. الإصدار الحكومي للصكوك الإسلامية في ماليزيا:

إصدارات الحكومة في ماليزيا هي بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي GIC Government Investement Certificates تم إصدارها في أوائل 1983، و تعتبر هذه الشهادات أول شهادات دون فائدة مصرفية عن الحكومة الماليزية، و عرفت أيضا بالإصدارات الاستثمارية الحكومية GII Government Investement Issues، و قد تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن لمساندة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، بغرض حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، و قيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مسبقا، و هذا يعطي البنك الإسلامي الماليزي، و كافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي و المصرفي الماليزي، القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المختلفة مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية، و مدة استحقاقها من سنة (01) إلى خمس (05) سنوات، و حاليا يقوم البنك المركزي الماليزي بطرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح، وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية؛ ومن ثم ساهمت هذه الطريقة في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في السوق المالية الماليزية تطورا كبيرا. (التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، 2014).

2.4. إصدار الخواص (الصكوك الإسلامية للشركات الماليزية):

هي إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة و طويلة الأجل، التي أصدرتها الشركات الخاصة و طرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا سنة 1990، و تعدّ هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق المالية في ماليزيا، و حاليا تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل، المراجعة، الاستصناع، الإجارة، المضاربة و المشاركة. (التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، 2014). كما تنقسم الصكوك الإسلامية المصدرة في ماليزيا حسب صيغة الإصدار، إلى عدة أنواع كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل 05: " توزيع الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب الصيغة سنة 2015 "



Source: Ahmed Rufai and others, Sukuk report by IIFM, March 2016, 5th edition, P: 126.

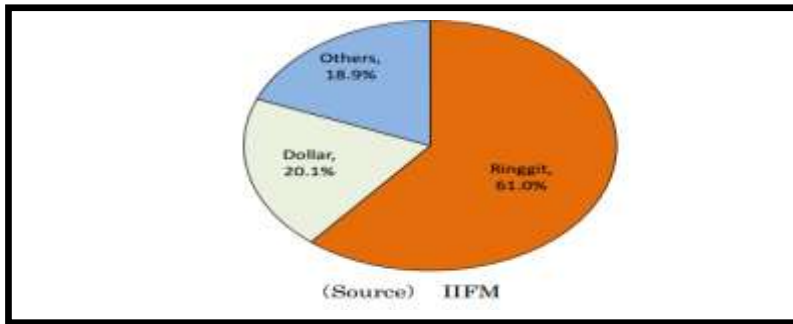
يتضح من خلال الشكل 05 أن السوق المالية الإسلامية الماليزية تتضمن إصدار أنواع مختلفة من الصكوك الإسلامية، و بنسب مختلفة؛ حيث سجلت صكوك المراجعة أعلى نسبة إصدار سنة 2015 تقدر ب: 48% تليها

صكوك بيع العينة بنسبة 25%، ثم صكوك المشاركة بنسبة 19% و صكوك الإجارة بنسبة 8%، في حين سجلت نسبة 1% لكل من صكوك الوكالة، صكوك المضاربة وصكوك الاستثناء، و هذا ما يعني أن ماليزيا تعمل على تطوير وسائل التمويل الإسلامي ليس فقط من ناحية حجم الإصدار؛ بل من خلال ابتكار مجموعة متنوعة من المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، و هذا ما سيضمن لها جلب و تأسيس قاعدة واسعة من المستثمرين.

5. حصص الصكوك الإسلامية العالمية حسب فئة العملة:

في السنوات الأخيرة كان إصدار الصكوك الإسلامية العالمية (الصكوك الموجهة للمستثمرين الأجانب) في تزايد مستمر، مما يعكس الطلب القوي عليها في ظل انخفاض أسعار الفائدة العالمية، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية العالمية بعملات مختلفة، و يمكن توضيح حصة الصكوك الإسلامية العالمية حسب فئة العملة المقومة بها من خلال الشكل الموالي:

الشكل 06: "حصص الصكوك الإسلامية العالمية حسب فئة العملة المقومة بها بين سنتي 2001-2016"



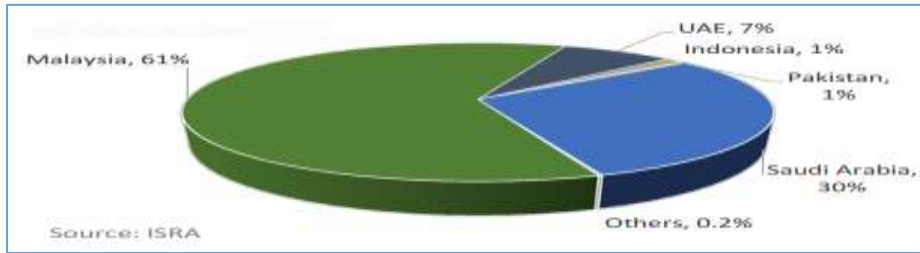
Source: Yasuharu Ogino, Previous reference, p :05

من خلال الشكل 06 يتضح أن ما نسبته 61% من إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية هي الصكوك المقومة بعملة الرنغت الماليزي، في حين أن 20% من هذه الصكوك مقومة بالدولار الأمريكي، و 18,9% مقومة بعملات أخرى مختلفة؛ أي أن المستثمرين الأجانب يفضلون الصكوك المقومة بالعملات المحلية رغم هدف تقليل مخاطر صرف العملات الأجنبية، و قد يرجع السبب أيضا إلى التسهيلات التي تقدمها ماليزيا في مجال الصكوك الإسلامية لجلب الاستثمار الأجنبي، و هذا ما يعكس الدور الرائد لماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية العالمية. و في سنة 2014 وضعت ماليزيا دليلا لإصدار الصكوك الإسلامية، و ذكرت فيه بوضوح مخطط هيكلية الصكوك وإجراءات إصدارها مع إجراء يتعلق بالضرائب؛ فقد قامت بإزالة عدة مشاكل سابقة منها الازدواج الضريبي؛ بإعفاء الأرباح من الصكوك المقومة بالرنغت الماليزي، و التي أصدرت محليا من قبل غير المقيمين من الضرائب المستقطعة. (Ogino, 2018).

6. مساهمة الصكوك الإسلامية الماليزية في تمويل مشاريع البنى التحتية في ماليزيا والعالم:

خلال أزمة جنوب شرق آسيا 1997 التزمت ماليزيا بتنفيذ خطة عمل وطنية، فرضت من خلالها قيودا مشددة على سياستها النقدية، و أعطت البنك المركزي صلاحيات واسعة لتنفيذ خطة طوارئ، لمواجهة هروب رأس المال و جلب النقد الأجنبي إلى الداخل، وبالفعل استطاعت ماليزيا الخروج من أزمتها المالية خلال سنتين فقط، وكانت تجربتها فائقة النجاح في مواجهة الأزمة الاقتصادية وتحقيق نمضة تنموية، وعملية التنمية في ماليزيا كانت لها تخطيط دقيق و نظرة بعيدة المدى؛ حيث رفضت الحكومة الماليزية اعتماد أسلوب تخفيض النفقات المخصصة لمشروعات البنية التحتية أو تجهيزها، لأنها تدرك أنها سبيل الاقتصاد إلى نمو مستقر في السنوات المقبلة (درج، 2015) أكثر من 73,1 مليار (دولار أمريكي) هي قيمة الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها لتمويل مشاريع البنى التحتية من طرف أكثر من 10 دول مختلفة خلال الفترة (2002-2015)، وقدر البنك الدولي إجمالي القيمة العالمية لاستثمارات البنية التحتية بمبلغ 17 تريليون (دولار أمريكي) سنة 2013. (Muhamet, 2018) ويمكن تحديد مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية في العالم خلال الفترة 2012-2015 من خلال الشكل الموالي:

الشكل 07: "نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية العالمية خلال الفترة (2012-2015)"



Source: Nik Mouhamed, Nik Musa, Previous reference, pp: 01,04.

يلاحظ من خلال الشكل 07 أن سوق الصكوك الإسلامية الممولة لمشاريع البنى التحتية خلال الفترة (2012-2015) تنصدها ماليزيا بنسبة 61%، تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 30%، ثم الإمارات العربية المتحدة بنسبة 7%، و يرجع السبب في صدارة ماليزيا إلى تنفيذ برنامج التحول الاقتصادي، و زيادة الإنفاق لتحقيق أهدافه التنموية الاقتصادية والاجتماعية بحلول سنة 2020، كما أن ماليزيا تسعى دائما لجذب مستثمرين جدد من خلال توفير آلية شفافة للعمل في سوقها، وخلق سوق ثانوية للتداول.

7. أهم مشاريع البنى التحتية الممولة من خلال الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

ساهمت الصكوك الإسلامية التي أصدرتها ماليزيا في تمويل مختلف مجالات التنمية في البلد؛ حيث قامت من خلالها بإنجاز العديد من مشاريع البنى التحتية الضخمة، و يمكن عرض أهم هذه المشاريع خلال الفترة (2010-2015) من خلال الجدول التالي:

الجدول 02: أهم مشاريع البنى التحتية الممولة بالصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال (2010-2015)

البيانات المشروع	المصدر	قيمة الإصدار	القطاع الممول	معدل الربح (%)	صيغة الصكوك	فترة المشروع	القانون الحاكم	الغرض من الإصدار
مشروع الطريق السريع بين الشمال و الجنوب	PLUS (Projek Lebuhraya Ultra- Selatan Berhad)	30.4 بليون (رنجت ماليزي)	النقل	3.9% - 5.75%	المشاركة	05 - 25 سنة	القانون الماليزي	أول إصدار حكومي، و أول الصكوك الإسلامية المقومة بالرنجت الماليزي، وعائدات الإصدار موجهة لتمويل بناء الطريق السريع.
مشروع القطار السريع	Dana Infra National berhad	300 مليون (دولار.أ.)	البناء	3.62% - 4.04%	المراصة	07 - 15 سنة	القانون الماليزي	أول الصكوك ذات الدخل الثابت، و المدرجة في بورصة ماليزيا للمستثمرين الأفراد، و توجه صافي عائداً لتمويل النفقات الرأسمالية و التشغيلية لمشروع القطار السريع.
مشروع المطار الكبير								-أول صكوك مبتكرة مختلطة في العالم، و أكبر إصدار دائم للصكوك من قبل شركة ماليزية، يبلغ حجمه مليار (رنجت ماليزي)، مع الإفراط في المشاركة (حوالي 5.5 بليون أمر إكتتاب). -عملية إنجاز هذا المطار بصيغة الصكوك المختلطة تلقت أربعة جوائز دولية هي: -جائزة التمويل الإسلامي لسنة 2015 كأفضل الصكوك المختلطة للشركات؛ -جائزة MaidenEuromoney للإبتكار في التمويل الإسلامي لسنة 2015؛ -جائزة Pioneer Market لسنة 2015؛ -جائزة Leagne RAM.

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على التقارير التالية:

-Nik Mouhamed, Nik Musa, Previous reference, p: 07.

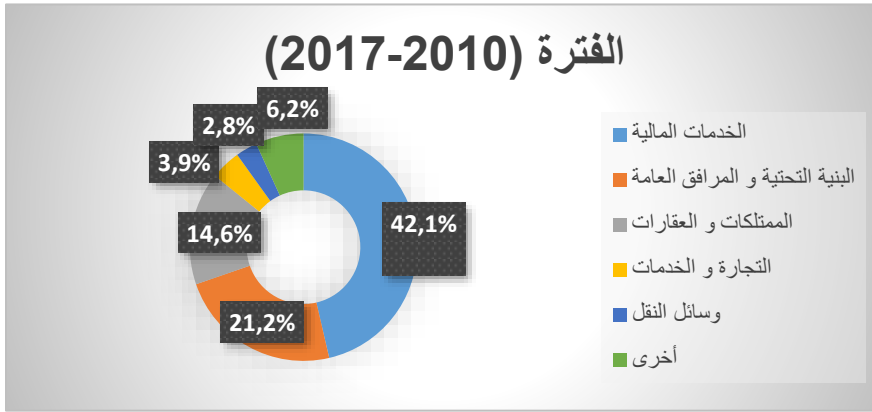
-Insights: Sukuk-Growing relevance in infrastructure development, rapport of MIFC (Malaysia International Islamic Financial Centre), 18-October-2013, p p: 3,4.

علاوة على ما سبق، فإن ماليزيا طوّرت أحدث أنواع الصكوك الإسلامية المصممة خصيصا لتلبية احتياجات المستثمرين، مما أدى إلى ظهور الصكوك العالمية الأولى للاستثمار المستدام و المسؤولية (S R I) الصادرة عن الوكالة الحكومية "Gazana" سنة 2015، و صكوك خضراء لتمويل مشاريع صديقة للبيئة سنة 2017، و بما أن الحكومة الماليزية تقوم بتنفيذ معاملات تفضيلية على الضرائب، و إصدار رسوم للصكوك ذات الصلة بمشاريع الاستثمار و البنية التحتية الخاصة ب صكوك (S R I) للفترة 2016-2020؛ فمن المتوقع أن يزداد إصدار الصكوك في السنتين القادمتين. (Ogino، 2018).

8. تمويل القطاعات من الصكوك الإسلامية للشركات في ماليزيا:

لقد ساهم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا بشكل كبير في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد؛ فمنذ ظهورها سنة 1990 أصبحت أداة جديدة تستعمل من طرف الحكومة و الشركات الخاصة على حد سواء لتلبية حاجياتها الاستثمارية أو التنموية، و الشكل الموالي يوضح نسبة تمويل القطاعات في ماليزيا باستخدام الصكوك الإسلامية بين سنتي 2010 و 2017 :

الشكل 08: "نسبة تمويل القطاعات من الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017)"



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات المرجع التالي:

-Mohad Razlan Mohamed, Malaysian Bond & Sukuk Market an Overview, An ACRAA Conference: Showcasing Asian Bond Markets: Opportunities and Risks, 23 April 2018, Manama-Bahrain, p: 09.

يلاحظ من خلال الشكل 08 أن القطاع الأكثر إصدارا للصكوك الإسلامية في ماليزيا هو القطاع المالي بنسبة 42,1% متبوع بقطاع البنى التحتية والمرافق العامة بنسبة 21,2%، ثم قطاع الممتلكات و العقارات بنسبة 14,6% و قطاع التجارة و الخدمات بنسبة 3,9% و قطاع وسائل النقل بنسبة 2,8% في حين سجلت نسبة 6,2% في قطاعات أخرى.

9. مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل العجز الموازي في ماليزيا:

ساهمت الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها من قبل الحكومة الماليزية في تمويل العجز الموازي لعدة سنوات، و الجدول الموالي يوضح قيمة العجز الموازي لماليزيا خلال الأربع سنوات الأخيرة:

الجدول 03: قيمة العجز الموازي لماليزيا خلال الفترة (2017-2014) الوحدة: بليون رنغت ماليزي

السنوات	2014	2015	2016	2017
الإيرادات الحكومية	220,6	219,1	212,6	219,7
الإنفاق الحكومي	259,1	257,8	252,1	260,8
العجز الموازي	(38,5)	(38,7)	(39,5)	(41,1)

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على المرجع التالي:

-Murjan Muhammad and others, The Role of Sukuk in Islamic Capital Market, Rapport has been commissioned by the COMCEC Coordination office to the International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance and RAM Rating, February 2018, Ankara, Turkey, p: 79.

يلاحظ من خلال الجدول 03 أن ماليزيا سجلت عجزا موازيا خلال الأربع سنوات الأخيرة (2017-

2014) تتزايد قيمته كل سنة، حيث تراوحت ما بين (38,5) سنة 2014 و (41,1) سنة 2017.

تاريخيا تم تمويل جزء كبير من العجز الموازي للحكومة الماليزية من خلال أدوات سوق رأس المال الإسلامي، و من ثمّ بالنظر إلى العجز الكبير في ميزانية 2017؛ فإن حكومة ماليزيا ستظل ملتزمة بدعم إصدار الأوراق المالية الإسلامية لتمويل عجز ميزانياته. (others, 2018) و على الرغم من الإجراءات المختلفة للحد من العجز الموازي أثناء مرحلة تحويل الاقتصاد، وجدت ماليزيا أن الخيارات المتاحة لزيادة الديون لتمويل مشاريع التنمية سوف تتناقص، و كانت نسبة خدمة الدين تتزايد سنويا؛ حيث ارتفعت إلى 12% سنة 2016 وقد أدى هذا إلى تقليص المساحة الكبيرة المتاحة للحكومة الماليزية، لتتمكن من جمع المزيد من الديون لكل من نفقات التشغيل و التطوير، في الوقت نفسه فإن نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي قد فاقت تقريبا نسبة 55% وهذه النسبة أقل مما هي عليه في معظم الدول المتقدمة، و لن يكون لارتفاعها أي تأثير مباشر على الاقتصاد الماليزي؛ و بذلك نقلت الحكومة الماليزية بعض ديون القطاع العام إلى شركات خاصة. (Yong, 2017).

الخاتمة:

من خلال هذا البحث يتضح أن قيمة الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية تعكس أهمية هذه الآداة المالية، كما أن واقع هذه الصكوك أظهر انتشارا واسعا في السنوات الأخيرة، من خلال استخدامها كوسيلة فعّالة لحشد الموارد المالية، و تغطية الاحتياجات التمويلية و استخدامها في تمويل مشاريع استثمارية، من أجل تخفيف العبء على الموازنة العامة و علاج العجز الموازي و حتى مشكل المديونية، بما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، و ممّا سبق تم الوصول إلى النتائج التالية:

- على الرغم من وجود تشابه كبير بين عملية التوريق التقليدية من ناحية و عملية تصكيك الصكوك الإسلامية من ناحية أخرى، إلا أنه توجد فروقات جوهرية بين المفهومين والعمليتين، فالصكوك الإسلامية تستند إلى ضوابط الشريعة الإسلامية الغائبة في التوريق التقليدي؛
- تتميز الصكوك الإسلامية بالتنوع وإمكانية الابتكار في صيغها، ممّا يعطيها المرونة لتناسب مع استخدامات كل من القطاعين العام والخاص في توفير الأموال اللازمة لمشروعاتهم؛
- تتنوع الصكوك الإسلامية حسب عقود التمويل، حسب قابليتها للتداول من عدمه، حسب المدة و حسب العملة.
- تجنب الصكوك الإسلامية الدولة مخاطر التمويل الأجنبي؛ من خلال تحديد نسبة مشاركة الأجانب من إجمالي قيمة الإصدار عند إصدارها للصكوك، و تكون بذلك قد تمكنت من الاحتفاظ بالقرار الاستثماري.
- الصكوك الإسلامية أداة فعّالة لتوفير التمويل اللازم لمختلف المشاريع التنموية، خاصة الضخمة منها كالمطارات، الموانئ، الطرق.... و غيرها، حيث و بظهور الحاجة الملّحة للبحث عن بدائل جديدة لتمويل ميزانية التنمية و مشروعاتها بعيدا عن الموازنة العامة للحكومات، يمكن للصكوك الإسلامية أن تستخدم كأداة تمويل للمشروعات التنموية جنبا إلى جنب مع أدوات التمويل الأخرى.
- تعالج الصكوك الإسلامية القصور في التمويل الحكومي؛ فهي كفيلة بتشجيع توجيه فوائض القطاع الخاص نحو تمويل العجز الموازي، إذا تم عرضها للبنوك و الأفراد بشكل يجعلها تنافس الاستعمالات الأخرى للموجودات النقدية؛
- تسمح الصكوك الإسلامية بتطوير السوق المالي المحلي؛ فهي تسجل إقبالا كبيرا كما هو موضح من التجربة الماليزية، و من قيمة الإصدار العالمي أيضا، فلها من المزايا و الخصائص ما يجعل منها هدفا حتى لصغار المدخرين؛
- أوجدت ماليزيا بديلا شرعيا لسوق رأس المال التقليدية، و ذلك بتوفير الخدمات المالية الإسلامية على العموم بما فيها الصكوك الإسلامية على وجه الخصوص، إلى المتعاملين من المؤسسات المالية، الشركات الخاصة و

جمهور المستثمرين المسلمين و غير المسلمين، المحليين و الأجانب الراغبين في الحصول على التمويل أو الاستثمار المتوافق مع مبادئ وأحكام الشريعة؛

● تحتل ماليزيا المرتبة الأولى عالميا من حيث إصدار الصكوك الإسلامية، و قد أصدرت العديد من أنواع الصكوك لتمويل مشاريع البنى التحتية، و هي من أوائل الدول التي أصدرت هذه الصكوك بالعملة المحلية، و قد كانت معظم مجالات استثمارها في مجال البنى التحتية، المرافق و الخدمات العامة، الخدمات المالية والعقارات و ذلك باعتمادها على هيكل متنوع الصيغ من الصكوك؛

● تسعى ماليزيا من خلال ما توليه من اهتمام بسوق المالية الإسلامية بما فيها الصكوك الإسلامية، وما تقدمه من تسهيلات و ما تقوم به من إجراءات قانونية من شأنها تطوير هذه السوق؛ فإنها تسعى إلى تحويلها إلى مركز دولي لرأس المال الإسلامي العالمي، و يصبح هذا المركز أنموذجا للمستثمرين المسلمين و غير المسلمين و الوسطاء الماليين، و الشركات؛

● أثبتت تجربة ماليزيا في الصكوك الإسلامية إمكانية الاستفادة من هذه الصكوك كأداة للمساهمة في تمويل العجز الموازي؛ من خلال استخدامها في دعم الميزانية التنموية المخصصة في النفقات لمشاريع التنمية؛

من خلال النتائج السالفة الذكر يمكن تقديم بعض المقترحات كآآتي:

○ لا بد من تكاثر جهود الدول العربية و الإسلامية كافة، والتنسيق فيما بينها من الجانبين الفقهي والعلمي لتقييم التجربة الماليزية، باعتبارها التجربة الرائدة في هذا المجال، أو غيرها من الدول المصدرة و المستخدمة للصكوك الإسلامية، للاستفادة منها مع العمل على تطويرها و تكيفها مع واقع كل دولة من خلال معالجة سلبياتها و تعزيز إيجابياتها؛

○ خوض تجربة الصكوك الإسلامية يتطلب أولا تأطيرا قانونيا، و ثانيا توعية المواطنين بهذه الأداة (تعريفها، طرق تداولها، مجالات استخدامها، و غيرها) لنشر ثقافة الصكوك الإسلامية و تعزيزها في أوساط المجتمع، ويمكن الاعتماد على الحملات الإعلامية التوعوية والتحفيزية قبل البدء في استخدام هذه الصكوك؛

○ ضرورة إلمام كل المسؤولين والهيآت الحكومية والمؤسسات المالية بصفة عامة بطبيعة الصكوك الإسلامية وعملية التصكيك ومتطلبات نجاحها؛

○ قبل خوض تجربة الصكوك الإسلامية لا بد من العمل على تخريج كوادر بشرية مؤهلة في هذا المجال، لتسهيل عملية الإشراف على إدارة الصكوك الإسلامية، من خلال فتح وتوسيع التخصصات المتعلقة بالصناعة المالية الإسلامية بشكل عام، و الصكوك الإسلامية بشكل خاص، و ذلك على مستوى الجامعات و المعاهد، لأن نجاح و تطور هذا المجال مرتبط إلى حد كبير بكفاءات و موارد بشرية مؤهلة لذلك؛

○ وضع خطة إصدار تجريبية للصكوك الإسلامية كبدائية؛ ثم بنجاح هذه العملية أو تقييمها والاستفادة من معوّقاتها تنطلق العملية بشكل فعلي و رسمي؛

- لا بد من تحري الإفصاح في كل الأمور المرتبطة بإصدار الصكوك الإسلامية و تداولها، وكذا التقارير الإحصائية وكل ما يحصل من تطورات وأحداث في هذا المجال، وإنشاء مؤشرات لقياس أداء هذه الصكوك، لتكون الأمور واضحة بالنسبة للمستثمرين و لتعم الشفافية؛ فهي من أهم عوامل النجاح في هذا المجال؛ مما ينشط سوق التداول وينعكس بالإيجاب على أسواق الإصدارات؛
- تزامن استخدام وتطبيق الصكوك الإسلامية مع إدماج القطاع الخاص في تنفيذ مشاريع التنمية وتمويلها وإدارتها باعتبارها شريكا أو مساهما فيها، وذلك من خلال تبني إستراتيجية الشراكة بين القطاعين؛
- يمكن استخدام الضرائب التحفيزية كما فعلت ماليزيا للشركات الخاصة المصدرة للصكوك الإسلامية، في جميع القطاعات الاقتصادية تشجيعا لهذه الشركات وتطويرا لسوق الصكوك الإسلامية، إضافة إلى توفير الدعم التقني لمصدري هذه الصكوك؛
- إنشاء مؤسسات بحثية تعمل بالتعاون مع هيئة فقهية، و تتكفل الحكومات والشركات الخاصة بتمويل هذا النوع من المؤسسات، ويكون الغرض منها هو تطوير وابتكار منتجات الصكوك الإسلامية بما يتماشى مع التطورات الحاصلة في مختلف اقتصاديات الدول؛
- التشجيع على إجراء المزيد من الدراسات المتعلقة باستخدام الصكوك الإسلامية كأداة للمساهمة في تمويل العجز الموازي، عن طريق تمويل المشروعات التنموية المفترض تمويلها من طرف الحكومات من الموازنة العامة، وكذا تحليل وتقييم تجارب الدول في هذا المجال للاستفادة منها.

قائمة المراجع:

- أحمد شعبان محمد علي. (2014). الصكوك و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية. مصر: دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع.
- أدهم ابراهيم جلال الدين. (2014). الصكوك و الأوراق المالية الإسلامية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية. مصر: دار الجوهرة للنشر و التوزيع.
- التجربة الماليزية في اصدار الصكوك الاسلامية. (2014). منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، (صفحة 3). جامعة فرحات عباس.
- الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
- رفيق شرياق. (2012). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية. مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي. جامعة قلمة.

- زياد جلال الدماغ. (2012). الضكوك الإسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية. عمان: دار الثقافة للنشر و التوزيع.
- علي أحمد درج. (2015). التجربة التنموية الماليزية و الدروس المستفادة منها عربيا. مجلة جامعة بابل ، 1362 ، 1364.
- فتح الرحمان علي محمد صالح. (2008). دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية. منتدى الصيرفة الإسلامية، (صفحة 2 ، 3). بيروت.
- لعراي مصطفى ، حمو سعدية. (مارس 2017). دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد -ماليزيا أمودجا-. مجلة البشائر الاقتصادية ، 70.
- Malaysia: securities animission .(2016) .*Annual report 2016* .
- CIFE .(2015) .*Malaysia Islamic Finance Report* .Malaysia.
- <https://www.sc.com.my>.
- Kong Yong .(2017) .Infrastructure financing in Malaysia . *Nomura Journal of Asian Capital Markets*.28 ،
- Murjane Muhamed and others .(2018) .*The role of sukuk in Islamic capital marke* .
- Nik Muhamet .(2018) .*Role of Islamic Finance In Infrastructure Financing* . Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.
- Yasuharu Ogino .(2018) .Developments of Sukuk (Islamik Bonds) Market and Challenges of Japanse Market .*NEWSLETTER magazine*.7 ،