

أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية -

دراسة قياسية -

Islamic Sukuk Importance in Islamic Malaysian Stock Market.

-An econometric study-

د / قوريش نصيرة
أستاذة محاضرة
جامعة حسينية بن بو علي - الشلف -

أ / بدروني هدى *
أستاذة مساعدة قسم - أ -
جامعة حسينية بن بو علي - الشلف -

الملخص:

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أهم منتجات الصناعة المالية الإسلامية والتي لاقت قبولا وانتشارا واسعا في العديد من الدول، وتصدر هذه الأخيرة وفق قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية، الأمر الذي استحسنه عدد كبير من المستثمرين الذين يفضلون الإتجاه نحو الاستثمار في الأدوات المالية الشرعية البعيدة عن شبهة الربا، وتعتبر ماليزيا الصكوك الإسلامية لها دور فعال في سوق الأوراق المالية، لذلك تصدرت في الآونة الأخيرة قائمة الدول المصدرة للصكوك الإسلامية وهيئة لهذه الأخيرة كل الظروف والامتيازات المساعدة على زيادة حجم الإصدار لتؤكد على دورها الرئيس والفعال في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، ولدراسة أهمية إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية ارتئينا تقديم هذه الدراسة.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، سوق الأوراق المالية الإسلامية، المؤشر العام لسوق الأوراق المالية.

Abstract:

Islamic sukuk is one of the most important products of the Islamic financial industry, which had been widely accepted and widespread in many countries, The latter are issued in accordance with the rules and principles of Islamic law favored by a large number of investors who prefer to invest in financial instruments legitimacy away from the suspicion of usury, Malaysia considers that the Islamic Sukuk play an active role in the stock market, so it topped the recent list of countries exporting the Islamic Sukuk and created for the latter all conditions and privileges to help increase the size of issue to emphasize the key and effective role in the Islamic securities Malaysian market. The purpose is to Study the importance of the issuance of Islamic Sukuk in the Malaysian stock market.

Key words: Islamic sukuk, Islamic securities market, the general index of the stock market.

* houda_bedrouni@yahoo.fr

مقدمة:

مع ظهور الصيرفة الإسلامية في العقود القليلة الماضية كأحد روافد الصناعة المالية الإسلامية، و مع زيادة نشاطها و ولوجها للاقتصاديات العربية و الإسلامية، و اختلافها عن المعاملات المالية التقليدية، و استعمالها لصيغ و أدوات مالية مبادئها تعتمد على تعاليم الشريعة الإسلامية، كان توجه الدول الإسلامية و مؤسساتها لاستحداث و ابتكار لأدوات مالية شرعية بعيدة عن شبهة الربا.

و ما إن ظهرت هذه الصيغ الإسلامية في الأسواق العالمية حتى نمت بسرعة كبيرة ، و أصبح الطلب عليها شديداً لكفاءتها و تنوعها، و لم تعد حكراً على العرب أو المسلمين فقط، و من بين هذه الصيغ برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من هذه الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في أسواق المال و أوجدت لنفسها الإطار التشريعي لتفعيل التعامل بها، و رغم حداثة ظهورها إلا أنها ساهمت في تزويد السوق المالية بمنتجات متنوعة مبتكرة و تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية من خلال رواجها في سوق الأوراق المالية و القبول الكبير الذي لاقته.

و سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إحدى النماذج الناجحة التي اعتمدت على الصكوك الإسلامية في تطورها، فسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية تعتبر من أكبر الأسواق التي تتعامل وفقاً للشريعة الإسلامية منذ سنة 1983، و الواقع العملي يثبت أن تطورها الحقيقي كان مرتبطاً بإصدار و طرح صكوك إسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي سنة 1990 من طرف شركة (Shall Mdn.Sdn.Bhd)، الأمر الذي أدى إلى ترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية لما لاقته من قبول و طلب من طرف الحكومات و الشركات في ماليزيا من جهة و كذا لما حققته من تطور في تفعيل أداء السوق المالية الماليزية.

أهمية الدراسة و أهدافها:

تكمن أهمية الدراسة من أهمية الموضوع، فالصكوك الإسلامية تشهد تطوراً، و نمواً متسارعاً في السنوات الأخيرة لتنتقل بذلك من مرحلة البناء و التأسيس إلى مرحلة التوسع و الانتشار، و ما توسع الدول الإسلامية و غير الإسلامية في إصدارها على مستوى أسواقها المالية إلا دليل على أهميتها في تفعيل و زيادة حجم التداول لهذه الأسواق، و تعتبر التجربة الماليزية أنجح و أكبر دليل على ذلك، و في هذا الإطار تهدف الدراسة إلى:

- تسليط الضوء على ماهية الصكوك الإسلامية و ضوابطها الشرعية.
- التعرف على سوق الأوراق المالية الماليزية و أهم أدواتها و أدوارها.

- بيان و توضيح تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية المالىزية و تحليل هذا التطور في الإصدارات.
- تحديد أثر و اتجاه العلاقة بين الصكوك الإسلامية و مؤشرات السوق المالية المالىزية للوصول إلى نتائج و اقتراحات تثنم التجربة المالىزية في إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية و مدى نجاحها لإمكانية تعميم هذه التجربة على سائر الأسواق المالية التقليدية الأخرى.

الإشكالية:

في ظل بزوغ الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي من جهة، و بروز الصكوك الإسلامية كأحد أهم الصيغ التمويلية الإسلامية التي أفرز تطبيقها عن تنوع و نمو ملحوظ في صناعتها خلال السنوات الأخيرة، لاسيما بعد أن تأكد انتعاشها و تحقيقها لمردود إيجابي في سوق الأوراق المالية المالىزية يتمثل في تطور هذه السوق ، و زيادة أداء مؤشرها العام من جهة أخرى، نطرح الإشكال التالي:

ما أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية المالىزية، و كيف تساهم في تفعيلها و زيادة حجم التداول بها؟

و يندرج تحت السؤال الرئيس، أسئلة فرعية تسمح بالوصول إلى نتائج تخدم الدراسة، و هي:

- ماذا نعني بصناعة الصكوك الإسلامية كبديل شرعي، و ما هي ضوابطها؟
- ما مفهوم سوق الأوراق المالية المالىزية ؟ و ما أهم أدائها ؟
- إلى أي مدى يؤثر حجم إصدارات الصكوك الإسلامية على أداء المؤشر العام لسوق الأوراق المالية المالىزية؟

-ما نوع العلاقة بين حجم إصدارات الصكوك الإسلامية و أداء المؤشر العام للسوق المالي المالىزي؟

الفرضيات:

استنادا إلى إشكالية الدراسة تم صياغة فرضيات تنسجم مع موضوع البحث، التي سيجري اختبارها، و استخلاص النتائج من خلالها، و لهذا ينطلق البحث من خلال طرح الفرضيات التالية:

- تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً شرعياً للسندات التقليدية، و يحكم عمليات إصدارها و تداولها مجموعة من الضوابط المستقاة من مبادئ الشريعة الإسلامية الغراء.

- سوق الأوراق المالية الماليزية هي سوق يتم على مستواها تداول الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، و يناط لهذه السوق المساهمة في تنمية الاقتصاد الماليزي عموماً، معتمدةً في ذلك على جملة من الأدوات المالية الشرعية.

- كلما زاد حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية كلما أدى ذلك إلى ارتفاع أداء المؤشر العام لهذه السوق والعكس بالعكس صحيح.

- توجد علاقة طردية بين إصدار الصكوك الإسلامية و المؤشر العام للسوق المالي الماليزي.

المنهجية و أدوات الدراسة:

قصد الإجابة على الإشكالية ، و اختبار مدى صحة الفرضيات اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي، كحتمية أملتها علينا طبيعة الموضوع و هذا من خلال عرض الجوانب النظرية المتعلقة بالصكوك الإسلامية، و كذا المفاهيم المرتبطة بسوق الأوراق المالية الماليزية، كما تطلب الأمر الاستعانة بالمنهج الاستقرائي من خلال جمع البيانات و المعطيات المتعلقة بحجم إصدارات الصكوك الإسلامية سواء في العالم أو في ماليزيا معتمدين في ذلك على الأسلوب الرياضي المتمثل في بعض النماذج الإحصائية المستخدمة في قياس العلاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية و المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية، و قد قمنا باستخدام العديد من الأدوات منها:

-الاستعانة بالكتب و المجلات و الملتقيات و المؤتمرات التي تعرضت لجانب أو أكثر من هذا الموضوع.

-الاضطلاع على نتائج بعض الندوات و الورشات التي تناولت موضوع البحث و ناقشته بكامل مكوناته.

- الاطلاع على التقارير السنوية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية و الخاصة بالسنوات محل الدراسة، و كذا التقارير الصادرة عن الموقع الرسمي للبورصة الماليزية.

محتويات الدراسة:

قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى المحاور التالية:

المحور الأول: ماهية الصكوك الإسلامية و ضوابطها الشرعية.

المحور الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: مفهومها، وأهميتها و أدائها

المحور الثالث: تطور إصدار و تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية

الإسلامية في ماليزيا

المحور الرابع: دراسة و تحليل دور الصكوك الإسلامية في التأثير على مؤشرات سوق

الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

المحور الأول: ماهية الصكوك الإسلامية و ضوابطها الشرعية

أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية

تعددت التعاريف التي أعطيت للصكوك الإسلامية و فيما يلي أهم هذه التعاريف:

- تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية: "هي شهادات يمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في الموجودات العينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية و غيرها، و قد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثمار معين وفقاً لأحكام الشريعة"⁽¹⁾.
- تعريف هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: "هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الإكتتاب و بدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله"⁽²⁾.
- كما عرفت الصكوك الإسلامية على أنها: "شهادات أو وثائق اسمية أو لحاملها متساوية القيمة تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، و يشترك حملتها في أرباح و خسائر الموجودات التي تمثلها، و هي قابلة للتداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً محصناً، و يعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية و تفصل نشرة إصدارها حقوق و التزامات أطرافها"⁽³⁾.
- و عرفت كذلك على أنها: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول و من ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"⁽⁴⁾.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف الصكوك الإسلامية على أنها أوراق مالية تمثل شهادات متساوية القيمة و حصة شائعة في ملكية الموجودات أو الأصول على اختلافها موجودة أو سيتم تجسيدها، تدر دخلاً دورياً و تصدر وفق أحكام عقد شرعي استناداً إلى صيغ التمويل الإسلامية، و يراعى في ذلك عملية الاكتتاب و تحصيل الصكوك و بدأ تجسيد المشروع الاستثماري.

ثانياً: أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية

يعتبر وجود الإطار التشريعي في غاية الأهمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية، و ذلك نظراً للعوامل التالية:

- تعتبر الصكوك أداة مالية مستحدثة، و لذلك فهي تحتاج إلى ضرورة صياغة و وضع الإطار التشريعي لها لضمان تنظيم التعامل بها و توحيد أسس المعاملات بهذه الأداة حتى لا تتعدد و تختلف وجهات النظر، و يكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني و العملي.
- تجذب الصكوك الإسلامية الفوائض المالية لجمهور عريض من أفراد المجتمع و كذلك الشركات و المؤسسات، فهي تعد وعاء عام توظف فيه أموال المجتمع يتطلب توفير حماية له تتناسب مع طبيعته و عموم التعامل به بين الأفراد و المؤسسات، و قد جرى العرف القانوني و العملي على توفير الحماية القانونية لمثل هذا الوعاء حفاظاً على أموال المجتمع.
- تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بحسب العقد الذي تأسس عليه كالمضاربة و الإجارة و الاستصناع و غيرها، كما أنه تتنوع من حيث مجال توظيفها و الجهة المصدرة لها و غيرها، لذلك من الأهمية بما كان وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك⁽⁵⁾.
- ضرورة توفير الحماية القانونية للمستثمرين في الصكوك الإسلامية، إذ لا يجوز لأي شركة أن تصدر صكوكاً قابلة للتداول لمواجهة احتياجاتها التمويلية أو لتمويل نشاط معين أو عملية معينة أو لأي غرض آخر، إلا بموجب نظام "قانون" يحدد الأحكام والشروط العامة لهذه الصكوك، و الإجراءات الواجب إتباعها لإصدار هذه الصكوك و كيفية تداولها و حقوق و التزامات الجهات المصدرة و المستثمرين.
- ينبغي تنظيم العلاقة بين الأطراف المختلفة للصكوك من خلال نصوص قانونية عامة، فلا يجب أن تترك قواعد تنظيم و إصدار الصكوك الإسلامية مهما كان نوعها و غرضها و طرحها للاكتتاب العام لاجتهادات الجهة المصدرة لها، فلا بد أن تكون محكمة بنظام يصدر طبقاً للإجراءات القانونية المعتمدة.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

من أجل أن تتم عملية إصدار الصكوك الإسلامية كان لا بد من وجود جملة من الضوابط الشرعية يجب توفرها فيها، ليتسنى لها تأدية الدور الذي أصدرت من أجله، و لأجل ذلك قدم

يجمع الفقه الإسلامي الدولي جملة من الضوابط الأساسية التي تحكم عمليات إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية حسب القرار رقم 30(3/4)، نذكر منها:

- **الضابط الأول:** يمثل الصك ملكية معلومة و معروفة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنجازه و تمويله، و ملكية حامل الصك ملكية شائعة محددة و تستمر هذه الملكية مدة تواجد المشروع، من بدايته إلى نهايته، و يترتب عليها جميع الحقوق و الواجبات المقررة شرعاً للمالك من بيع و هبة و رهن و إرث و وقف و غيرها من الأمور المشروعة.

- **الضابط الثاني:** أن يكون إصدار الصكوك الإسلامية على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامي ما ينتج عنه تحمل الصكوك المصدرة كافة الآثار المترتبة عن الصيغة الاستثمارية التي صدرت على أساسها الصكوك، وهذا بعد قفل باب الاكتتاب و بداية العمل في المشروع (6).

- **الضابط الثالث:** يقوم العقد في الصكوك على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار، و أن الإيجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك، و أن القبول يعبر عنه بموافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجاب و يكون الاكتتاب قبولاً.

- **الضابط الرابع:** يجوز للمؤسسة المالية ممثلة عادة بالبنوك الإسلامية و التقليدية -المتعهد بالاكتتاب- أن تتعهد بشراء ما بقي من الصكوك التي لم يكتب فيها، و يكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، و لا يجوز أن يتحصل المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.

- **الضابط الخامس:** يمكن إصدار الصكوك لأجل قصيرة، متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية، أو بدون تحديد الآجال و ذلك بحسب طبيعة الصيغة التي تصدر الصكوك وفقها و طبيعة المشروع الممول بحصيلة الصكوك (7)، فلا مانع شرعاً على النص في نشرة الاكتتاب على اقتطاع نسبة معينة من العائد المحقق عند نهاية كل دورة، أما من حصة حملة الصكوك في الأرباح المحققة في حالة وجود تنضيض دوري، أو من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة و وضعها في حساب احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال أو التقلبات في العوائد الموزعة مسبقاً، على اعتبار أن هذا الشرط يرضي الطرفين.

رابعاً: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية

و يقصد بتداول الصكوك " بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين"، إذا تمتع الصك بخاصية التداول في سوق الأوراق المالية، و بالثمن الذي يتحدد في السوق الناتج عن تقييم

أصل الصكوك المصدرة، أما إذا كان الصك لا يتداول في سوق الأوراق المالية فيمكن تداوله بسعر إصداره لجهة الإصدار عند بلوغ أجل استحقاقه إذا كان منصوصاً عليه في نشرة الإصدار⁽⁸⁾.
و لأجل ذلك تم إصدار جملة من الضوابط التي تحكم تداول الصكوك الإسلامية من طرف عدد من المجالس الشرعية:

- الضابط الأول: يجوز تداول الصكوك و استردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات من أعيان أو منافع أو خدمات بعد قفل باب الاكتتاب، باعتبار ذلك مأذوناً فيه من الشركاء مع مراعاة الشروط التالية:

1- إذا كان رأس مال المشروع المتجمع بعد الاكتتاب و قبل مباشرة البيع ما يزال نقوداً، فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد و تطبق عليه أحكام الصرف، و مع تقابض البديلين في مجلس الصرف قبل التفرق، إذا بيع أحد التقدين بجنسه أي أن القيمة الاسمية المدفوعة هي الأساس حيث يباع فيها الصك دون زيادة أو نقصان.

2- إذا صار رأس المال ديوناً تطبق على تداول الصكوك أحكام التعامل بالديون.

3- عندما يكون رأس المال أصول مختلطة من النقود و الديون و الأعيان و المنافع، فانه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتفق، عليه مع مراعاة الشروط السابقة في التداول.

4- يمكن تداول الصكوك في أسواق الأوراق المالية إذا توفرت فيها الضوابط الشرعية بما تسمح به ظروف العرض و الطلب، و يخضع لإرادة المتعاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك بسعر معين، و يستحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقاً لظروف السوق و المركز المالي للمشروع.

- الضابط الثاني: بالنسبة للصكوك القابلة للتداول إمكانية تعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بسعر السوق، و لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك⁽⁹⁾.

- الضابط الثالث: تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها يجوز فيما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية مثل القيد في السجلات، الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها⁽¹⁰⁾، هذا و جاء في تقرير المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بعض التوصيات للمؤسسات المالية الإسلامية و هيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم عند إصدار الصكوك بما يلي⁽¹¹⁾:

- 1- بالنسبة للصكوك القابلة للتداول وجب تملك حملة الصكوك بجميع حقوقها و التزاماتها في الأصول الحقيقية للشركة، و أنها تملك و تباع شرعاً و قانوناً سواء أكانت أعياناً أو منافع أو خدمات، وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 بشأن صكوك الاستثمار، و يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته و أن لا يبقئها في ميزانيته.
- 2- لا يجوز أن تتداول الصكوك إذا كان مجموعها يمثل الإيرادات أو الديون إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع أصولها أو ما لها محفظة مالية قائمة لديها، و دخلت الديون التابعة للأعيان و المنافع غير مقصودة في الأصل وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم 21 بشأن الأوراق المالية.

المالية. الخور الثاني: سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: مفهومها، وأهميتها و أدائها

أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

1- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر و غيرها، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية⁽¹²⁾، ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي 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⁽¹³⁾.

و تعد اليوم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من أهم أقسام البورصة الماليزية، لما تمثله من قيمة بورصية، إذ تعد البورصة الأولى عالمياً من حيث القيمة السوقية للصكوك المدرجة بها، و تقدر بأكثر من 21 مليار دولار و هذا بتاريخ 2010/08/30⁽¹⁴⁾، و هي تلعب دوراً هاماً في دعم النمو الاقتصادي لماليزيا، إذ تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية، جزءاً هاماً مكماً لنظام الصيرفة الإسلامية و ما يزيد في عمق و اتساع السوق المالية الماليزية، و ما تقدمه من منتجات إسلامية متاحة للاستثمار، ذات جاذبية للمتعاملين المسلمين.

2- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق المبادئ الشرعية الإسلامية⁽¹⁵⁾، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993⁽¹⁶⁾.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (Shall Mdn.Sdn.Bhd) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990، وقد تبع ذلك عدة إصدارات من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه⁽¹⁷⁾، ومع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة، ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 (والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية، وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

ثالثا: أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعدد أهمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا والتي نوجزها في النقاط التالية:

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

ب/ تمويل الاقتصاد الماليزي وتطوره: نلاحظ من خلال الجدول رقم (01) سيطرة السوق المالي الإسلامي في تمويل القطاع العام والخاص في ماليزيا من خلال جميع الأدوات المالية خاصة الأسهم

المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي فاقت في جميع سنوات الدراسة 71٪، ويعزز هذا الطرح مساهمة سوق المال الإسلامي في أكثر من 50٪ من رسملة السوق ككل في فترة الدراسة، وهذا يدل على دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها في استثمارات نافعة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي أن هناك أهمية اقتصادية كبيرة لسوق المال الإسلامي في ماليزيا، كل هذا أدى إلى تدعيم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، وجعلها سوقاً مالياً إسلامياً دولياً لجذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في الدول الإسلامية.

الجدول رقم (01): تطور نسب عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية رسملة السوق الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2005-2013)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من إجمالي الأسهم (%)	85	86.1	86	87	88	88	89	89	71
رسملة السوق المالية الإسلامية من إجمالي السوق	63.28	64.56	63.7	64.2	63.8	59.3	63	64.28	60.49

Source: Securities commissions, annual report (2008, 2010, 2012, 2013).

ج/ الرقابة على المعاملات في السوق: أصبحت هيئة الأوراق المالية الجهة الرقابية الرئيسة، وهي المسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال على المستوى المحلي والدولي، وبذلك طرحت الهيئة هدفاً لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت على جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية وذلك بمساعدة اللجنة الاستشارية.

رابعاً: أدوات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

يتم تداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية جملة من الأدوات المالية، يمكن حصرها فيما يلي (18):

أ/ أدوات الملكية الإسلامية: تتمثل في ابتكار العديد من الأدوات، و ذات تنافسية من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، و ما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة و وحدات صناديق الاستثمار، و صناديق الاستثمار المالي العقاري و صناديق التبادل التجاري، و التي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، ما يسمح للمستثمرين في تنوع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الاقتصادية.

ب/الصكوك الإسلامية: تعد التجربة الماليزية السباقة لإصدار الصكوك الإسلامية، و يتم إصدارها من طرف الشركات الخاصة و تخضع لرقابة اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.

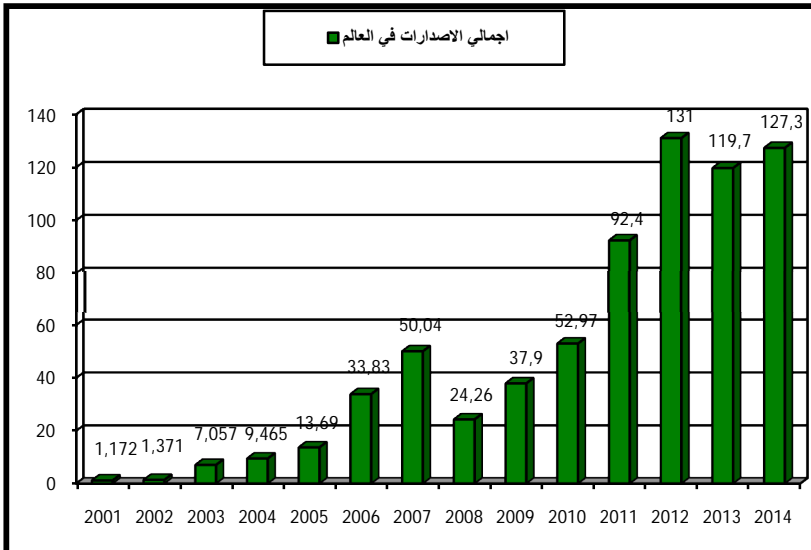
ج/ الأدوات المالية الإسلامية المركبة: و هي تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة و التي تتوافق و أحكام الشريعة الإسلامية، و هذا حتى يتمكن المتعاملون من حماية رؤوس أموالهم و أدوات استثمارية تعتمد على الأصول، أو في معاملات ذات علاقة بالسلع.

المحور الثالث: تطور إصدار و تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

أولاً: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم

شهدت الصكوك الإسلامية إقبالاً واسعاً من طرف العديد من المستثمرين الذين لا يرغبون في التعامل بالسندات التقليدية، الأمر الذي شجع الهيئات المالية في العديد من الدول الإسلامية و غير الإسلامية -على حد سواء- على الإقبال لإصدار هذا النوع من الأدوات المالية الإسلامية، و الشكل الموالي يوضح تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم:

الشكل رقم 01: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2001-2014



Source: SukukReport ,InternationalIslamic Financial Market

من خلال ما توضحه معطيات الملحق رقم (01) و ما بينه الشكل أعلاه، نلاحظ أن إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم شهدت ارتفاعاً مستمراً خلال فترة الدراسة من سنة 2001 إلى غاية

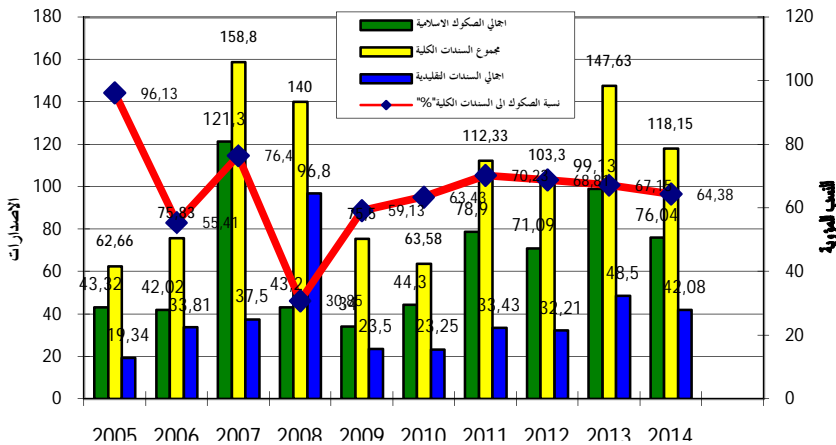
أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية - دراسة قياسية -

سنة 2014، إلا أن سنة 2008، و بسبب الصدمة التي خلفتها الأزمة المالية العالمية، التي أدت إلى أزمة سيولة أثرت على حجم إصدارات هذه الصكوك، وبعد التعافي من الأزمة لاحظنا الارتفاع الكبير جداً في إصدار هذه الصكوك خاصة عامي 2011 و 2012 حيث ارتفعت النسبة على التوالي بـ 75٪، 49٪، حيث صنفت السنوات الأخيرة ضمن أفضل سنوات إصدار الصكوك الإسلامية، ويرجع ذلك إلى ارتفاع الإصدارات في كل من المملكة العربية السعودية، قطر، تركيا، اندونيسيا والإمارات العربية المتحدة، فهذه المنطقة تشهد تحولات كبيرة تتطلب المزيد من الإنفاق على البنى التحتية ومشروعات البناء والإعمار فكانت الصكوك الإسلامية الأنسب لذلك، ثم عاودت حجم الإصدارات للتراجع سنة 2013 لتصل إلى 119.7 مليار دولار أمريكي لترتفع سنة 2014 إلى 127.3 مليار دولار أمريكي.

ثانياً: تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا

إن هدف ماليزيا هو أن تصبح مركزاً للصناعة المالية الإسلامية في العالم، الأمر الذي جعل منها أكبر سوق إسلامي للصكوك في العالم، وهذا لكنها أصدرت ثلثي مما تم إصداره من الصكوك في العالم خلال الفترة المدروسة سابقاً، وهذا كله تحت تشجيع السلطات الحكومية باتخاذ إجراءات تحفيزية كقرارها الإعفاء من الضريبة على الصكوك المصدرة من طرف الشركات مما زاد في إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية خلال الفترة 2005-2014، و هذا حسب البيانات المستقاة من مختلف تقارير هيئة الأوراق المالية الماليزية، و الموقع الرسمي للبورصة المالية، كما هو مبين في الجدول في الملحق رقم (02)، و يمكن تمثيل معطيات الجدول بالرسم البياني التالي:

الشكل رقم 02: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة: 2005-2014



Source : Securities commissions, annual report : (2005.2006.2008.2010.2012.2013.2014).

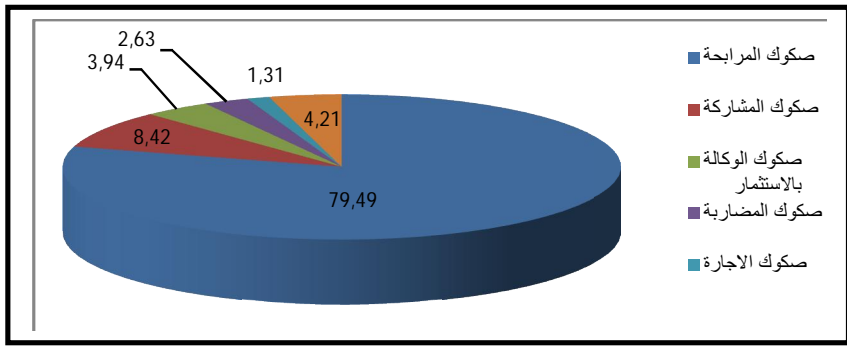
من خلال الجدول في الملحق رقم (02) و الرسم البياني، يتضح أن إصدار الصكوك الإسلامية بماليزيا في سنة 2005 كان يمثل ما نسبته 69.13% من إجمالي إصدارات السندات الكلية (السندات التقليدية و الصكوك الإسلامية)، أي ما قيمته 43.32 مليار رينجت ماليزي مقارنة بالسندات التقليدية، التي بلغ حجم إصداراتها ما قيمته 19.34 مليار رينجت ماليزي، و هذا ما يوضح زيادة اهتمام ماليزيا بإصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية، كون توجه عدد كبير من المستثمرين الماليزيين لتفضيلهم الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي على حساب السندات التقليدية، و استمر حجم إصدارات الصكوك الإسلامية بماليزيا في الارتفاع ليصل ذروته سنة 2007. بما قيمته 121.3 مليار رينجت ماليزي أي ما نسبته 76.4% من إجمالي إصدارات السندات الكلية بماليزيا، و هذا راجع إلى ظهور أنواع جديدة من إصدارات الصكوك الإسلامية مثل صكوك المشاركة و صكوك الإحارة و صكوك المضاربة، مما خلف ديناميكية و حيوية في سوق الإصدار الأولي، و وفر للمستثمرين أدوات جديدة للاستثمار فيها، في الوقت الذي بلغت فيه حجم إصدارات السندات التقليدية ما قيمته 37.5 مليار رينجت ماليزي فقط، و هذا راجع إلى تفضيل الحكومة والشركات للصكوك الإسلامية على حساب السندات التقليدية، و هذا لما لاقته من رواج داخل ماليزيا و خارجها، خاصة في دول الخليج العربي.

و في سنة 2008 انخفضت حجم إصدارات الصكوك الإسلامية إلى ما يعادل 43.2 مليار رينجت ماليزي، و هذا راجع إلى الآثار السلبية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية و التي ألفت بظلالها على الاقتصاد الماليزي، مؤثرة سلباً على حجم إصدارات الصكوك الإسلامية، و لكن سرعان ما عاودت إصدارات الصكوك الإسلامية بماليزيا رواجها خلال السنوات من 2009 إلى غاية سنة 2014، حيث ارتفعت من 34 مليار رينجت ماليزي سنة 2009 إلى 76.07 مليار رينجت ماليزي سنة 2014، أي بارتفاع من نسبة 59.13% كنسبة لإصدار الصكوك الإسلامية إلى السندات الكلية إلى نسبة 64.38% على التوالي، و هذا راجع إلى أن هذه الفترة تميزت بسيطرة صكوك المشاركة، صكوك المراجعة، صكوك الإحارة و الصكوك المختلطة لأنها كانت تلقى القبول العام في داخل و خارج ماليزيا، بالإضافة إلى وجود سوق أوراق مالية إسلامية يتم فيها تداول و تسهيل الصكوك إذا اقتضى الأمر، مما ساهم في زيادة الطلب على الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية.

ثالثاً: إجمالي إصدارات ماليزيا من الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال سنة 2014
 عرفت ماليزيا في السنوات الأخيرة نشاطاً ملحوظاً في إصدار أنواع مختلفة من الصكوك الإسلامية، وهذا في ظل وجود هيئة للأوراق المالية توكل لها مهمة الموافقة على الإصدارات الجديدة، ومدى توافقها مع الضوابط الشرعية، الأمر الذي شجع ماليزيا على زيادة إصداراتها بأحجام كبيرة و من أنواع مختلفة.

و سنحاول التركيز على سنة 2014 لإظهار حجم إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع، وذلك بالاعتماد على تقرير هيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2014، وهذا ما يوضحه الملحق رقم (03) و يجسده التمثيل البياني الموالي:

الشكل رقم (03): إجمالي إصدارات ماليزيا من الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال سنة 2014



Source : Securities commissions of malaysia annual report 2014, p144.

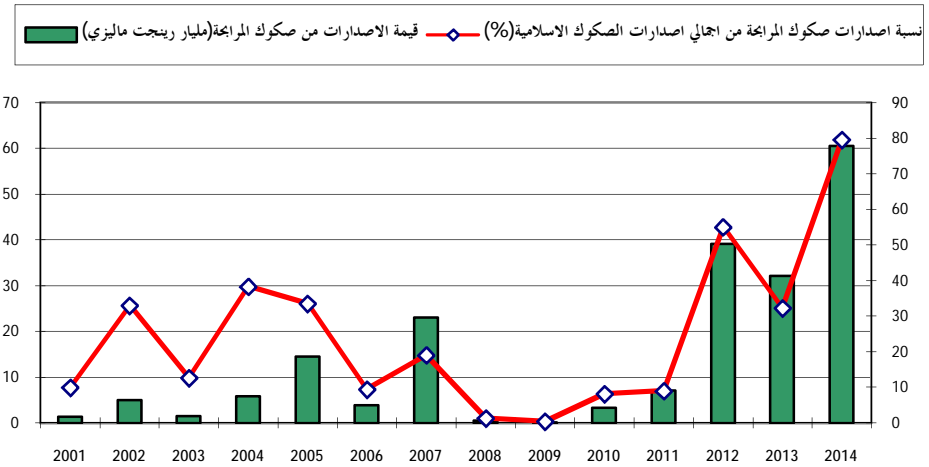
من الشكل أعلاه، نلاحظ أن ماليزيا تنوع في إصداراتها من الصكوك الإسلامية ما بين صكوك المرابحة، صكوك المشاركة، صكوك المضاربة، صكوك الإجارة، صكوك الوكالة بالاستثمار و الصكوك المختلطة، إلا أن الحصة الأكبر من إصداراتها هي صكوك المرابحة بنسبة 79.49% من إجمالي إصداراتها من الصكوك الإسلامية، وهذا راجع إلى ما يمثل هذا النوع من الصكوك الإسلامية من سهولة في الإصدار و كذا في هيكلتها، بالإضافة إلى أن إصدارات صكوك المرابحة الموجهة للاستثمار تكون عادة متوسطة أو قصيرة الأجل و تكون مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات.

و سنحاول فيما يلي تحليل تطور إصدارات الصكوك الإسلامية الخاصة بنوع صكوك المرابحة خلال سنوات مختلفة لنوضح تطور إصداراتها و كذا سبب اهتمام ماليزيا بزيادة إصداراتها من هذا النوع من الصكوك الإسلامية خاصة.

رابعاً: تطور حجم إصدارات صكوك المراجعة مقارنة بإجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية بماليزيا

عرفت ماليزيا تنوعاً في إصداراتها من الصكوك الإسلامية خلال سنوات مختلفة، إلا أنه و من بين أهم أنواع الصكوك الموافق إصدارها سنوياً من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية نجد صكوك المراجعة، حيث شهدت السنوات الأخيرة إصداراً مكثفاً لهذا النوع من الصكوك الإسلامية الماليزية، و سنحاول من خلال الرسم البياني أدناه توضيح تطور حجم إصدارات صكوك المراجعة مقارنة بإجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية بماليزيا خلال الفترة: 2001-2014 كما يلي:

الشكل رقم (04): تطور حجم إصدارات صكوك المراجعة مقارنة بإجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية بماليزيا خلال الفترة: 2001-2014



Source : Securities commissions of malaysia annual reports : (2001,2002,2003,2004,2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014)

نلاحظ من خلال الجدول المرفق في الملحق رقم (04) و الشكل البياني الموضح أعلاه، أن هناك تذبذباً في إصدار صكوك المراجعة خلال الفترة 2001-2014، حيث تمثل صكوك المراجعة النوع الرئيس للأدوات المالية الإسلامية الممكن إصدارها في سوق الأوراق المالية الماليزية، و عرفت هذه الأخيرة اهتماماً أكبر في السنوات الأخيرة لتصل إلى نسبة 79.5% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا سنة 2014، حيث انعكس إصدارها بالشيء الإيجابي و القبول العام من طرف السكان الماليزيين لوجود أدوات إسلامية يمكن التمويل بها.

و الشكل البياني يوضح أن هناك اهتمام بهذا النوع من الصكوك الإسلامية، حيث وصلت قيمة إصدارها سنة 2001 إلى 1.35 مليار رينجت ماليزي لترتفع سنة 2002 إلى ما قيمته 5.9 مليار رينجت ماليزي، إلا أن سنة 2003 شهدت انخفاضاً في إصدارها إلى النصف حيث وصل إصدارها إلى 1.5 مليار رينجت ماليزي فقط و هذا بسبب إصدار صكوك الاستصناع خلال هذه السنة، إلا أنها عاودت الارتفاع سنة 2004 و 2005 لتصل إلى 5.8 مليار رينجت ماليزي و 14.51 مليار رينجت ماليزي على التوالي لتمثل بذلك مصدراً تمويلياً أساسياً لعدة نشاطات استثمارية جديدة، و إعادة هيكلة و تمويل الديون القائمة، و لكنها سرعان ما بدأت في الانخفاض سنة 2006 لتصل إلى 3.94 مليار رينجت ماليزي أي ما نسبته 9.4% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية بماليزيا و ذلك بسبب إصدار صكوك جديدة بدأت تحتل محل صكوك المراجعة مثل صكوك المشاركة و صكوك الإجارة و صكوك المضاربة، إلا أنها استطاعت أن تعاود انتعاشها و ارتفع حجم إصداراتها سنة 2007 لتصل إلى 23.04 مليار رينجت ماليزي، أي ما نسبته 19% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية الماليزية.

و لكن الأزمة المالية العالمية ضربت بظلالها على ماليزيا سنة 2008، لينعكس ذلك على حجم إصداراتها من الصكوك الإسلامية، حيث بلغ حجم إصدارات صكوك المراجعة 0.56 مليار رينجت ماليزي، و كذلك استمر التدهور و الانخفاض في سنة 2009 ليصل إلى 0.15 مليار رينجت ماليزي أي ما نسبته 0.4% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية بماليزيا، و هي أدنى نسبة وصلت إليها إصدارات صكوك المراجعة.

و في السنوات اللاحقة بدءاً من سنة 2010 إلى غاية سنة 2014، فقد شهدت إصدارات صكوك المراجعة انتعاشاً و ارتفاعاً من 3.30 مليار رينجت ماليزي سنة 2010 لتصل إلى 60.47 مليار رينجت ماليزي سنة 2014، و هو ارتفاع مستمر على طيلة هذه السنوات ماعدا سنة 2013 التي شهدت فيها انخفاضاً محسوساً، حيث قدرت حجم إصداراتها بـ 32.15 مليار رينجت ماليزي، و لكن سرعان ما تضاعف حجم الإصدار سنة 2014 .

المحور الرابع: دراسة و تحليل دور الصكوك الإسلامية في التأثير على مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

أولاً: المنهجية والمتغيرات المستخدمة في الدراسة

1- المنهجية المستخدمة: يتمثل المنهج المستخدم في هذه الدراسة في النموذج الوصفي التحليلي الذي يعتمد على جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بمؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و إجمالي الإصدارات السنوية من الصكوك الإسلامية، و بهدف الوصول إلى بعض النتائج، و محاولة تعميمها على باقي أسواق الأوراق المالية للبلدان الإسلامية، و قد تمت في ذلك بالاستعانة بالأسلوب الرياضي المتمثل في النماذج الإحصائية المستخدمة في قياس العلاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية و مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

2- المتغيرات المستخدمة في الدراسة: و تمثلت فيما يلي:

أ/ مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: و هي تمثل المتغير التابع، و تحدد قيمتها على أن تكون قيمة المؤشر السنوية ممثلة في القيمة لآخر يوم تداول لشهر ديسمبر من كل سنة.

ب/ الصكوك الإسلامية: و هي متغير مستقل، و لقياسه يتم الاستعانة بالمعلومات التاريخية الخاصة بها، و المتمثلة في قيمة الإصدارات السنوية للصكوك الإسلامية بماليزيا، أي اليوم الأخير من شهر ديسمبر من كل سنة.

ثانياً: النموذج الإحصائي المستخدم

تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي يستخدم لتحديد العلاقة بين المتغير التابع (Y_t) و المتغيرات المستقلة (X_{kt}) و صيغة النموذج كالتالي:

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot X_1 + \alpha_2 \cdot X_2 + \dots + U$$

$$t = 1 \dots \dots \dots n$$

$$k = 1 \dots \dots \dots m$$

U_t : متغير عشوائي يسمى حد الخطأ (القيمة مقدرة لحد الخطأ)

α_k : قيمة معاملات الانحدار المتعدد.

$\alpha_k H_0 = 0$: أي المتغيرات المفسرة ليس لها علاقة بالمتغير التابع H_0

$\alpha_k H_1 \neq 0$: أي المتغيرات المفسرة لها علاقة بالمتغير التابع H_1

كما يوفر برنامج SPSS مجموعة من المعلومات تقدر جودة النموذج، و قد تم استخدامها في الدراسة و تتمثل في:

t- statistic - إحصائية: يعبر هذا المؤشر عن اختيار قيمة معامل من المعاملات، أي هل المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع أم لا، بصفة عامة إذا كان $t > 2$ فان هناك احتمالاً قدره 22% بأن نقبل H_1 و نرفض H_0 ، أي أن المتغير المفسر له دور في تفسير تغيرات المتغير التابع.

- الاحتمال **probability**: هذا المؤشر يمكننا من قبول أو رفض إحدى الفرضيتين، بصفة عامة فإذا كانت قيمة الاحتمال أقل من 0.05 فهذا معناه قبول H_1 و رفض H_0 .

- معامل الانحدار **R**: هذا المؤشر يقيس جودة الأنموذج، فيما يخص مدى ارتباط المتغير التابع بالمتغيرات المفسرة التي يحتويها الأنموذج $0 < R < 1$ ، فكلما اقتربت من 1 كلما كان الأنموذج ذا دقة عالية، و إذا كان $R < 0.6$ فالنموذج جيد.

- معامل الانحدار المعدل **R₂**: هذا المؤشر يستعمل إذا كان عدد المقدرات في الأنموذج أكبر أو تساوي 9، فهو في هذه الحالة يكون أدق من R لأن يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

ثالثاً: نتائج الدراسة

نحاول في هذه النقطة دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية و المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي، وذلك بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS، حيث تمكننا هذه الدراسة من إبراز دور الصكوك الإسلامية المصدرة في التأثير على أحد أهم و أقدم المؤشرات المالية في ماليزيا و هو COMPOSIT INDICE، و هذا حتى نتحصل على نتائج تساعد على فهم ما هي أهمية الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

بفرض أن:

- **SUK GLOB** : إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية السنوية لكل سنة من سنوات الدراسة في ماليزيا.

- **IND COMP** : المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزي لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر من كل سنة من سنوات الدراسة.

و باستخدام برنامج SPSS يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : المتغير المفسر **SUK GLOB** ليس له علاقة بالمتغير التابع **COMP IND**.

H_1 : المتغير المفسر **SUK GLOB** له علاقة بالمتغير التابع **COMP IND**.

و بالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصكوك السنوية و المؤشر العام للبورصة الماليزية **COMP IND** المتحصل عليها خلال الفترة 2001 إلى غاية سنة 2013 و المبينة في الملحق

رقم (05)، تحصلنا على النتائج المبينة في الملحق رقم (06) و التي يمكن تلخيصها في الجدول الموالي:

الجدول رقم 02: تلخيص نتائج الدراسة

IND	900,92	0,01	SUKGLOB
COMP=	2	0,000	
T=	11,951	6,087	
R=	0,888		
R ₂ =	0,787		
F=	37,051		
Sig	0,000	100%	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على SPSS و الدراسة السابقة.

يتبين من خلال هذا النموذج أن العلاقة طردية بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية و المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية INDICE COMPOSIT، و أن العلاقة قوية بينهما و يظهر ذلك من خلال:

-t-statistic: المتغير المستقل أكبر من 2، أي أن احتمالاً قدره 95% لقبول H₁ و رفض H₀.

-قيمة الاحتمال أقل من 0,05، و هذا يعني قبول H₁ و رفض H₀.

-الإحصائية F كبيرة و تساوي 37,051.

-دلالة صحة النموذج SIG تساوي 0,000، بمعنى صحة قيام نموذج بين المتغير المستقل الصكوك الإسلامية للفترة 2001-2013، و المؤشر العام للسوق الماليزي لنفس الفترة مقبول بنسبة 100%، أي يمكن الاعتماد على هذا النموذج لقياس أثر الصكوك الإسلامية على المؤشر العام للسوق الماليزي.

و عليه يدل النموذج على وجود ارتباط بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية و مؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية، و هو ارتباط قوي و يقدر ب 88% (R0.888)، في حين أن العلاقة بين المتغيرين جيدة و تقارب R₂79%.

رابعا: تحليل و تفسير نتائج الدراسة

من خلال دراستنا للعلاقة التي تربط إصدار الصكوك الإسلامية بأداء المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية، حيث درسنا معامل الارتباط و قمنا بقياس جودة العلاقة بين المتغيرين، حيث كان المتغير التابع هو المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية، أما المتغير المستقل فكان حجم إصدار الصكوك الإسلامية، و باستعمالنا للبرنامج الإحصائي SPSS، و بالاعتماد على معطيات الجدول في الملحق رقم (05) حصلنا على النتائج المبينة أعلاه، و التي لخصناها في الجدول رقم 02، لاحظنا وجود أثر ايجابي لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، و ما يمكن تحليله حول هذه النتائج أن إصدارات الصكوك الإسلامية في بادئ

الأمر أي خلال السنوات الأولى من الدراسة (2001-2005) تميزت بإصدارات معتبرة - و هذا ما تفسره معطيات الإصدارات المبينة في الملاحق - كون نظرة المستثمرين للصكوك الإسلامية كغيرها من الأدوات المالية المستحدثة تفتقر لعنصر الثقة، ثم في الفترة اللاحقة أي بعد سنة 2005 و إلى غاية سنة 2013 فقد شهدت نمواً ملحوظاً في إصدارات الصكوك الإسلامية، خاصة و أن الحكومة الماليزية قدمت العديد من الامتيازات لسوق الإصدارات و توفيرها لظروف مساعدة لإصدار الصكوك الإسلامية من إعفاء على دفع الضرائب و إنشاء لسوق الأوراق المالية الإسلامية يتم تداول فيها الأوراق المصدرة و وجود لجنة الأوراق المالية الماليزية، الأمر الذي زاد من إقبال المستثمرين على شراء و قبول هذه الصكوك، و الاستثمار فيها مما انعكس بالإيجاب على قرارات هؤلاء، و هذا ما يفسر الأثر الإيجابي لإصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية.

خاتمة: (النتائج و التوصيات)

قمنا من خلال هذه الدراسة عرض و تحليل أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بالتركيز على دراسة أثر زيادة الإصدارات على المؤشر العام لسوق المالية الإسلامية الماليزية، و قد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى التأكيد على فرضيات البحث و ذلك على النحو التالي:

- تعتبر الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المالية الحديثة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، و تصدر و يتم تداولها في سوق الأوراق المالية وفق ضوابط شرعية تقرها لجان و هيئات شرعية معينة على غرار "مجلس الخدمات المالية الإسلامية" و "هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية" و غيرها، و هذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

- تميزت سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بتسيير التدفقات المالية من الفئات ذات الفائض إلى الفئات التي تعاني عجزاً مالياً، و ذلك وفق نهج إسلامي، حيث أداتها خاضعة لمبادئ و قواعد الشريعة الإسلامية، و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

- وجود أثر إيجابي عند إصدار الصكوك الإسلامية على أداء المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية خاصة في الفترة الأخيرة، إذ تبين أن إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية كان له دور إيجابي، و ردة فعل انعكست بدورها على المستثمرين و قرارهم، و بالتالي على المؤشر العام للسوق حيث يمكن تفسير عدم قدرة الصكوك الإسلامية على التأثير في مؤشر السوق في بدايات ظهورها لحداثتها و قلة إصدارها من حيث القيمة مما زاد في عدم جاذبية المستثمرين لها على

عكس انتشارها وقبولها في الوقت الراهن، بمعنى أنه كلما زاد حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية كلما أدى إلى ارتفاع أداء المؤشر العام في هذه السوق، وهذا ما يقودنا إلى قبول الفرضية الثالثة.

- كان لإجمالي إصدارات ماليزيا من الصكوك الإسلامية، الدور الفعال والإيجابي في سوق الأوراق المالية الماليزية، وهذا ما يفسر وجود العلاقة الترابطية والإيجابية بين إصدارات الصكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى جملة من النتائج يمكن عرضها كما يلي:

- الصكوك الإسلامية هي ورقة مالية تمثل شهادات متساوية القيمة و حصة شائعة في ملكية الموجودات عينية كانت أم منافع أم خدمات، تحقق لصاحبها دخلاً دورياً و تصدر وفق عقد شرعي، لتكون بديلاً للسندات التقليدية، يتم تداولها بصورة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، الأمر الذي أدى لزيادة ثقة المستثمرين للاستثمار فيها.

- سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية هو ذلك السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار و التمويل المتوسط و الطويل الأجل، و هو المكان الذي تعامل و تنشط فيه الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حيث تضم عدة أقسام تابعة لها منها سوق السلع، سوق الأسهم الإسلامية و سوق الصكوك، كما تسند لها وظيفة القيام بالعديد من الوظائف التي من شأنها المساهمة في تنمية الاقتصاد الماليزي بصورة عامة.

- ريادة ماليزيا دوليا و عالميا من حيث الإصدارات من الصكوك الإسلامية خاصة في ظل وجود سوق للصكوك يتم فيها إصدار و تداول هذه الصكوك الإسلامية، حيث لوحظ أنه و في كثير من الأحيان أن إصدارات الصكوك الإسلامية تجاوزت إصدارات السندات التقليدية، و هذا ما يفسر زيادة الاهتمام بها لاستثمارها في مختلف المشاريع الاقتصادية في ماليزيا، و توصلنا كذلك من خلال هذه الدراسة أن ماليزيا ركزت في إصداراتها على صكوك المراجعة و هذا لتسهيل و تشجيع العمل بها بالإضافة إلى القبول الواسع الذي لاقته من طرف المستثمرين لسهولة إصدارها و تداولها و تسهيلها.

- تميزت التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية بالنجاح الكبير خاصة في السنوات الأخيرة، الأمر الذي أهلها لأن تكون مركزاً للمالية الإسلامية في العالم، و إنشائها لقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية يتم إصدار و تداول للأدوات المالية الإسلامية التي كان لها الدور الكبير في

زيادة إجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية مما انعكس إيجاباً على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية الماليزية.

في ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة و لإثراء البحث في هذا المجال و التعمق فيه أكثر، توصلنا إلى تقديم مجموعة من المقترحات ليتم تعميم نجاح التجربة الماليزية لتستفيد منها باقي الدول العربية و الإسلامية و التي يمكن إنجازها في التالي:

- ضرورة إيجاد بيئة تشريعية منظمة لإصدار و تداول الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية نظراً لما توفره من استقرار، و ضبط للمعاملات و حماية لها، و ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون منفصلة في هيكلها عن باقي الأسواق الأخرى.

- ضرورة القيام بجهد إعلامي كبير للترويج لنشر ثقافة الصكوك الإسلامية في داخل البلاد الإسلامية و خارجها من أجل استقطاب الأموال الإسلامية التي يتم استثمارها في الخارج، من خلال تقديم مؤشرات عن الصكوك الإسلامية بالأسواق المالية مما يساهم في تنشيط سوق التداول و ينعكس بالإيجاب على أسواق الإصدارات.

- إضافة صفة الإلزام و التطبيق للضوابط و المعايير الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، و ذلك بإصدارها على شكل قوانين و قبل ذلك يجوز أن تطرح على الجامع و المجالس العلمية و الفقهية إلى أن تجتد اتفاقاً أو إجماعاً عليها، و هذا حتى لا يحدث انحراف في تطبيق هذه المعايير و تعتبر خروجاً عن أسس الاقتصاد الإسلامي.

- يجب على الدول الإسلامية عامةً و الدول العربية خاصةً الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال المالية الإسلامية للاستفادة منها.

الهوامش:

1. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات رأس المال للصكوك و التصكيك و الاستثمارات العقارية، ماليزيا، جانفي 2009، ص03.
2. المعيار رقم 17، كتاب المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص238.
3. معبد علي الجارحي و عبد العظيم جلال أبوزيد، الصكوك قضايا فقهية و اقتصادية، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دولة الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص05.
4. طارق الله خان و أحمد حبيب، إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 2003، ص55.
5. عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي و الحاجة الى تشريعات جديدة، مرجع سبق ذكره، ص44.

6. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص 240.
7. حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار الإسلامي، ورقة عمل مقدمة الى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، متاح على الرابط: www.hussein-hamed.com/pages.aspx?type=research >2012/01/16
8. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 244.
9. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 244.
10. تقرير المجلس الشرعي، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2008/02/14.
11. هيئة الأوراق المالية، تقرير السنوي 2004، ص 45.
12. سمورطه خليل نبيل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، جامعة غزة الإسلامية، 2007، ص 98.
13. Malaysian Business Magazine, bursa's sukuk coup, Malaysia, 16/09/2010.
14. سحاسورياني صقر الدين، سوق رأس المال في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته، مذكرة ماجستير، جامعة اليرموك، 2007، ص 38.
15. أسامة محمد احمد الفزلي، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، مجلة المال والصناعة، العدد السابع عشر، 1999، ص 24.
16. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة في المقومات والأدوات -من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2008، ص 178.
17. Alhabshi Datuk Syed Othman, **Development of capital market under Islamic principles**, conference on managing & implementing interest-free banking/ islamic system, concord Hotel, Kula Lumpur, Malaysia, january 25-26, 1994, p 6.
18. محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم الى ندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية -، مركز الملك فهد للمؤتمرات السعودية، ص 16، 17.

قائمة الملاحق:

الملحق رقم 01: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2001-2014

الوحدة: مليار دولار أمريكي

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
إجمالي الإصدارات في العالم	1.172	1.371	7.057	9.465	13.69	33.83	50.04	24.26	37.90
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014				
إجمالي الإصدارات في العالم	52.97	92.40	131	119.7	127.3				

Source: Sukuk Report , International Islamic Financial Market

أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية - دراسة قياسية -

الملحق رقم 02: تطور إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة: 2014-2005.

الوحدة: مليار رينجت ماليزي

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنوات	الإصدارات
76.04	99.13	71.09	78.9	40.33	34	43.2	121.3	42.02	43.32		إجمالي الصكوك الإسلامية
42.08	48.5	32.21	33.43	23.25	23.5	96.8	37.5	33.81	19.34		إجمالي السندات التقليدية
118.15	147.63	103.3	112.33	63.58	57.5	140	158.8	75.83	62.66		مجموع السندات الكلية
64.38	67.15	68.81	70.23	63.43	59.13	30.85	76.4	55.41	96.13		نسبة الصكوك إلى السندات الكلية %

Source : Securities commissions, annual report : (2005.2006.2008.2010.2012.2013.2014).

الملحق رقم 03: إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع خلال سنة 2014

الوحدة: نسبة مئوية (%)

نوع الصكوك الإسلامية	صكوك المراجعة	صكوك المشاركة	صكوك الوكالة بالاستثمار	صكوك المضاربة	صكوك الإحارة	الصكوك المختلطة
نسبة إصدارها من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية	79.49	8.42	3.94	2.63	1.31	4.21

Source : Securities commissions of Malaysia annual report 2014, p144.

الملحق رقم 04: تطور حجم إصدارات صكوك المراجعة مقارنة بإجمالي الإصدارات من الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2014-2001

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
0.56	23.04	3.94	14.51	5.8	1.5	5.9	1.35	قيمة الإصدارات من صكوك المراجعة (مليار رينجت ماليزي)
1.3	19	9.4	33.5	38.27	12.7	33	10	نسبة إصدارات صكوك المراجعة من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية (%)
								السنوات
		2014	2013	2012	2011	2010	2009	قيمة الإصدارات من صكوك المراجعة (مليار رينجت ماليزي)
		60.47	32.15	39.1	7.10	3.30	0.15	نسبة إصدارات صكوك المراجعة من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية (%)
		79.5	32.26	55	9	8.2	0.4	

Source : Securities commissions of Malaysia Annual Reports : (2001,2002,2003,2004,2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014)

الملحق رقم 05: جدول يمثل إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية مقيمة بالمليون دولار أمريكي و أسعار اغلاق المؤشر العام في كل سنة للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2001-2013

السنوات	التغير الناتج : قيمة المؤشر Value of the index	التغير المستقل: حجم الصكوك المصدرة (مليار دولار أمريكي) Value of Sukuk issuance
2001	696.02	680
2002	646.32	761
2003	793.94	4073
2004	907.43	4957
2005	899.43	7311
2006	1096.24	15060
2007	1445.03	26529
2008	876.78	5897
2009	1272.78	12477
2010	1518.91	40079
2011	1530.73	58236
2012	1688.95	102020
2013	1872.52	82400

Source :- Securities commissions of Malaysia Annual Reports : (2001,2002,2003,2004,2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013).
- <http://www.sc.com.my>.

الملحق رقم (06): نتائج الدراسة

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables Supprimées	Méthode
1	680, ^b	.	Entrée

- a. Variable dépendante : 696,
b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,887 ^a	,787	,766	191,765	1,618

- a. Valeurs prédites :(constantes),680,
b. Variable dépendante :696,

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
Régression	1362486,575	1	1362486,575	37,051	,000 ^b
1	367736,342	10	36773,634		
Résidu Total	1730222,917	11			

- a. Variable dépendante :696,
b. Valeurs prédites (constantes),680,

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	900,922	75,388		11,951	,000
1	680,	,010	,002	,887	,000

- a. Variable dépendante :696,