

واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية
-التجربة الماليزية نموذجا-

د. نورة زيان

د. صارة زعيتري

جامعة الجلفة

ملخص المقال:

صناعة الصكوك الإسلامية زيادة ثقة المتعاملين بالمالية الإسلامية بشكل عام، وهذا لما تتميز به من استقرار وصمود أمام التقلبات كما أنها تعد نظاماً مالياً أخلاقياً مقارنة مع النظام المالي الرأسمالي الذي تعرض للعديد من الأزمات المالية. لذا تسعى العديد من دول العالم للبحث وسائل التمويل الإسلامية لتغطية العجز في الموازنة العامة وتمويل مشاريعها الاستثمارية، عن طريق تطوير آليات العمل المصرفي لتصبح متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا التنافس ليس فقط على مستوى الدول العربية والإسلامية مثل ماليزيا التي تعتبر عاصمة التمويل الإسلامي في العالم حالياً، بالإضافة إلى السعودية وإندونيسيا والبحرين، بل امتد ليشمل بلداناً أخرى ليست إسلامية مثل الهند وروسيا وبريطانيا وسنغافورة.

الإشكالية:

ما أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الماليزي، وكيف تساهم في تفعيلها وزيادة حجم التداول بها؟

الأسئلة الفرعية:

-ماذا نعني بالصكوك الإسلامية كبديل شرعي، وماهي ضوابطها

-إلى ما يرجع سبب نجاح التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية؟

الفرضيات:

-تعتبر الصكوك الإسلامية بديلاً شرعياً للسندات التقليدية، حيث تخضع عمليات إصدارها وتداولها لمجموعة من الضوابط المستقاة من مبادئ الشريعة الإسلامية.

-من عوامل نجاح التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية توفير بيئة قانونية مناسبة لدعم عملية التصكيك وفق ضوابط الشريعة الإسلامية.

تعتبر الصكوك الإسلامية من أكثر المنتجات الإسلامية التي لاقَت اهتماماً خلال السنوات الماضية، لما توفره من وسائل تمويلية لمشاريع التنمية على المستوى الحكومي من خلال الصكوك السيادية، أو على مستوى القطاع الخاص والمؤسسات المالية من خلال الصكوك التجارية، وتهدف هذه الدراسة لمعالجة موضوع الصكوك الإسلامية وذلك من خلال تسليط الضوء على مفهوم وأنواع الصكوك الإسلامية وكذا الدور الذي تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية، وقد تم التطرق للتجربة الماليزية والتي تعتبر رائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، صكوك الإجارة، التجربة الماليزية، السوق المالي الإسلامي، هيئة الأوراق المالية الماليزية.

Article summary:

Islamic Sukuk is considered one of the most Islamic products that have received attention during the past years, because it provides financing means for development projects at the governmental level through sovereign sukuk, or at the level of the private sector and financial institutions through commercial Sukuk, and this study aims to address the issue of Islamic Sukuk by Through highlighting the concept and types of Islamic Sukuk as well as the role it plays in achieving economic development, the Malaysian experience, which is a pioneer in the field of Islamic Sukuk issuance, has been touched upon.
key words: Islamic Sukuk, Ijara Sukuk, Malaysian Experience, Islamic Financial Market, Malaysian Securities Commission.

تمهيد:

لقد تزايد في السنوات الأخيرة الاهتمام بالتمويل الإسلامي وخاصة الصكوك الإسلامية كأحد أهم البدائل عن وسائل التمويل التقليدية، ومن أسباب ازدهار

أهمية البحث:

-التعريف بالصكوك الإسلامية ومختلف أنواعها وخصائصها.

-تسليط الضوء على التجربة الماليزية في مجال إصدار الصكوك والتعامل بها.

أهداف البحث:

-التعرف على ماهية الصكوك الإسلامية

-تهدف الدراسة إلى واقع صناعة الصكوك الإسلامية في العالم وفي ماليزيا وحجم التطور الذي وصلت إليه.

الدراسات السابقة:

حظي موضوع الصكوك الإسلامية بالعديد من

الدراسات ونذكر منها مايلي:

دراسة أمل علي إبراهيم وآخرون¹ 2018: تهدف

الدراسة إلى معرفة دور الصكوك الإسلامية كأداة

للتمويل في النمو الاقتصادي, عن طريق تناول تجارب

حقيقية لإصدار تلك الصكوك في كل من ماليزيا

والإمارات العربية المتحدة وبريطانيا في الفترة الزمنية

(2007 - 2015) , وعلى هذا الأساس تم تكوين

عينة الدراسة من مجموعة مؤشرات عامة (الناتج

المحلي الإجمالي وعدد السكان والاستثمار الأجنبي

المباشر) حيث تم إعداد نموذج قياسي باستخدام

برنامج **EvIEWS 7**. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها

الدراسة وجود علاقة طردية بين إصدار الصكوك

الإسلامية والناتج المحلي الإجمالي (مؤشر معبر عن

النمو الاقتصادي) ، وقد حاولت

الدراسة تقديم توصيات لمصر بناءً على التجارب

محل الدراسة.

دراسة فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين² 2019:

التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، تعد

ماليزيا من الدول الرائدة في إصدار الصكوك

الإسلامية حسب تقرير السوق المالية الإسلامية

الدولية IIFM السنة 2018، حيث بلغ الحجم العام

لإصدار الصكوك 97.9 مليار دولار أمريكي، واحتلت

ماليزيا الصدارة بمعدل إصدار إجمالي بلغ 32.8 مليار

دولار أمريكي وهو ما يمثل 33.5% من إجمالي

الإصدارات العالمية. في ظل بروز التجربة

الماليزية الرائدة في إصدار الصكوك، يأتي هذا البحث

لدراسة ماهية الصكوك الإسلامية وخصائصها وأنواع

الصكوك المتداولة في ماليزيا، ومرحلة عملية

التصكيك، والأطر التوجيهية والتنظيمية لعملية إصدار

الصكوك وتداولها في ماليزيا. اعتمدت هذه الدراسة

على المنهج الاستقرائي في جمع المعلومات المتعلقة

بالأطر التنظيمية وذلك من خلال المراجع والتقارير

الحديثة الصادرة عن الجهات الإشرافية الماليزية.

واعتمدت الدراسة أيضا على المنهج التحليلي في

عرض التجربة وتقويم مدى نجاعتها. وقد توصلت

الدراسة إلى أن التطورات التي شهدتها ماليزيا على

مستوى الإطار التنظيمي والقانوني يعود بالدرجة الأولى

إلى الدعم الحكومي لهذه الصناعة وهو ما جعلها مركزا

عالميا رائدا في إصدار الصكوك الإسلامية. ومما

خلصت إليه الدراسة أيضا أن نجاح التجربة الماليزية

يرجع للإطار القانوني والشرعي والرقابي الذي اعتمدته

في تنظيم سوق رأس المال الإسلامي وتسييره.

بالإضافة إلى التكامل بين الأطر القانونية والجوانب

الشرعية والمواءمة بين الضوابط والمعايير الشرعية

وبين مبادئ الرقابة والأنظمة القانونية؛ وهو ما أسهم

في زيادة الالتزام بأحكام الشريعة وتحسين معدلات

النمو والتوسع وجعل ماليزيا تجربة نموذجية رائدة في

الصكوك الإسلامية.

دراسة العرابي مصطفى³ 2016: دور الصكوك

الإسلامية في تمويل الاقتصاد (ماليزيا نموذجا).

تهدف الدراسة إلى التعريف بالصكوك

الإسلامية كأداة تمويلية وعرض واقعها في سوق

الأوراق المالية الإسلامية الماليزية ، كما تبين الدور

التحتية والتنمية وكذلك دورها في حل مشكلة المديونية ومعالجة العجز في الموازنة العامة وقد تم التطرق للتجربتين الماليزية والسودانية في مجال إصدار الصكوك الحكومية.

دراسة أسامة عبد الحليم الجورية 2009⁶: صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد ، وتتناول جمع وترتيب وتنسيق ما يخص صكوك الاستثمار مع بيان أهمية الضوابط الشرعية في دور كل نوع من أنواعها في تحقيق التنمية بما يناسب ومجال تطبيقه ، كما تتناول رصد تأثير الصكوك على تنمية الاقتصاد عموماً.

وتتناول الدراسة أيضاً صكوك الاستثمار وتاريخ نشأتها وخصائصها وأنواعها ، ودور الصكوك التنموية من حيث أهميتها الاقتصادية والمالية وتأثيرها على الاقتصاد الجزئي والمحلي والعالمي.

أولاً - مفهوم الصكوك الإسلامية:

1- تعريف الصكوك الإسلامية:

-يقصد بالصكوك الإسلامية: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في سوق الأوراق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"⁷.

-وعرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "أداة استثمارية تعتمد على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس مال، على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها، لأنهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"⁸.

من خلال التعريفين السابقين يمكن أن نستنتج تعريفاً للصكوك الإسلامية على أنها أدوات استثمارية متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية حقيقية لأفراد أو مشروع استثماري في رأس المال ويصدر على

الذي تلعبه هذه الصكوك في تمويل الاقتصاد الماليزي وذلك من خلال عرض وتحليل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية.

وتوصلت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية تساهم بشكل كبير في تمويل الاقتصاد الماليزي ، وقد تم الاعتماد عليها في تمويل مختلف القطاعات خاصة قطاع البنية التحتية ، كما أن الصكوك الإسلامية استطاعت أن تؤثر بشكل إيجابي على أهم المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا من بينها الناتج المحلي الإجمالي ، وميزانية الدولة.

دراسة غالمي زهير 2016-2017⁴، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بين البدائل التقليدية والبدائل الإسلامية -عرض تجارب دولية-. وتهدف الدراسة إلى التعرف على الموارد الإسلامية وقيمتها الاقتصادية ومساهمتها في تمويل عجز الموازنة العامة والبحث عن الصيغ المقبولة إسلامياً في التمويل لعلاج مشكلة العجز في الموازنة العامة حتى تتوافق مع الشريعة الإسلامية وأيضاً تهدف الدراسة إلى المساهمة في تطبيق الشريعة في الأنشطة التمويلية والبنكية والاقتصادية. كما توصلت الدراسة إلى إسهام البدائل الإسلامية بشكل فعال في حل المشكلات الاقتصادية المعاصرة ، كما أن صيغ التمويل الإسلامية يمكن أن تكون أكثر فعالية في حل مشكلة عجز الموازنة العامة مقارنة بالسياسات الاقتصادية الانكماشية التي تقترحها المؤسسات الدولية للدول المدينة ، كما اتضح أن للصكوك والسندات الإسلامية قدرة على الحلول كبديل لتمويل العجز في الموازنة العامة وذلك لما توجده للدولة من وسائل تستطيع من خلالها توفير مبالغ مالية تكون رافداً لإرادتها العامة.

دراسة رفيق 20135: تهدف هذه الدراسة إلى الصكوك الإسلامية وأطراف وخطوات عملية التصكيك، وقد بينت الدراسة دور الصكوك الإسلامية ومشاريع البنية

ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج¹¹.

-صكوك الصناديق الاستثمارية: ويعرف الصندوق الاستثماري بأنه تجميع للأموال عبر الاكتتاب في صكوكه بغرض استثمارها في مجال استثماري معرف بدقة في نشرة الإصدار. وتتعدد مجالات استخدامها حيث يمكن أن تشمل كافة فروع الاقتصاد، وبالطبع منها المجالات المالية، وتصدر الصناديق بآجال وأحجام معينة (الصناديق المغلقة)، أو بآجال وأحجام غير محددة (الصناديق المفتوحة)¹².

-صكوك الاستصناع: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها والاكتتاب عليها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في تموين العين المصنوعة في عقد الاستصناع. تصدر هذه الصكوك من قبل الصانع (البائع)، ويكتتب فيها المشترون للعين المصنوعة. وتستخدم حصيلة الاكتتاب لتمويل تكلفة المصنوع. ويمتلك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها في الاستصناع العادي.

-الصكوك الخضراء: ظهرت فكرة "الصكوك الخضراء" للمرة الأولى في فرنسا عام 2012، ومنذ ذلك الحين جذبت الكثير من الانتباه، إذ سبق للبنك الإسلامي للتنمية أن ساهم بمبالغ كبيرة في قطاعات الطاقة النظيفة، وصلت إلى مليار دولار، في بلدان على رأسها المغرب وباكستان ومصر وتونس وسوريا، أما ماليزيا فشهدت لأول مرة إصدارا مماثلا مطلع سنة 2013، ضمن حزمة واسعة من الصكوك الإسلامية بلغت 1.5 مليار دولار¹³.

4- طرق التصكيك الإسلامية:

تكمن طرق التصكيك الإسلامي في طريقتين¹⁴:

-طريقة التصكيك البسيط أو التصكيك العام أو التصكيك المباشر: تصدر الصكوك بحسب هذه الطريقة لجمع الموارد المالية أولاً، توجه نحو مشروع

أساس عقد شرعي وفقاً لضوابط الشريعة الإسلامية مع تحمل الطرفين مخاطر العملية الاستثمارية كاملة.

2- خصائص الصكوك الإسلامية⁹:

-وثائق تصدر باسم مالكيها، بفئات متساوية القيمة، لإثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها.
-التداول فيها يكون وفق شروط وضوابط شرعية، لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
-تمثل حصصاً شائعة في موجودات قائمة، أو يتعين إيجادها، أو منافع، ولا تمثل ديناً على مصدرها.
-الصك الاستثماري الإسلامي يعطي حامله حصة من الربح إن وجدت، ويلزمه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.

-تؤطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك بعقد شرعي يتم الاستناد إليه.

-الصك الاستثماري الإسلامي، يخص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعادة يتم تحديدها مسبقاً.

3- أنواع الصكوك الإسلامية:

-صكوك المشاركة: تصدر هذه الصكوك بغرض إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، حيث يشارك كل من المقرض والمستثمر بحصة معينة ويتحملان الربح والخسارة، ويصبح حامل الصك شريكاً في المشروع وتدار هذه الصكوك على أساس الشركة أو على أساس المضاربة¹⁰.

-صكوك السلم: هي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع. وتعتبر صكوك السلم أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري، فمن

مرحلة إطفاء الصكوك: بمعنى استرداد القروض أو قيمة السندات عن طريق الدفع السنوي من صندوق الاستهلاك، ويتم ذلك عن طريق:

- توزيع ما في المشروع على أصحاب الصكوك مرة واحدة؛
- تصفية المشروع، وهو بيع المشروع وتحويله إلى نقد وسيولة، ومن ثم يأخذ كل واحد من أصحاب الصكوك حقه بقدر نصيبه.

6- عوامل إصدار الصكوك الإسلامية¹⁶:

ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل أهمها:

- إتاحة الفرص أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن إطار 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 الصكوك احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.

- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.

- تعتبر أداة تساع على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.

- المساهمة في جمع رأسمال لتمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل

استثماري معين، مثل مشاريع البنية التحتية والمرافق العامة، وهذا يتم من خلال طرح الصكوك على أساس صيغة تمويل إسلامي في السوق الأولية لتكون حصيلة الاكتتاب رأس مال المشروع المراد إنجازه.

طريقة التصكيك المهيكل أو التصكيك الخاص أو غير المباشر: تصدر الصكوك لغاية تحويل المشاريع أو الأصول القائمة إلى سيولة نقدية، وهذا يتم من خلال تحويل الأصول المالية والمعنوية المدرة للدخل إلى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال.

5- مراحل عملية التصكيك:

سنتطرق من خلال هذا العنصر إلى مختلف المراحل التي يتم من خلالها إصدار الصكوك¹⁵:

مرحلة جمع الأصول: هذه المرحلة تمثل المرحلة التي يقوم فيها مالك الأصول بتجميع ما عنده من أصول على مختلف أنواعها، كالقروض بأنواعها، والأعيان المؤجرة في محفظة التصكيك، قاصداً بذلك تسهيلها عن طريق بيعها على المستثمرين، بعد تحويلها إلى صكوك الاستثمار.

مرحلة نقل الأصول: من المنشئ (originator) إلى المنشأة ذات الأغراض الخاصة (SPV).

مرحلة تصكيك الأصول: وفي هذه المرحلة تقوم المنشأة ذات الغرض الخاص (SPV) بالإجراءات التالية:

- إعادة تحويل الأصول وتقسيمها إلى وحدات لكي توافق حاجات المستثمرين في المجال الاقتصادي، يعني أن تجعل كل نوع من الأصول على حدى، مثل أن تجعل وحدة القروض على حدى؛
- تحويل الأصول إلى صكوك متساوية القيمة ذات عائد دوري ثابت قابل للتداول؛
- بيع الصكوك للمستثمرين.

-تجميع وحشد المدخرات: تعتبر الصكوك أداة تساعد في جمع رأس المال لتمويل المشروعات الاستثمارية من خلال تعبئة مواردها من المستثمرين، فتتبع إصداراتها من حيث آجالها، مما يجعلها قادرة على تعبئة المدخرات من مختلف هذه الفئات وأبرز مثال على هذا صكوك صناديق الاستثمار¹⁷.

-إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي: إن آلية الفوائد المسبقة -الربا- في الاقتصاد الوضعي تؤدي إلى تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة، وهذا ما يؤدي إلى اتساع الفجوة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، أما في الاقتصاد الإسلامي فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي النقدي، وتعتبر الصكوك مثالا حيا في تحقيق التوازن المنشود، نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصولا قبل التصكيك، بالإضافة إلى إبتعادها عن الربا واعتمادها على الربح¹⁸.

-تحقيق التوزيع العادل للثروة: حيث أن الاستثمار الإسلامي يعتمد على مبدأ الربح والخسارة وهو أساس العدل في العمل الاقتصادي، كما أن الصكوك قائمة على المشاركة وبالتالي تتضمن عدالة توزيع الأرباح، ومن ناحية أخرى تتحقق العدالة في توزيع الثروة من خلال الزكاة التي تقوم بهذه العملية بشكل يتناسب مع حجم الثروات والموارد المتاحة¹⁹.

-معالجة الموازنة العامة²⁰: تتيح الصكوك الإسلامية الفرصة أمام أفراد المجتمع للمشاركة لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، حيث أنها تحتاج إلى تمويل ضخم لتنفيذ برامجها الاقتصادية وسد العجز في موازنتها. لذلك فيمكن للدولة أن تصدر الصكوك بأنواعها مع ما يتلاءم مع تحقيق هدفها وذلك لتمويل مشاريعها التي تحتاج إلى أموال ضخمة لتنشئ مشاريع مدرة للربح كي تساعد في علاج موازنتها.

الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأسمال المشروع.

-تساهم في الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع طويلة الأجل.

-تعمل الصكوك على تحسين القدرة الائتمانية والهيكلي التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا.

-التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحد الائتماني للشركة في البنوك، حيث إن كثيرا من الشركات العملاقة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك المحلية، والإقليمية، مما يجعل مهمة الحصول على التمويل من الصعوبة بمكان، وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبوابها ائتمانية جديدة.

7- دور الصكوك الإسلامية على المستوى الاقتصادي:

تعد الصكوك الإسلامية من أهم البدائل للاقتصاد الربوي حيث يمكنها المساهمة في تحقيق تنمية اقتصادية وذلك عن طريق الاستثمار الذي ينتج عنه زيادة الطاقة الإنتاجية الفعلية للبلد وذلك لقدرتها علي حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات الاستثمارية الكبرى، كما أن الصكوك الإسلامية تكون قادرة علي تحقيق التوزيع العادل للثروة فهي وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر.

ويمكننا حصر أهمية الصكوك على الاقتصاد

في النقاط التالية:

-تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماته.

-يزيد التصكيك من قدرة المنشأة على زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.

-توفر عمليات التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة.

-تساعد عمليات التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي دون الحاجة إلى استثمارات إضافية.

-لا تتعامل بالدين، وإنما تشجع وتحفز على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية، كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات، الذي يؤدي إلى ربط الاقتصاد الحقيقي بالاقتصاد المالي.

-الحد من التضخم، وذلك عن طريق مساهمة هذه الأدوات في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لإيجاد فرص استثمارية جديدة.

-إنها تقدم قناة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم، ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها، لأن المفروض في هذه الصكوك أن تكون لها سوق ثانوية تباع فيها وتشتري.

-مسايرة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلاً عن انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج.

-تنوع صكوك الاستثمار وتعددتها، فهناك أنواع قائمة على التبرعات والبر والإحسان، وأساليب للتمويل قائمة على المشاركات (الصكوك الخيرية والصكوك الاستثمارية) وهذا يتيح فرصاً ومجالات أكثر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

حل مشكلة المديونية: أما بالنسبة لدور الصكوك في حل مشكلة المديونية سواء كانت ديوناً خارجيةً أو ديوناً داخليةً في شكل قروض ربوية، فإنه بإمكان الدولة تحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة تقدمها الدولة مثل خدمات التعليم أو الصحة أو النقل أو عن طريق صكوك استصناع سلع تنتجها الدولة بحيث يحصل حاملها على سلع بقيمة ماقدموه من قروض سابقاً²¹.

تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية: للصكوك الإسلامية دور كبير في تدعيم وتطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية بشكل عام وسوق الأوراق الإسلامية بشكل خاص وذلك من خلال دورها في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات الإسلامية من ناحية واجتذاب مثير من المتعاملين ورؤوس الأموال إلى تلك السوق من ناحية أخرى. كما أن الصكوك ساهمت في حل بعض المشكلات التي تواجه نمو وتطور أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية الإسلامية منها مشكلة وجود الفرص الاستثمارية الجاهزة، عدم فاعلية الأدوات المالية التقليدية لتعبئة المدخرات وتمويل التنمية الاقتصادية، والاعتماد على المؤسسات الدولية للحصول على التمويل اللازم وعلى حركة رءوس الأموال الخارجية والتخوف من الانفتاح على الأسواق الخارجية.

المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية: تستطيع الصكوك الإسلامية أن تحقق تنمية اقتصادية حيث أنها تتميز بالخصائص التي تجعلها معدة لدور الوساطة بين المدخرين والمستثمرين، كما أنه ينشأ عنها استثمار حقيقي من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنية التحتية كالنفط والغاز والطرق والموانئ وغيرها، كذلك لتمويل للتوسعات الرأسمالية للشركات²². ويمكن تفصيل هذا الدور في النقاط التالي:

-مخاطر النظم والتشريعات القانونية المعمول بها في الكثير من الدول، وعدم تناسب أغلب بنودها مع أحكام الشريعة الإسلامية، سوء الإدارة والتعدي والتقصير.

-مخاطر ائتمانية ناتجة عن عدم كفاءة العميل وعدم رغبته في السداد، مما يعد عائقا على منشأة مصدر الصكوك ومانحه الائتمان للعميل، كما تنتج المخاطر الائتمانية كذلك في حالة استخدام حيلة الاكتاب في الصكوك في مشاريع تجارية تقوم على المبادلات.

-مخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية الأصول، وكونها تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

-مخاطر تقلبات سعر الصرف في المعاملات الآجلة.
-مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية سواء بفعل عوامل حقيقية أو عوامل مصطنعة كالإشعاعات والاحتكار، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك.
-مخاطر التضخم من خلال تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية وباعتبار الصكوك الإسلامية ذات عائد متغير فإن ارتباطها بالتضخم يكون طرديا بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

-مخاطر السيولة والناتجة عن عدم قدرة المصدرة على تلبية الالتزامات الخاصة بالمدفوعات في مواعيدها بطريقة فعالة لعدم كفاية السوق نتيجة انخفاض التدفقات النقدية للمشروع فجأة.

ثانيا- التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية:

إن التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت شركة ShellMSD SdnBhd بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990 تبع ذلك إصدار العديد من

-الصكوك الاستثمارية تقوم على أساس دراسات الجدوى من الناحية الاقتصادية، وعلى أساس الحلال من الناحية الشرعية، هذا يعني أن المشروعات عند دراستها تخضع للأولويات الإسلامية من ضروريات وحاجيات وتحسينات، مما يحقق تخصيصا أمثل للموارد.

-تساهم صكوك الاستثمار في القضاء على مشكلة البطالة وزيادة مستوى التشغيل وفي تشغيل الأموال المعطلة، كون هذه الصكوك تحقق رغبات المستثمرين والمدخرين على حد سواء.

-الصكوك الإسلامية أداة يمكن استغلالها لتمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية والمشاريع الضخمة التي تتطلب إقامة رؤوس أموال كبيرة، وهي بذلك تحقق فوائد لكل من المصدر والمستثمر²³.

8-مخاطر الصكوك الإسلامية:

تتعرض الصكوك الإسلامية للعديد من المخاطر الكلية يمكن توضيحها كما يلي²⁴:

-قلة الشفافية في بعض الإصدارات وهو وما دفع العديد من مؤسسات الإصدار للحصول على تقييم ائتماني من مؤسسات التقييم العالمية بغرض تقليل المخاطر للاكتاب في بعض الإصدارات.

-غياب السوق الثانوية مما يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محدودة من المؤسسات المالية وبعض الشركات والأفراد، وذلك نظرا لقلة عدد الصكوك المطروحة، وكذلك رغبة حاملها في الاحتفاظ بها باعتبارها تدر عائدا مضمونا.

-مخاطر السياسة النقدية من حيث تجاوزها مع المتغيرات وحرية تحويل النقد وانتقال الأموال واستقرار قيمة العملة، وكذا مخاطر السياسة المالية لمعرفة قياس مدى نجاح تحقيق التوازن بين النفقات العامة والإيرادات وإدارة السياسة الضريبية.

تعتبر هذه الصكوك أحد الأدوات المالية الاستثمارية المتوسطة، أو الطويلة الأجل، والتي تصدرها الشركات الماليزية الخاصة، كشركات المساهمة، أو البنوك، والتعامل بها يكون تحت رقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، ويتم إصدار هذه الصكوك لعدة أغراض، أهمها: الاقتصادية، والاستثمارية، والادخارية، وتصدر هذه الصكوك وفق مبادئ المرابحة، الإجارة، الاستصناع، المشاركة، البيع بالثمن الآجل.

2- الإطار التنظيمي والقانوني لإصدار الصكوك بماليزيا:

تحكم عملية إصدار الصكوك قوانين وهيئات إصدار ورقابة وسنتطرق لها فيما يلي.

1-2- هيئات الإصدار والرقابة:

تتمثل هيئات الإصدار والرقابة في هيئة الأوراق المالية بماليزيا الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا والهيئات الرقابية الشرعية للسوق المالي الإسلامي.

1-2-2- هيئة الأوراق المالية الماليزية:

تعتبر هيئة الأوراق المالية بماليزيا الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، تأسست عام 1993 لتشرف على تنظيم سوق رأس المال وتطويره، وهي جهة ذات شخصية اعتبارية وقانونية مستقلة لها سلطة التحقيق والتنفيذ، ولها صلاحيات وسلطات قانونية مخولة لها بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية، وهي الهيئة الوحيدة التي تقوم بالإشراف على سوق رأس المال وتطويره²⁶.

وفي ما يلي أهم وظائف هيئة الأوراق المالية الماليزية²⁷:

-تشرف على السجلات وعمليات التبادل ومراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة، كما تقوم بتسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في البورصة؛

الأدوات الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه²⁵، وفي فيفري من سنة 1994 أسست BMB Securities Sdn. Bhd وفقاً لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسة الإسلامية. وفي أبريل 1999 تم وضع مؤشرا لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة Shariah Index. حيث أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي من الأسهم المتوافقة مع الشريعة وفقاً للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة على اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية. وتعد هذه التطورات الإيجابية خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

1- أنواع الصكوك بماليزيا:

تصنف الصكوك في ماليزيا حسب جهة إصدارها، وتنقسم إلى:

1-1- الصكوك الحكومية (القطاع العام):

ويقصد بها الصكوك التي تصدرها الدولة، أو البنك المركزي، أو البنوك الحكومية، أو المؤسسات التابعة للحكومة أو المؤسسات شبه الحكومية والتي تم إصدارها سنة 1983، وتستخدم لتمويل أحد مشروعاتها العامة، أو المشروعات الخاصة بالبنية التحتية، أو لأجل التنمية الاقتصادية أو الاجتماعية أو الصناعية أو نحوها، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات، وقد تم تطوير صيغتها وفق مبدأ البيع بالثمن الآجل.

2-1- الصكوك الصادرة من طرف الشركات (القطاع الخاص):

من التأكد من مطابقة هذه الأمور لأحكام الشريعة وإرشادات اللجنة الاستشارية الشرعية.

2-2- الإطّار القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا²⁹: يعتبر الإطّار القانوني أحد الأطر التنظيمية التي تحكم عمليات سوق رأس المال وتراقب المتعام فيه، والقوانين التالية تمثل أهم التشريعات المطبقة على سوق رأس المال الإسلامي والصكوك في ماليزيا:

- قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007: ويعتبر القانون الرئيسي الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها وتم سنه في مايو عام 2007م من قبل مجلس البرلمان الماليزي.

- قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية عام 1993: تعتبر هيئة الأوراق المالية بماليزيا الجهة الرقابية العليا في سوق رأس المال في ماليزيا، وهي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية تأسست عام 1993 لتشرف على تنظيم سوق رأس المال وتطويره.

- قانون الشركات عام 1965: هذا القانون هو الوحيد الذي يحكم كل الشركات التي تعمل في سوق رأس المال الماليزي، ويوجد فقط ثلاثة أنواع من الشركات الملزمة قانونيا بأن تكون مسجلة للحصول على رخصة عمل وهي:

- الشركات المحدودة بالأسهم؛
- الشركات المحدودة بالضمان؛
- الشركات غير المحدودة.

- قانون الخدمات المالية الإسلامية عام 2013 (IFSA): يعتبر قانون الخدمات المالية الإسلامية ذروة الجهود المبذولة في إطار تطوير الإطّار القانوني وهو قانون موحد يتضمن قانون المصرفية الإسلامية لعام 1983 م، والمواد المناسبة لأنشطة المالية الإسلامية وعملياتها من قانون المصرفية والمؤسسات المالية. كما تتضمن أيضا نصوصا هامة تخص

-تقوم بالمهام الرقابية على المعاملات الخاصة بالأوراق المالية، ومراقبة الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات داخل ماليزيا؛
-الإشراف على السير الحسن لعمل المؤسسات في السوق المالي.

2-2-2- الهيئات الرقابية الشرعية للسوق المالي الإسلامي²⁸: لقد أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية عدة هيئات رقابية شرعية، كاللجنة الاستشارية الشرعية والتي تعتبر الجهة الشرعية العليا، ويساعدها في ذلك قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة والذي تتمثل أهم مهامه بدراسة الأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق، بالإضافة إلى المستشار الشرعي الذي لديه دور محوري في عملية إصدار الصكوك، وذلك راجع إلى ما يضيفه من شرعية على الأوراق المالية ومدى مطابقتها للتنظيمات والإرشادات المعمول بها، ومن بين أهم مسؤوليات المستشار الشرعي كالتالي:

- تحضير المسودة الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية: تحضر الجهة المصدرة مسودة قبل إصدار الصكوك ويجب أخذ مشورة المستشار فيها يخص الوثائق اللازمة، بالإضافة إلى فحص ودراسة المسودة للتأكد من مدى موافقتها لأحكام ومبادئ الشريعة.

- عملية إصدار الصكوك الإسلامية: في هذه المرحلة يقوم المستشار الشرعي بالتأكد من أن كافة الأمور المتعلقة بالصكوك وآليات إصدارها تتماشى والضوابط الشرعية.

- الأمور الإدارية والتشغيلية: تشتمل عملية إصدار الصكوك الإسلامية على كثير من الإجراءات الإدارية والتشغيلية، ومن أهم الأمور الوضوح والشفافية للشركة المصدرة للأصول، ويقوم المستشار الشرعي بفحص وتدقيق في نشاط الشركة وذلك بصورة مستمرة، كما يدرس مدى احترام نسبة الأعمال المحرمة والتقيدها، وكل هذا حتى يتمكن المستشار

من مؤسسات ذات سيادة، وشبه سيادية، ومؤسسات مالية، ومنها تصدر بشكل رئيسي من دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا.

يوضح الجدول أدناه أن إصدارات الصكوك المحلية قد ارتفعت من مستوى 79.06 مليار دولار أمريكي لعام 2017 إلى 90.16 مليار دولار أمريكي، وجاء الجزء الأكبر من هذه الزيادة من مساهمة السوق الماليزية البالغة 48.6 مليار دولار أمريكي تليها المملكة العربية السعودية 14.2 مليار دولار أمريكي واندونيسيا 13.5 مليار وتركيا 6.8 مليار دولار³¹.

إذا قمنا بتحليل الإصدارات المحلية للسنوات السابقة لماليزيا، كان هناك ارتفاع هامشي في إصدارات الصكوك المحلية من دول العالم حيث بلغت الإصدارات المحلية السابقة لماليزيا حوالي 41 مليار دولار أمريكي في عام 2018 مقابل 37 مليار دولار أمريكي في عام 2017. اللاعبون الرئيسيون في السوق المحلي خارج ماليزيا هم المملكة العربية السعودية واندونيسيا وتركيا.

2- حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا³²:

(أنظر الشكلين رقم 01 و 02 في الملحق) حافظت ماليزيا على هيمنتها في سوق الصكوك العالمية، حيث شكلت 50.5% من إصدار الصكوك العالمية، تليها المملكة العربية السعودية (19.9%) كما في نهاية أكتوبر 2018. خلال النصف الأول من عام 2018، احتفظت ماليزيا بمكانتها كأكبر جهة مصدرة في العالم مع حصة 41 %، بزيادة عن 33 % قبل عام. وقد أصدرت صكوك بقيمة 22.4 مليار دولار أمريكي خلال الفترة، بزيادة قدرها 9 % عن النصف الأول من عام 2017. عكست الزيادة طفرة في إصدار الشركات عبر مجموعة واسعة من القطاعات وكذلك زيادة في حجم أدون الخزانة الإسلامية قصيرة الأجل الصادرة عن البنك المركزي الماليزي.

تطوير الصناعة المالية الإسلامية والتوسع في أنشطتها التجارية. ويهدف قانون 2013 FSA إلى تعزيز الاستقرار المالي، والامتثال للأحكام الشرعية.

ثالثاً- تطور إصدار الصكوك الإسلامية:

فيما يلي نستعرض أهم تطورات التي تشهدها إصدارات الصكوك على المستوى العالمي وفي ماليزيا خاصة.

1- تطور إصدارات الصكوك الدولية والمحلية³⁰:

(أنظر الجدول رقم 01 في الملحق) سجل الإصدار المحلي أكبر إصدار سنة 2007 بقيمة 36.18 مليون دولار أمريكي في حين بلغ الإصدار الدولي 14 مليون دولار أمريكي مقارنة بالفترة السابقة (2001-2006)، يرجع ذلك لفائض السيولة الذي حققته البنوك الإسلامية نتيجة الطفرة النفطية التي عرفت خاصة دول الخليج والتي تعمل على البحث فرص استثمارية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وعرفت سنة 2008 تراجعاً كبيراً في إصدار الصكوك وذلك راجع لانعكاسات الأزمة المالية العالمية مؤدية إلى تراجع الاستثمار في الصكوك الإسلامية، لتعرف ارتفاعاً كبيراً في إصدار الصكوك الإسلامية من سنة 2009 إلى 2013 وذلك راجع لزيادة المشاريع والبرامج الإنفاقية الضخمة التي أطلقتها الحكومات، والتحسين الذي عرفتة الصناديق السياسية، والتوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية. كما عرفت الفترة المالية من سنة 2014 إلى 2016 تذبذباً بين الانخفاض والزيادة عن الفترة السابقة.

وفي عام 2018 بلغ إجمالي إصدارات الصكوك الدولية 32.98 مليار دولار أمريكي، مما أدى إلى انخفاض قدره 4.66 مليار دولار أمريكي عن مستوى عام 2017 البالغ 37.64 مليار دولار أمريكي مما يعني أن عام 2017 كان أفضل عام حيث كانت أعلى قيمة للصكوك الدولية إصدار سُجل منذ بداية سوق الصكوك على الرغم من تنوع جهة إصدار الصكوك

عقودًا إسلامية مختلفة مثل الإجارة والمرابحة والمشاركة والوكالة والهياكل المبنية على مزيج من عقود الشريعة. تدعم هياكل الصكوك نشاط اقتصادي حقيقي وتتمتع بالقدرة على الاستفادة من قاعدة أوسع للمستثمرين الذين لديهم التوجه الإسلامي والتقليدي بما في ذلك المستثمرين الأجانب.

في سبتمبر 2018، قامت هيئة الأوراق المالية (SC) في ماليزيا بتحرير إطارها التنظيمي لتسهيل وصول أكبر لمناجر التجزئة إلى سوق السندات والصكوك في ماليزيا. سيتيح إطار العمل المحرر عملية إصدار أكثر كفاءة لسندات الشركات والصكوك التي يتم عرضها على مستثمري التجزئة³³.

3- تطور إصدار مختلف أنواع الصكوك في ماليزيا:

تصدر الصكوك الإسلامية الماليزية من قبل الشركات الخاصة وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل والمرابحة، الالمشاركة والإجارة، (أنظر الجدول رقم 02 في الملحق).

من خلال الجدول نلاحظ تطور كبير في إصدار صكوك المرابحة خلال سنتي 2011 و2012، حيث بلغ سنة 2011 قيمة 10.10 مليار رنجيت ماليزي ليتضاعف عشر مرات سنة 2012 بـ 109.31 مليار رنجيت ماليزي، ويرجع ذلك بسهولة إصدارها وتحضى بقبول تداولها من طرف المستثمرين، لتراجع سنة 2013 وتنخفض إلى 47.3 مليار رنجيت ماليزي بسبب زيادة إصدار صكوك المرابحة، ثم ارتفعت من جديد خلال الفترة 2014-2016 وهذا لأنها تعد الممول الرئيسي لعدة مشاريع استثمارية، كما نلاحظ تذبذبا وانخفاضا في إصدار صكوك المشاركة حيث سجلت سنة 2012 أعلى قيمة إصدار بـ 16.46 مليار رنجيت ماليزي خلال هذه الفترة وهذا راجع للاعتماد على صكوك المشاركة في تمويل المشاريع، وبالنسب لصكوك الإجارة فقد سجلت ارتفاعا

يواصل سوق الصكوك المحلي في ماليزيا العمل كمنصة مهمة وجذابة للجهات الحكومية والشركات لجمع الأموال طويلة الأجل لتلبية احتياجات التنمية الاقتصادية والتجارية والبنية التحتية. في النصف الأول من عام 2018 ، بلغت إصدارات الصكوك من قبل الحكومة والشركات 99.36 مليار رنجيت ماليزي ، تمثل 52.02% من إجمالي إصدارات السندات ، مقارنة مع 79.01 مليار رنجيت ماليزي في النصف الأول من عام 2017. بلغ إجمالي الصكوك القائمة 818.41 مليار رنجيت ماليزي أو 59.59% من إجمالي السندات القائمة ، مقارنة مع 718.41 مليار رنجيت ماليزي في النصف الأول من عام 2017.

إصدارات صكوك الشركات 75.22% من إجمالي سندات الشركات وإصدارات الصكوك، في حين شكلت صكوك الشركات القائمة 75.53% من إجمالي سندات الشركات والصكوك القائمة.

كما في نهاية نوفمبر 2018 ، بلغت صكوك الشركات غير المسددة 4.999 مليار رنجيت ماليزي مقارنة بسندات السندات التقليدية البالغة 158.36 مليار رنجيت ماليزي ، أي ما يمثل 75.94% من إجمالي السندات القائمة. بلغ إجمالي إصدار صكوك الشركات 68.44 مليار رنجيت ماليزي مقارنة بسندات تقليدية بقيمة 31.18 مليار رنجيت ماليزي. في نهاية نوفمبر 2018 ، بلغ إجمالي الصكوك غير المسددة 839.36 مليار رنجيت ماليزي أو 59.59% من إجمالي السندات القائمة بينما بلغ إجمالي إصدارات الصكوك الصادرة عن الحكومة والشركات 183.73 مليار رنجيت ماليزي.

في ماليزيا، يوفر سوق الصكوك حلولاً مخصصة لمصدري الشركات والسندات من خلال مجموعة متنوعة من هياكل الصكوك التي تستخدم

-الصكوك الإسلامية هي أدوات استثمارية متساوية القيمة تمثل حصص لأفراد أو مشروع استثماري في رأس المال وفقاً لضوابط الشريعة الإسلامية.

-إن تنظيم عملية الصكوك يبدأ من عملية الإصدار، ثم التداول، وصولاً إلى ما سماه مرحلة الإطفاء، أي انتهاء أجله بسداد الدين.

-تنوع الصكوك الإسلامية: صكوك المضاربة، وصكوك الإجازة، وصكوك الاستصناع، وصكوك المرابحة، وصكوك المزارعة، وصكوك المغارسة. وكل نوع له دور على المستوى الاقتصادي، سواء في المجالات الإنتاجية، كالزراعة والصناعة، أو في المجالات المالية والاستثمارية، مثل المرابحة.

-تعتبر الصكوك الإسلامية كبديل لمصادر التمويل التقليدية، كما أن لها دور في التنمية الاقتصادية.

-إن تنوع الإصدارات من الصكوك الإسلامية يزيد من خيارات وفرص الاستثمارات والخدمات من قبل المستثمرين

-احتلت ماليزيا الصدارة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية فقد بلغ حجم الصكوك الصادرة لسنة 2018 قيمة 32.8 مليار دولار أمريكي وهو ما يمثل 35% من إجمالي الإصدارات العالمية.

-من أهم عوامل نجاح التجربة الماليزية في مجال إصدار الصكوك الإسلامية هو توفير بيئة تشريعية وقانونية مناسبة، وذلك من خلال هيئة الأوراق المالية المسؤولة عن إصدار القوانين والرقابة.

-في إطار برنامج صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول الأخضر (SRI) في ماليزيا، ارتفعت قيمة الصكوك التي تم إصدارها حتى الآن إلى 924 مليون دولار أمريكي وتمول معظمها مشاريع الطاقة الشمسية، وكذلك أيضاً التطوير العقاري الحضري.

-في سبتمبر 2018، قامت هيئة الأوراق المالية (SC) في ماليزيا بتحرير إطارها التنظيمي لتسهيل

من سنة 2011 بقيمة 19.54 مليار رنجيت ماليزي إلى سنة 2013 بقيمة 44.42 مليار رنجيت، ويرجع هذا الارتفاع لزيادة الوعي لدى المستثمرين المحليين بهذه الصكوك، ثم تتخفص خلال الفترة 2014-2016 وذلك راجع لنفس السبب وهو تزايد في إصدار صكوك المرابحة.

4-تطور إصدار الصكوك الإسلامية الخضراء في ماليزيا:

في إطار برنامج صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول الأخضر (SRI) في ماليزيا، ارتفعت قيمة الصكوك التي تم إصدارها حتى الآن إلى 924 مليون دولار أمريكي وتمول معظمها مشاريع الطاقة الشمسية، وكذلك التطوير العقاري الحضري (أنظر الجدول رقم 03 في الملحق).

صكوك إندونيسيا الخضراء بقيمة 1.25 مليار دولار أمريكي، تستهدف عدة مشاريع، لتصبح أول صكوك ملكية خضراء تصدر. في حين أن بعض هذه السندات قد خضعت لمراجعة خارجية، مع تصنيف واحد فقط من قبل وكالة تصنيف محلية تعمل في مجال التصنيف الائتماني، يتم تقديم معظم هذه الآراء عند الإصدار. من الواضح أن هناك حاجة إلى فرض رقابة منتظمة على "الخضراء" أو "الاستدامة" المستمرة، والتي يسهلها في الغالب نظام تصنيف ومراجعة سنوي لوكالات التصنيف. ممارسة مثل هذه التقييمات سوف تتطوّر قريباً وتضيف بعداً جديداً إلى تصنيف الصكوك³⁴.

خلاصة:

من خلال العرض النظري لمفهوم الصكوك الإسلامية من تعريف وأنواع وخصائص وغيرها، ورصد التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية توصلنا لجملة من النتائج تتمثل في النقاط التالية:

وصول أكبر لمتاجر التجزئة إلى سوق السندات والصكوك في ماليزيا.

المقترحات:

- الاستفادة من التجربة الماليزية الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها خاصة بالنسبة للدول الإسلامية.

- الاهتمام بتطوير أدوات التمويل الإسلامية وخاصة إصدار الصكوك الإسلامية لما لها من أهمية في تمويل المشاريع الاقتصادية.

- خلق البيئة القانونية الملائمة لدعم عملية التصكيك الإسلامي، باعتبار أن ذلك من المقومات الأساسية لإنجاح عمليات التصكيك وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

- الالتزام بالمعايير الشرعية المتعلقة بالصكوك الإسلامية وتوحيدها، وهو ما يمكن أن يتم من خلال البنوك المركزية وغيرها من المؤسسات المعنية.

- ضرورة العمل على إنشاء المعاهد التعليمية، ومراكز التدريب، وعقد المؤتمرات في مجال الصكوك الإسلامية، لزيادة التوعية بأهميتها في مجال التنمية.

- ضرورة التزام البنوك الإسلامية بالأحكام الشرعية، من أجل تدعيم فاعلية الأدوات المصرفية الإسلامية في مجال الاستثمارات الاقتصادية.

قائمة الهوامش والمراجع:

¹ أمل علي إبراهيم وآخرون، الصكوك الإسلامية كأداة للتمويل وأثرها على النمو الاقتصادي، المركز الديمقراطي العربي، 04 جويلية 2018. أطلع عليه يوم 12-09-2019، متاح على

الرباط: <https://democraticac.de/?p=54469>

² فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة إسرا الدولية المالية الإسلامية، المجلد 10، العدد 01، جويلية 2019.

³ العرابي مصطفى، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد ماليزيا نموذجاً"، رسالة دكتوراه، جامعة طاهري محمد، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2016.

⁴ غالمى زهير، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة بين البدائل التقليدية والبدائل الإسلامية - عرض تجارب دولية، " - رسالة دكتوراه، جامعة حسبية بن بو علي - الشلف -، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سنة (2016-2017).

⁵ رفيق شرياق، 2013، الصكوك الإسلامية - كمقترح تمويلي - لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك.

⁶ أسامة عبد الحليم الجوزية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية.

⁷ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث العدد 09، جامعة ورقلة، 2010، ص 253.

⁸ كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائر الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي 31 ماي - 3 جوان 2009، ص 7.

⁹ فتح الرحمن محمد علي صالح، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، بالإشارة للحالة السودانية، ملقئ الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، 5 و6 أبريل 2012، ص 10.

¹⁰ أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2013، ص 30.

¹¹ هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التمويل في ظل الوضع الاقتصادي الراهن، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأردن، 2013، ص، ص 48-52.

¹² محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة في الملقئ الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع: ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية يومي 23 و24 فيفري 2011، ص 9.

¹³ حفاظ زحل، عمر الشريف، أهمية التوجه نحو التمويل الإسلامي الأخضر (الصكوك الإسلامية الخضراء) لتعزيز التنمية المستدامة بالإشارة إلى حالة ماليزيا، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد الثالث، العدد الثاني، ديسمبر 2018، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، ص 56.

¹⁴ عيسى يوسف بازينة، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية، حالة صكوك الإجازة، مجلة ريادة الأعمال الإسلامي، الهيئة العالمية للتسويق الإسلامي، المجلد 1، العدد 2، لندن، بريطانيا، 2016، ص، ص 5-52.

المستدامة وآفاقها في الجزائر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد (01)، عدد خاص، 2018، ص 65.

²⁶ فارس جعفري، محمد أرم لال الدين، مرجع سابق، ص 100.

²⁷ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة سوق الأوراق المالية الماليزية)، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة فرحات عباس-سطف، الجزائر، 2013، ص 176.

²⁸ بوخاري فاطنة، دور الصكوك الإسلامية كألية لتفعيل السوق المالي - التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية-، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد الثاني، العدد الثاني، ديسمبر 2017، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي الجزائر، 2017، ص 62.

²⁹ فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين، مرجع سابق، ص 102-104، بتصرف.

³⁰ تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية IIFM، الإصدار الثامن، جويلية 2019، ص 24-26.

³¹ نفس المرجع سابق، ص 24-25.

³² نفس مرجع سابق، ص 139.

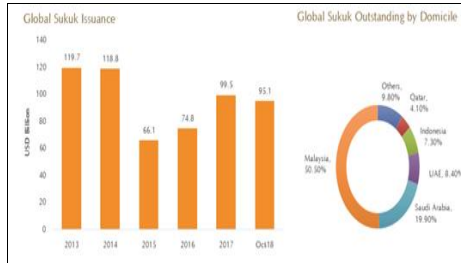
³³ نفس المرجع السابق، ص 138-139.

³⁴ نفس المرجع السابق، ص 114.

الملاحق:

الشكل رقم 01: إجمالي إصدار الصكوك والصكوك غير المسددة

محليا في ماليزيا



المصدر: Malaysia International Islamic Financial Centre (MIFC)

¹⁵ موسى بلا محمود، صكوك الاستصناع وتطبيقاتها وفق هيئة الأوراق المالية بماليزيا، دراسة تحليلية، رسالة ماجستير في القانون، الجامعة العالمية الإسلامية بماليزيا، 2010.

¹⁶ قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول المالية الإسلامية بصفافس تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية "الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفي"، كلية العلوم الاقتصادية، صفافس، يومي 16-17 جوان 2014، ص 8-9.

¹⁷ ربيعة بن زيد، سليمان بن ناصر، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5 و6 ماي 2013 ص 11.

¹⁸ أحمد طرطار، دور الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الاقتراض والتمويل لتحقيق التنمية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5 و6 ماي 2013 ص 13.

¹⁹ محمد تقى العثماني، "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، بحث مقدم للندوة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص 6.

²⁰ زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي للسيرفة المالية والإسلامية، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010، ص 1.

²¹ زاهر علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، دار عماد الدين، عمان، ط1، 2009، ص 197-200.

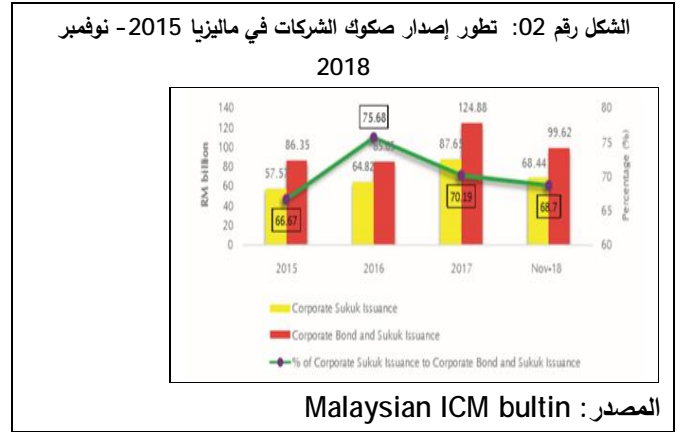
²² عبد الكريم قنوز، مداني أحمد، "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، ص 251-258.

²³ هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة)، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 42، العدد 2، 2015، ص 559-560.

²⁴ محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية أحكامها ومبادئها وتطبيقها المصرفية، دار المسيرة، عمان، 2008، ص 440-441.

²⁵ راضية لسود، سامية بولعيل، مسعودة أملل بن سعيد، تجارب عالمية ناجحة في إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل التنمية

Securities Commission of Malaysia Annual Reports 2015 .2016. p p 15, 17, 19.



الجدول رقم 01: حجم إصدارات الصكوك الدولية والمحلية (2007 - ديسمبر 2018)

الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنوات	حجم إصدار الصكوك الدولية	حجم إصدار الصكوك المحلية
2007	14.002	36.182
2008	2.210	22.127
2009	7.023	30.904
2010	4.248	48.877
2011	8.684	84.490
2012	20.269	117.331
2013	22.992	112.565
2014	26.730	80.570
2015	21.880	45.938
2016	31.210	56.574
2017	37.648	32.988
2018	32.988	90.162

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات IIFM

Sukukdatabase

الجدول رقم 02: تطور أنواع الصكوك الإسلامية الأكثر تداولاً في ماليزيا 2011-2016

الوحدة: مليار رنجيت ماليزي

السنوات	صكوك المرابحة	صكوك المشاركة	صكوك الإجارة
2011	10.10	14.60	19.54
2012	109.31	16.46	20.01
2013	47.38	5.92	44.42
2014	109.81	1.80	11.63
2015	113.56	12.75	19.27
2019	119.39	19.27	28.08

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: