

الصكوك السيادية بين متطلبات تغطية العجز و دعم نشاط الأسواق المالية الإسلامية - تجربة ماليزيا -

Sovereign Sukuk between Requirements for Covering Deficit and Supporting Islamic Financial Markets Activity - Malaysia Experience

د. مصطفى بداوي*

جامعة البليدة 2

تاريخ الاستلام 2020/01/13 ؛ تاريخ القبول: 2020/10/17

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الصكوك الإسلامية الحكومية أو ما يطلق عليها بالصكوك السيادية، باعتبارها من أهم الأدوات المستخدمة كأداة للسياسة الاقتصادية و أداة مالية مهمة لتغطية العجز الموازي مع إمكانية إعادة تداولها في الأسواق المالية و خاصة ما يسمى بالأسواق المالية الإسلامية نظرا لما تتيحه من عوائد جيدة للاستثمار من جهة، و من جهة ثانية إمكانية الاستثمار دون فوائد في إطار التوجه العالمي نحو التعامل بالصكوك الإسلامية، الذي تستحوذ عليه بنسب كبيرة ماليزيا باعتبارها من أهم التجارب الرائدة في استخدام الصكوك الإسلامية عموما والصكوك السيادية خصوصا.

الكلمات المفتاحية: التمويل الإسلامي - الصكوك الإسلامية - الصكوك السيادية - الأسواق المالية الإسلامية

Abstract :

This study aims to shed light on the Islamic government sukuk or what is called its sukuk in sovereign sukuk, as it is one of the most important tools used as an economic policy tool and a financial tool. As well as using it to cover the balance deficit with the possibility of re-circulation in the financial markets, especially the so-called Islamic financial markets, given the good returns that it provides for investment on the one hand, and on the other hand the possibility of investment without interest in the context of the global trend towards dealing in Islamic bonds, which it acquires Great rates Malaysia as one of the most pioneering experiences in the use of Islamic Sukuk in general and sovereign Sukuk in particular

key words: Islamic finance - Islamic sukuk - sovereign sukuk - Islamic financial markets

*مصطفى بداوي

Résumé:

Cette étude est dans le but de présenter sukuk du gouvernement islamique ou ce qu'on appelle sukuk souverain, car il est l'un des outils les plus importants utilisés comme instrument de politique économique et comme outil financier pour répondre aux besoins du trésor public. En plus de l'utiliser pour couvrir le déficit de la balance avec la possibilité de recirculation sur les marchés financiers, en particulier les marchés financiers dits islamiques, étant donné les bons rendements qu'il prévoit pour l'investissement d'une part, et d'autre part la possibilité d'investissement sans intérêt dans le contexte de la tendance mondiale à la négociation d'obligations islamiques, qu'il acquiert La Malaisie est considérée comme l'une des expériences les plus novatrices dans l'utilisation des sukuk islamiques en général et des sukuk souverains en particulier.

Mots-clés: finance islamique - sukuk islamique - sukuk souverain – marchés financiers islamiques

1- تمهيد

يعتبر التطور الكبير الذي تشهده الأسواق العالمية واحتدام التنافسية بين المؤسسات المالية العالمية السبب الرئيسي وراء سعي النظام المالي الإسلامي في تطوير وابتكار منتجات تماشى وضوابط الشريعة الإسلامية، بعد أن أثبتت هذه الأخيرة جداتها في التصدي للأزمات المالية، لذلك كان لزاماً على المؤسسات المالية الإسلامية البحث عن حلول مالية للأزمات التي توالى على النظام المالي العالمي، حيث تبرز الحاجة إلى السعي وراء تطوير الصناعة المالية الإسلامية و البحث عن أدوات مالية إسلامية جديدة لها القدرة على المنافسة من جهة، والاستثمار من جهة ثانية. وفي هذا الإطار تم إدخال أدوات مالية جديدة تدعى بالصكوك الإسلامية.

و مع زيادة أهمية الصكوك الإسلامية و زيادة الإقبال عليها توجهت الحكومات كذلك نحو إصدار هذا النحو من الصكوك أو ما يطلق عليه بالصكوك السيادية و التي أصبحت تمثل نسبة مرتفعة من البدائل الداخلية لتغطية العجز الموازي، كما أصبحت تمثل أداة مهمة من الأدوات المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية.

مما سبق يمكن طرح الإشكال التالي: ما مدى مساهمة الصكوك السيادية الماليزية في تمويل العجز الحكومي و إنعاش السوق المالي الإسلامي.

و لمعالجة هذه الإشكالية نضع الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الأولى: لا يمكن الاعتماد على الصكوك السيادية بنسبة كبيرة لتغطية العجز الحكومي نظراً لحداتها.

الفرضية الثانية: تعتبر الصكوك السيادية من أحدث المشتقات المالية في الأسواق المالية الإسلامية مما يدفع لزيادة التعامل بها.

2- مدخل للصناعة المالية الإسلامية

تعرف الصناعة المالية الإسلامية على أنها: النشاطات والعمليات القائمة على صياغة وابتكار أدوات تمويلية مرتكزة على ضوابط الشريعة الإسلامية، وهذا يكون إما بصناعة أدوات تمويلية جديدة أو إضفاء الصبغة الشرعية على أدوات تمويلية قديمة، بهدف إيجاد حلول لمشاكل التمويل (فتح الرحمان علي محمد صالح، 2002، ص1)

1.2- أهمية الصناعة المالية الإسلامية:

تبرز أهمية الصناعة المالية الإسلامية من الناحية العلمية والعملية في النقاط التالية (سامي السويلم، 2004، ص5):

- يؤدي البحث والتطوير في هذا المجال إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي، وبالتالي يتمكن من مواكبة التطورات الحاصلة في العلوم المالية والاستفادة منها،
- المساعدة في إيجاد الأطارات الإدارية التي يتطلبها العمل المالي الإسلامي والتي تجمع بين المعرفة الشرعية والخبرة المالية الإسلامية،
- ضمان استمرارية النظام المالي واستيعاب كل أجزائه، من خلال ابتكار منتجات مالية جديدة استجابة لحاجة ومتطلبات العملاء والمتعاملين الماليين في إطار مقاصد الشريعة الإسلامية،
- تساهم الصناعة المالية الإسلامية في خلق توازن بين موارد واستخدامات الأموال في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من جهة، وفي إدارة السيولة بصورة مريحة من جهة أخرى، وبالتالي تكتسب المؤسسات المالية الإسلامية القدرة على منافسة المؤسسات المالية التقليدية.
- توزيع المخاطر نظرا لتنوع أشكال الاستثمارات وأجالها، ويمكن اعتبار صناديق الاستثمار واحدة من بين الأدوات التي تساهم في توزيع المخاطر المالية بسبب تعدد منافذ الاستثمار فيها، وبالتالي تحقيق رغبات مختلف المستثمرين. (بلقيس دنيا زاد عياشي، 2018، ص6)
- تساهم الصناعة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

و لقد أصبحت المصرفية الإسلامية تعرف نموا كبيرا من حيث حجم المبالغ المخصصة لها، و هو ما يوضحه الشكل الموالي: (أنظر الملحق 1)

و لقد شهد تطور المصرفية الإسلامية معدلات ايجابية في غالبية السنوات المدروسة و التي نوضحها من خلال الجدول الموالي (أنظر الملحق 2)

إن الانتشار العالمي و التوسع في المصرفية الإسلامية لم يكن بنفس النسب بين بلدان العالم، فد استحوذت كل من إيران و السعودية و ماليزيا على النسب الأكبر كما يوضحه الجدول الموالي : (أنظر الملحق 3)

و يوضح هذا الجدول الحجم الكبير جدا من الذي توليه كل من إيران و السعودية و ماليزيا للتمويل الإسلامي والذي يتجاوز نصف ترليون دولار في كل بلد. و في المقابل فقد بدأ الاهتمام بها في العديد من الدول العربية والإسلامية و خاصة الإمارات و قطر و الكويت و التي أصبحت تعنى بهذا النوع من التمويل.

2.2- الصكوك كأداة في الصناعة المالية الإسلامية

يعرّف التصكيك (التوريق الإسلامي) على أنه إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه على عكس التوريق التقليدي الذي يمثل تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول، وهذه السندات تمثل ديناً بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعا

و قد أصبحت الصكوك تمثل نسبا معتبرة من قطاعات المالية الإسلامية في العالم، وهو ما يوضحه الجدول الموالي (أنظر الملحق 4)

يظهر الجدول السابق زيادة نسبة الاعتماد على الصكوك الإسلامية بين مختلف القطاعات في الصناعة المالية الإسلامية، الأمر الذي يجعل الصكوك الإسلامية تتميز عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، و التي نحدد أهمها فيما يلي (مفتاح صالح ، رحال فطيمة، 2014: ص ص 3-4) :

- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة : و هذا بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الإسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد.
- وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة : لأنها تمثل حصصا شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية.

- تصدر وتتداول وفقاً للشروط والضوابط الشرعية : تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها

3.2- أهمية الصكوك الإسلامية : لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل، من أبرزها (نوال بن عمارة، 2011، ص 254):

- تساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول رويماً.
- أتاحت للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعدها في التوسع في نشاطاتها ومشاريعها وتمويل العجز في الموازنة.
- بديل شرعي لشهادات الاستثمار والسندات.
- المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي.
- المساعدة في تطوير أسواق المال الإسلامية المحلية والعالمية من خلال إيجاد أوراق مالية إسلامية.
- توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً مما يقلل من الآثار التضخمية.
- حلول مبتكرة لإشكالات تمويلية (ردمان محمد عثمان، 2009، ص 4).
- إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.
- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- تلبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام من خلال إصدار الصكوك السيادية.

4.2- أنواع الصكوك الإسلامية : أشارت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوع من الصكوك الإسلامية ، غير أن الصكوك الأكثر انتشارا و اشتهاها يمكن حصرها و تقسيمها إلى الأقسام التالية (أحمد طرطار، 2014، ص 7) : المرابحة -الإجارة- الوكالة -المختلط- المضاربة- المشاركة- السلم

وبالرغم من زيادة عدد أنواع الصكوك إلا أن نسبة الاستخدام على المستوى العالمي تختلف من أداة إلى أخرى، وهو ما يوضحه الشكل الموالي: (أنظر الملحق 5)

بحيث تستحوذ المرابحة على %27.9 و تستحوذ الإجارة على %25.4 بينما تقارب بين الوكالة و المختلط بما يقارب %21.5. أما فيما يتعلق بالمضاربة و المشاركة و السلم فلا يكاد يتجاوز كل منهم 2.5%.

و يظهر من خلال الأرقام السابقة التقارب الكبير بين كل من المرابحة ، الإجارة، الوكالة و المختلط و بنسب متقاربة لتبين استحوادها على أنواع الصكوك المصدرة مقارنة ببقية أنواع الصكوك.

3- الصكوك السيادية في ماليزيا

الصكوك السيادية الإسلامية مصطلح حديث انبثق عن صكوك التمويل الإسلامي التي يصدرها القطاع الخاص وعليه يمكن تعريفها على أنها شهادات مالية تصدرها جهات حكومية مختلفة (المستفيد من الصكوك) تمثلها أو تنوب عنها وزارة المالية وتقوم على أساس شرعي، يتم تسويقها عبر البنوك وشركات الوساطة المالية للجمهور في داخل الدولة وخارجها (الطيب داودي، صبرينة كركودي، 2014، ص 4).

كما تعرف على أنها الصكوك التي تصدرها الدولة، وتحمل نفس معنى الصكوك الإسلامية من التداول، وعدم قابليتها للتجزئة، حيث تقوم الدولة بموجبها ببيع بعض الأعيان أي الأصول المحددة المملوكة للدولة، أو بيع منافعها، ويتم توظيف قيمتها في الغرض الذي أصدرت من أجله الصكوك السيادية الإسلامية، سواء في مجال المشاريع التنموية، أو البنية التحتية أو الاستعانة بها في معالجة عجوزات الميزانية بدل الالتجاء إلى الاقتراض الخارجي الذي له تأثيرات سلبية تضر بسيادة الدولة. (علي محي الدين القرة الداغي، 2016، ص 2)

و من أهم مزايا التمويل بالصكوك السيادية الحكومية ما يلي (عثمان حمد محمد خير، 2010، ص 7):

- يعد هذا النوع من التمويل تمويلاً غير تضخمي ومستقر عن طريقة توفير موارد حقيقية، كما يساهم في تمويل التنمية في المدى القصير والمتوسط، ويساعد في تشجيع الاستثمار وتطوير وتنشيط أسواق رأس المال المحلية
- تعطي أرباح شبه ثابتة لفتترات معينة (حسب فترة الإصدار) كما أنه يساعد على التخطيط للأرباح الناشئة مستقبلاً، كما أن أرباحها تسدد كل ستة أشهر، وهي مدرجة في السوق ويمكن تداولها في أي وقت.
- قبول هذه الصكوك كضمان من الدرجة الأولى مقابل التمويل الممنوح من الجهاز المصرفي. وهي تستخدم ضمن أدوات الاقتصاد المختلفة (السياسات النقدية والمالية) كما أنها استثمار مأمون ذو مخاطر قليلة ومضمونة.

1.3- أهداف الصكوك الإسلامية السيادية

إن للصكوك الإسلامية السيادية أهمية بالغة على عدة مستويات فهي تعتبر كأداة للسياسة الاقتصادية، فمع تنشيط سوق الصكوك الإسلامية الحكومية، فإن ذلك سيشجع للبنك المركزي استخدامها في تنفيذ السياسة النقدية، ويمكن تصور ذلك من خلال وضع المتطلبات القانونية لتلك النسبة من الصكوك التي تلتزم المؤسسات المصرفية وغير المصرفية بالاحتفاظ بها. (عثمان محمد حمد خير، 2010، ص 38)

و تسعى الدولة عن طريق إصدار صكوك إسلامية إلى تحقيق أهداف عدة من أهمها: (أسامة عبد الحلیم الجورية، 2009، 181)

- تمويل مشاريع التنمية ومشاريع البنية التحتية؛
- تنويع وزيادة موارد الدولة، فالصكوك الإسلامية السيادية توظف لتوفير موارد مالية للوفاء بالاحتياجات الحكومية؛
- توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية، وذلك بتفعيل الأصول التي تملكها الدولة؛
- استقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز المصرفي بتجميع المدخرات وتشجيع الاستثمار، فهي تسهم بشكل كبير في جذب شريحة كبيرة من أصحاب رؤوس الأموال التي ترغب في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- إدارة السيولة داخل الاقتصاد القومي؛
- تغطية العجز في الموازنة.

2.3- دور الصكوك السيادية في تغطية عجز الموازنة لماليزيا خلال الفترة 2008/2017

تقوم ماليزيا بتمويل وتغطية عجز موازنتها العامة من خلال الصكوك الإسلامية، حيث ساهم إصدارها الصكوك الإسلامية بماليزيا بشكل كبير في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد والنهوض باقتصادياتها.

و يمكن توضيح العجز الحكومي وآليات تغطيته و كذا مساهمة الصكوك الإسلامية فيه من خلال الجدول الموالي (أنظر الملحق 6).

من خلال الجدول السابق الذي عكس لنا الوضعية المالية لحكومة ماليزيا وأداء الصكوك في تغطية عجز موازنتها حيث كان حجم العجز الكلي للفترة محل الدراسة متقارب نسبيا ومتذبذب حيث كان في أعلى نسبه عام 2009 فقدر ب % 47.4 من إجمالي الناتج المحلي وممول خارجيا ب - 6.3 % أما محليا

فبلغت مساهمة الصكوك الإسلامية الحكومية فيه % 51.4 حيث كان حجم الصكوك المستغلة خلال هذه السنة 139.78 مليار رينغت.

كما أنه يلاحظ من نفس الجدول أن نسب مساهمة الصكوك الإسلامية في تغطية العجز للحكومة الماليزية خلال فترة الدراسة كانت تقريبا دائما تتجاوز % 50 إلا أن عام 2008 و 2015 فكانت نسب المساهمة % 42 و % 43 على التوالي، ويعود ذلك إلى أن العجز خلال هذين العامين كان الأقل وهذا ما يثبت الاعتماد الكبير للحكومة الماليزية على الصكوك الإسلامية كأداة تمويل محلية مقارنة بمصادر أخرى للتمويل المحلي.

ومن خلال الشكل السابق الذي يوضح اجمالي نسبة مساهمة الصكوك الإسلامية في تغطية العجز خلال العشر سنوات والتي قد قدرت ب % 57.69 ، أما % 42.06 فهي تمثل مصادر آخر للتمويل المحلي اختلفت بين شهادات الاستثمار الحكومية، أوراق مالية حكومية تضم حتى الأسهم والاستدانة من البنك المركزي وغيرها من المصادر التي ترتبط بالسياسة النقدية والمالية لماليزيا.

3.3- دور الصكوك السيادية في دعم نشاط السوق المالي الإسلامي الماليزي

يظهر دور الصكوك السيادية في دعم نشاط الأسواق المالية الإسلامية من خلال دورها في تطوير هذه الأسواق وكذلك الرفع من كفاءتها، إضافة إلى الدور الذي تلعبه الصكوك السيادية في تمويل القطاعات الحكومية و تمويل المشاريع الاستثمارية، بحيث تعدد أنواع وأجال صكوك التمويل الحكومية. فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في القطاعات الزراعية، الصناعية، التجارية.(شعيب يونس، 2014، ص10)

إن التركيز على المصادر الداخلية لتوفير الموارد المالية وربطها باستخدامات تنموية حقيقية يعتبر خيارا أمثلا خاصة بالنسبة للدول النامية، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في هذا المجال، لأنها قادرة على تحقيق الغرضين معا وهما تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية، إذ أن التحدي الكبير والرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية لا يكمن فقط في قدرة الابتكارات المالية على تعبئة الموارد المالية، وإنما في طريقة استخدام هذه الموارد، بحيث تقرب بين تلك الموارد وبين الهدف التنموي المنشود منها، وعليه فكفاءة استخدام الموارد المالية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد.(معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، 2012، ص253)

أما عند الحديث عن التجربة الماليزية في إصدار الصكوك، فنجد أنها تستحوذ على الإصدار العالمي للصكوك و هو ما يمكن توضيحه من خلال الشكل الموالي (أنظر الملحق 7)

يظهر الشكل السابق الاستحواذ الكبير للصكوك الماليزية على الصكوك العالمية بنسبة كبيرة تقترب من النصف و تقدر بـ 49.7% و تليها السعودية بنسبة تعادل 20.6% والإمارات بـ 8% ثم إندونيسيا بـ 7.3% و تليها قطر بـ 3.9%. أما باقي بلدان العالم فتشترك في نسبة تقدر بـ 10.5%.

إن هذا الإصدار الكبير من الصكوك الإسلامية في ماليزيا تتقاسمه كل من إصدار الشركات و كذا الإصدار الحكومي للصكوك أو ما يطلق عليه بالصكوك الإسلامية السيادية و ذلك بنسب متفاوتة من سنة إلى أخرى، وهو ما يوضحه الشكل الموالي (أنظر الملحق 8)

يُظهر الشكل السابق نسبة الاستحواذ الكبيرة للصكوك السيادية مقارنة بصكوك الشركات في العديد من السنوات و خاصة خلال سنتي 2013 و 2014 لتقل بعد ذلك ولكن تبقى درجة الاستحواذ في صالح الصكوك السيادية.

و يمكن تلخيص نسبة الصكوك السيادية من إجمالي الصكوك من خلال الجدول الموالي: (أنظر الملحق 9)

أما عند الحديث عن مكانة و دور الصكوك الإسلامية بصفة عامة و الصكوك السيادية بصفة خاصة في الأسواق المالية الإسلامية، فيظهر هذا الدور من خلال تطويره عن طريق عدة نقاط تتمثل فيما يلي:

1.3.3- تقديم أدوات مالية إسلامية جديدة : بحيث تكون أساسا لحساب تكلفة الفرصة البديلة وليس سعر الاقتراض الربوي، حيث تبدو أهمية الصكوك الإسلامية الحكومية في النظر إلى العائد الذي توزعه على أنه يمثل تكلفة الفرصة الضائعة في النظام المالي الإسلامي، وهو ما يوفر تمويلا مستقرا وحقيقيا للدولة و من موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية (عبد الحميد فيجل، 2015، ص 144).

وكما لاحظنا سابقا فقد تنوعت أنواع الصكوك السيادية وهي بالتالي تعتبر كإضافة نوعية للأسواق المالية الإسلامية و بالتالي إضافة كمية للأوراق المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي.

و يمكن الإشارة إلى حجم الإصدار الدولي للصكوك السيادية من خلال الشكل الموالي: (أنظر الملحق 10)

من خلال الشكل السابق يظهر التمويع الجيد لماليزيا من ناحية إصدار الصكوك السيادية على المستوى العالمي بإصدار يفوق 7 مليار دولار مع نهاية 2017 مقابل أعلى إصدار المرتبط بـ إندونيسيا و المقدر بـ أكثر من 13 مليار دولار و يليه السعودية بـ 9 مليار دولار.

2.3.3- زيادة عدد كبير من المتعاملين في السوق المالي الإسلامي: تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال يمكن سوق رأس المال من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات والأدوات التي لا تراعي الضوابط الشرعية كالسندات التقليدية (عبد الحميد فيجل، 2015، ص 142).

وباعتبار الصكوك السيادية أكثر ضماناً فهذا يسهم بشكل كبير في جلب عدد كبير من الراغبين في استثمار أموالهم بطريقة شرعية للتوجه للسوق المالي الإسلامي.

3.3.3- جلب مستثمرين أجنبى : تهدف الحكومة من إصدار الصكوك إلى إنعاش اقتصادها باستقطاب الأموال الأجنبية (براضية حكيم، 2011)، فقد شهدت أسواق الصكوك العالمية عدة إصدارات حكومية لتمويل المشروعات الكبرى وتنشيط اقتصادياتها وجذب أموال المستثمرين الأجنبى لتوظيفها في مشاريع متنوعة تساعد على استقرار الوضع الاقتصادي للدولة، ومن أمثلة تلك الإصدارات: شهادات شهامة التي أصدرتها وزارة المالية السودانية كبديل عن سندات الحكومة الربوية، صكوك التأجير التي أصدرها المصرف المركزي لمملكة البحرين، شهادات الاستثمار المالي والتي أصدرتها مؤسسة التمويل الدولية التابعة لمجموعة البنك الدولي لتمويل قطاعات رئيسية مثل الصحة، التعليم والبنية التحتية.

فالسواق المالية الإسلامية كغيرها من الأسواق العالمية تسعى إلى جلب أكثر عدد ممكن من أموال المستثمرين الأجنبى عن طريق تداول الصكوك السيادية.

4.3.3- دور الصكوك السيادية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية الإسلامية : يشمل مفهوم كفاءة الأسواق كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، ويقصد بكفاءة التسعير أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بنفس الوقت، ففي ما يتعلق بكفاءة التسعير فيمكن أن تضمنها التشريعات المتعلقة بالإفصاح، كما يضمنها وسائل اتصال حديثة تضمن الحصول على المعلومات بشكل مستمر وسريع، أما كفاءة التشغيل فيقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب. (عز الدين بن تركي، منصف شرفي، 2015، ص 13)

ويتوجب عليها تحقيق نوع ثالث من الكفاءة يمكن أن نطلق عليه اسم (الكفاءة التشغيلية)، ونقصد بها قدرة السوق على التزام قواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين فيها، وتقاس درجة الكفاءة الشرعية مثلاً بعدد المخالفات التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها، وما هي الإجراءات التي اتخذت تجاه

مرتكبيها أو المتسببين في حدوثها بالإضافة إلى دراسة منحنى تزايد أو انخفاض هذه المخالفات. (عبد الحميد فيجل، 2015، ص 149).

فالصكوك السيادية تساهم بشكل كبير في كفاءة الأسواق المالية الإسلامية لأنها تساهم بشكل كبير في تخصيص الموارد تخصيصاً أمثلاً، من خلال مدى مساهمة الصكوك السيادية بشكل كبير في تمويل العجز وتوجيهها إلى مشاريع تدر دخلاً يعود بالفائدة على الاقتصاد الكلي. ومن ناحية أخرى فإن زيادة كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة الأسواق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك (العرابي مصطفى، 2017، ص 72). وهكذا بارتفاع كمية و أنواع صكوك الحكومة في السوق الإسلامي ترتفع كفاءته .

4- نتائج الدراسة :

أسفرت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج يمكن تقديم أهمها من خلال النقاط التالية:

- تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم أدوات الهندسة المالية الإسلامية التي انتشر التعامل بها حتى خارج العالم الإسلامي.
- إن إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي يتطلب وجود رقابة شرعية للمحافظة على طابعها الشرعي.
- تعتبر التجربة الماليزية من أهم التجارب الناجحة في إقامة سوق رأسمال إسلامي كما تعتبر ماليزيا الرائدة في التعامل بالصكوك الإسلامية.
- توجهت الحكومة الماليزية لإصدار الصكوك السيادية نظراً لأهميتها البالغة في تمويل اقتصادها بالإضافة إلى مساهمتها في تفعيل سوق رأس المال الإسلامي.

5- التوصيات:

توصلت هذه الدراسة إلى توضيح أهمية الصكوك السيادية باعتبارها من أحدث الأدوات المالية الإسلامية الممكن استخدامها في تمويل العجز الحكومي، إضافة إلى إمكانية إدخالها للسوق المالي وتدعيمه بأدوات جديدة لزيادة الإقبال عليها و من ثم زيادة انتعاش السوق المالي و بالخصوص الأسواق المالية الإسلامية.

و في الأخير يمكن اقتراح التوصيات التالية :

- ضرورة استمرار الحكومات في التشجيع على إقامة سوق رأس مال إسلامي لاستقطاب وتوظيف الموارد .

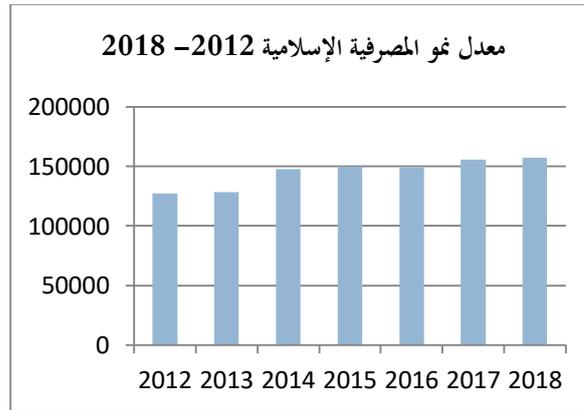
- ضرورة القيام بدراسات بحثية تقييمية للتجارب الرائدة في العالم الإسلامي مثل تجربة ماليزيا، بهدف تنميتها والاستفادة منها .

- العمل على نشر ثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية من طرف هيئات مراقبة أسواق الأوراق المالية لاستقطاب الأموال الهاربة من التعامل بالأدوات المالية التقليدية الربوية كالسندات.

- السعي وراء تشجيع الحكومات في إصدار صكوك إسلامية لتمويل الميزانية العامة.

6- الملاحق

ملحق 1: شكل رقم 1: معدل نمو المصرفية الإسلامية 2012-2018 الوحدة: المليار



Source : IFSB Stability Reports 2013-2019

ملحق 2: جدول رقم 1: نسب تطور المصرفية الإسلامية 2012-2018 الوحدة: %

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
0.9	4.3	-0.2	1.4	15	0.8	/

Source : IFSB Stability Reports 2013-2019

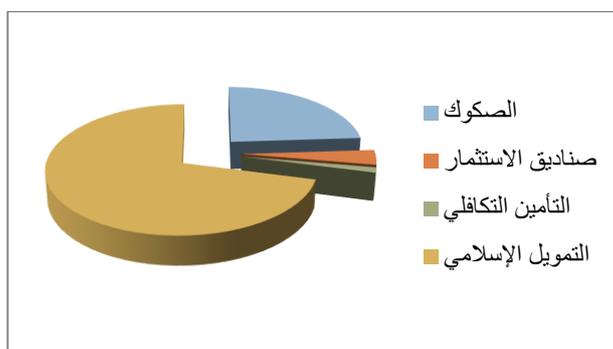
ملحق 3: جدول رقم 2: أبرز أسواق التمويل الإسلامي لعام 2018 الوحدة: مليار دولار

البلد	إيران	السعودية	ماليزيا	الإمارات	قطر	الكويت	إندونيسيا	البحرين	تركيا	بنغلاديش
القيمة	575	541	521	238	125	116	86	86	51	38

Source : IFSB Stability Reports 2013-2019

ملحق 4

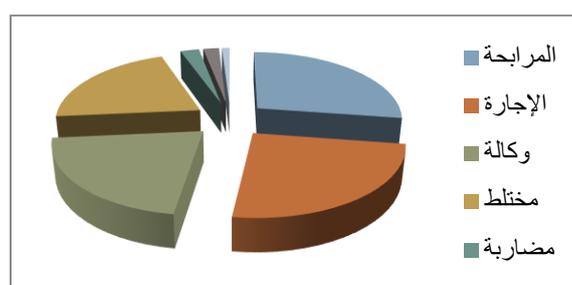
شكل رقم 2: تقسيم قطاعات صناعة المالية الإسلامية عام 2018



Source : IFSB Stability Report, July 2019

ملحق 5

الشكل رقم 3: الهياكل العالمية لإصدارات الصكوك 2018



Source : IFSB Stability Report, July 2019

ملحق 6

جدول رقم 3: نسبة مساهمة الصكوك السيادية في تغطية العجز الموازي الماليزي 2017/2008

السنوات	العجز (GDP%)	التمويل الخارجي	التمويل المحلي	الصكوك السيادية	مساهمة الصكوك السيادية
2008	-35.6	-0.5	35.7	246.69	42%
2009	-47.4	-6.3	56.9	139.78	51.4%
2010	-43.3	3.7	36.5	118.73	53.6%
2011	-42.5	0.5	45.1	167.73	54.01%
2012	-42.0	-0.1	43.3	226.96	54.07%
2013	-38.6	-0.2	39.5	255.71	61.36%
2014	-37.4	-0.4	37.6	262.76	53.38%
2015	-37.2	0.7	38.9	117.70	43.57%
2016	-38.4	0.8	37.9	129.45	53.81%

53.05%	168.68	40.8	-0.3	-40.3	2017
--------	--------	------	------	-------	------

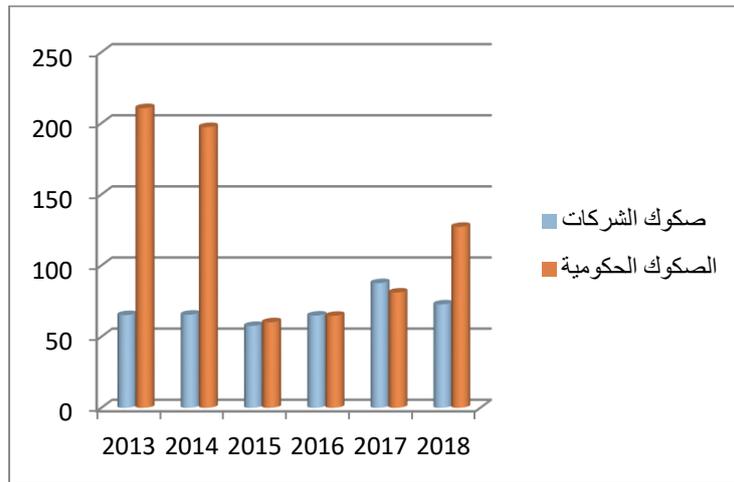
Source: Securities commission of Malaysia Annual reports,(2008–2017)

ملحق 7 شكل رقم 4: التوزيع العالمي للصكوك إلى غاية جوان 2019



Source : MIFC estimates

ملحق 8 شكل رقم 5: تطور نسبة الصكوك السيادية مقارنة بصكوك الشركات في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي



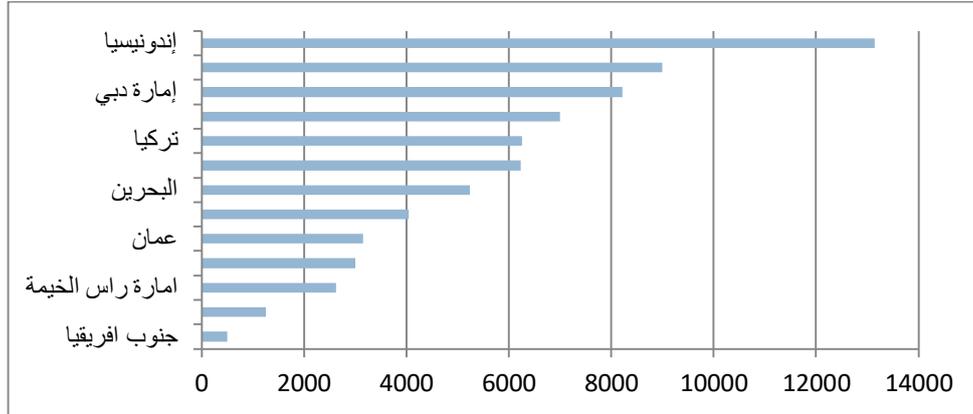
Source: Securities commission of Malaysia Annual reports (2008-2017)

ملحق 9 جدول رقم 4: نسبة استحواذ الصكوك السيادية في السوق المالي الماليزي (2013–2018)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
72.68	87.65	64.82	57.57	65.43	65.15	صكوك الشركات
127.22	81.03	64.63	60.13	197.33	210.65	الصكوك السيادية
%63.64	%48.03	%49.92	%51.93	%75.1	76.38%	نسبة الصكوك السيادية

Source: Securities commission of Malaysia Annual reports (2008-2017)

ملحق 10 شكل رقم 6: الإصدار الدولي للصكوك السيادية سنة 2017



Source: Ministry of finance ,Republic of Indonesia, october2017

7- قائمة المراجع و الإحالات:

- سامي السويلم، 2004، صناعة الهندسة الإسلامية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، ص05.
- بلقيس دنيا زاد عياشي، 2018، دور ضوابط الصناعة المالية الإسلامية في الحد من آثار الأزمات المالية، دراسة مقارنة بين السوق المالي الإماراتي والمالي، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس-1- سطيف، ص 6.
- مجمع الفقه الإسلامي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها على الموقع <http://islamtoday.net/bohooth/artshow-32-112739.htm>
- مفتاح صالح ، رحال فطيمة ، ماي 2014، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول : منتجات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، ص 03 .04،
- نوال بن عمارة، 2011، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية. تجربة السوق المالية الإسلامية الدول (البحرين) ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، مجلة الباحث العدد 09 ، ص 254 .
- ردمان محمد عثمان، عبد القوي، 2009، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية سورية.
- أحمد طرطار، ماي 2014، دور الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الإقراض والتمويل لتحقيق التنمية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول : منتجات الابتكار و الهندسة المالية ، بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية ، جامعة تبسة .
- ساسية جدي، 2014-2015 دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية ، دراسة حالة السودان وماليزيا ، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، ص148.
- معطى الله خير الدين ، ديسمبر 2012 ، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي جامعة قلمة ، ص 241.

- العايب وليد، بوخاري لحو، ماي 2014، إشكالية استخدام المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر في ظل الأزمات دراسة، مقارنة بين المشتقات المالية لتقليدية و الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول : منتجات الابتكار والهندسة المالية، بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، جامعة برج بوعرييج، ص 18 .
- الطيب داودي و صبرينة كردودي، ماي 2014، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، بحث مقدم في المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، جامعة بسكرة، ص04.
- علي محي الدين القرة الداغي، 2016، الصكوك السيادية بين بيع العين وحق الانتفاع، بحث مقدم في المؤتمر العالمي الحادي عشر لعلماء الشريعة الإسلامية في المالية الإسلامية ماليزيا ص 02.
- عثمان حمد محمد خير ، جويلية 2010، تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية، ورشة عمل الصكوك الإسلامية، تحديات... تنمية وممارسات دولية، الأردن، ص07.
- أسامة عبد الحلیم الجورية، 2009، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، ص181.
- شعيب يونس، 2014، دور الصكوك الإسلامية الحكومية في دعم القطاعات الاقتصادية، جامعة الأمير عبد القادر، العدد33، ص 10.
- معطى الله خير الدين، شرياق رفيق، مرجع سابق، ص 253.
- عبد الحميد فيجل، 2015، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، التجربة الماليزية أنموذجا- مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، ص144.
- عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص142.
- عز الدين بن تركي، منصف شرفي، مارس 2015، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، المؤتمر الدولي العاشر للاقتصاد الإسلامي و التمويل، ص 13.
- لعرايبي مصطفى وحمو سعدي، 2017، دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد -ماليزيا أنموذجا- مجلة البشائر الاقتصادية، الجزائر، العدد1. ص72
- IFSB Stability Reports 2013-2019
- IFSB Stability Report, July 2019 -
- Securities commission of Malaysia Annual reports (2008-2017)
- Ministry of finance ,Republic of Indonesia, october2017

8- المراجع باللغة الانجليزية

- Sami Al-Suwailim, 2004, Islamic Engineering Industry, Views in the Islamic Curriculum, Research Center, Al-Rajhi Banking and Investment Corporation, Training House, Kuwait, p. 05.
- Balqees Dunya Ziyad Ayashi, 2018, The Role of Islamic Financial Industry Controls in Reducing the Effects of Financial Crises, A Comparative Study between the UAE and Malaysian Financial Market, PhD thesis, Farhat Abbas University - 1- Setif, p. 6

- The Islamic Fiqh Academy, Islamic Sukuks (securitization) and their contemporary applications and circulation on the site <http://islamtoday.net/bohooth/artshow-32-112739.htm>.
- Miftah Saleh, Rahal Fatima, May 2014, The Reality of Islamic Sukuk Industry in the Gulf Cooperation Council Countries, Research Presented to the International Conference on: Products of Innovation and Financial.
- Nawal bin Amara, 2011, Islamic Sukuk and its Role in Developing the Islamic Financial Market. The Experience of Islamic Financial Market Countries (Bahrain), University of Ouargla, Algeria, Researcher Magazine, Issue No 09, p
- Radman Muhammad Othman, Abd al-Qawi, 2009, Islamic Sukuk and Liquidity Management, paper presented to the Fourth Islamic Banking Conference, Syria.
- Ahmad Tartar, May 2014, The Role of Islamic Sukuk in Providing Alternatives to Lending and Financing for Development, Research presented to the International Conference on: Products of Innovation and Financial Engineering, between Traditional Financial Industry and Islamic Financial Industry, University of Tebessa.
- Sasiyyat Jedi, 2014-2015 The Role of Financial Engineering in the Development of the Islamic Financial Industry, Case Study of Sudan and Malaysia, Master's Note, Department of Economic Sciences, University of Biskra, p. 148.
- Motti Allah Kheir Eddine, December 2012, Shariq Rafeeq, Islamic Sukuk as a Tool for Financing Economic Development Projects, International Forum on the Ingredients for Achieving Sustainable Development in Islamic Economy, Qalamah University, p. 241.
- Al-Ayeb Walid, Bukhari Lahlou, May 2014, The problem of using financial derivatives as a tool for hedging risks in light of crises A study, comparison between traditional financial derivatives and Islamic instruments, research presented to the international conference on: products of innovation and financial engineering, between the traditional financial industry and the Islamic financial industry, University of Bordj Bou Arreridj, p 18.
- Al-Tayeb Daoudi and Sabrina Kerdoudi, May 2014, The Efficiency of Islamic Sukuk in Financing the State's Budget Deficit, Research presented at the International Conference on Products and Applications of Innovation and Financial Engineering between Traditional Financial Industry and Islamic Financial Industry, University of Biskra, p. 04
- Ali Mohiuddin Al-Qurra Al-Daghi, 2016, Sovereign Sukuk between Selling Al-Ain and Usufruct, Research presented at the 11th International Conference of Islamic Sharia Scholars in Islamic Finance Malaysia, p. 02.
- Othman Hamad Muhammad Khair, July 2010, Sudan's experience in issuing government sukuk, Islamic sukuk workshop, challenges ... development and international practices, Jordan, p. 07.
- Osama Abdul-Halim Al-Jouriya, 2009, Investment Sukuk and its Developmental Role in Economics, Research for a Master's Degree in Islamic

Studies, University Advocacy Institute for Islamic Studies, Department of Graduate Studies, p. 181.

- Shuaib Younis, 2014, The Role of Islamic Governmental Sukuk in Supporting Economic Sectors, Prince Abdul Qadir University, No. 33, p. 10.

- Abdul Hamid Vigil, 2015, Evaluating the Role of Islamic Sukuk in Developing the Islamic Capital Market, The Malaysian Experience as a Model- Master Note, Department of Economic Sciences, University of Biskra, p. 144.

- Izz al-Din bin Turki, Moncef Sharafi, March 2015, Deconstruction and its role in developing an Islamic financial market, Tenth International Conference on Islamic Economics and Finance, p. 13

- EL Orabi Mostafa and Hamo Saadia, 2017, The Role of Islamic Sukuk in Financing Economy - Malaysia as a Model - Al Bashaer Economic Magazine, Algeria, Issue 1. P. 72 .

IFSB Stability Reports 2013-2019

- IFSB Stability Report, July 2019 -

- Securities commission of Malaysia Annual reports (2008-2017)

- Ministry of finance ,Republic of Indonesia, october2017