


دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية-ماليزيا أنموذجا-
**The Role of Islamic Sukuk in Activating The Securities Market
-Malaysian as a Model-**

د. كمال قسول*، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.

د. طاهر شريف حسان، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.

الكلمات المفتاحية	الملخص	تاريخ الإرسال: 2021/03/10	تاريخ القبول: 2021/05/20	تاريخ النشر: 2021/06/15
صكوك إسلامية؛ سوق الأوراق المالية؛ ماليزيا.	تهدف هذه الورقة البحثية إلى تسليط الضوء على مزايا الصكوك الإسلامية والدور الذي تلعبه في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا إلى مفهوم الصكوك الإسلامية، ثم تبيان أهم مزاياها بالنسبة للمستثمرين أصحاب الفوائض المالية والمشروعات الاستثمارية ذات العجز المالي، بالإضافة إلى المزايا التي توفرها هذه الأدوات المالية لأسواق الأوراق المالية ومدى مساهمتها في تنشيط السوق، وفي الأخير، تطرقنا للنموذج الماليزي في هذا المجال، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية تعد إضافة حقيقية لسوق الأوراق المالية، فهي تعمل على خلق قناة جديدة لدخول مستثمرين لم يسبق لهم المشاركة في سوق الأوراق المالية، كما أنها تمنح مرونة أكبر للأطراف المشاركة في السوق سواء من حيث الهيكل التمويلي بالنسبة للمشروعات، أو من حيث تنوع محفظة المستثمرين.			
	Abstract	Keywords		
	This Study aims to shed light on the advantages of Islamic sukuk and the role they play in revitalizing the securities market, as we dealt with the concept of Islamic sukuk, and then explaining their most important advantages for investors with financial surpluses and investment projects with a financial deficit, in addition to The advantages that these financial instruments provide to the securities markets and the extent of their contribution to revitalizing the market, and in the end, we touched upon the Malaysian model in this field. This study concluded that Islamic sukuk is a real addition to the securities market, as it works to create a new channel for the entry of investors who have not previously participated in the securities market, and it gives greater flexibility to the parties participating in the market, both in terms of The financing structure for projects, or in terms of diversifying the Investor's portfolio.	Islamic Sukuk; Securities Market; Malaysia.		
JEL Classification Codes : G10 ; E44 .				

* المؤلف المرسل: كمال قسول، الإيميل: k.kassoul@univ-chlef.dz

1. مقدمة:

تمثل سوق الأوراق المالية عصب الحياة للنظم الرأسمالية المعاصرة والتي يستحيل الاستغناء عنها أو تقييد دورها في العجلة الاقتصادية، إذ تمتص الفوائض المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة وتقوم بضخها للوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز مالي، بشكل مستمر ومن دون أي انقطاع، مشكلة بذلك نظام ذو حركة آلية يربط بين مجموعة من الأفراد، مشروعات، أوراق مالية، ووفق إجراءات محددة ومعروفة مسبقاً، مع سعي القائمين على هذه الأسواق للرفع من حجم وسرعة تدفق الأموال من وإلى الوحدات الاقتصادية المختلفة لزيادة نشاط السوق والرفع من مستوى كفاءته.

يزداد نشاط سوق الأوراق المالية في ظل مناخ استثماري أكثر مرونة من حيث تنوع الأدوات المالية المتاحة، وهو ما دفع بالقائمين على أسواق الأوراق المالية إلى إدراج الصكوك الإسلامية من أجل توسيع الفرص الاستثمارية داخل السوق، ومنافسة البنوك الإسلامية التي احتكرت لوقت طويل السوق التمويلية الإسلامية، إذ يعتبرونها مصدراً تكملياً لزيادة نشاط السوق، من خلال سد الفراغ الناتج عن بعض عيوب الأدوات المالية التقليدية وعلى رأسها المخالفات الشرعية، التي قد تنفر قطاع هام من المستثمرين من الدخول إلى السوق، حيث نجد أن قسم مهم من أصحاب الفوائض المالية في البلدان الإسلامية يتميزون بتغليب الجانب الشرعي في توظيف أموالهم على أي حجم للعائد المتوقع أو للمخاطرة التي يتضمنها مشروع استثماري معين، وهو ما جعل من الصكوك الإسلامية وسيلة جذب للفوائض المالية التي يسعى أصحابها لتوظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

1.1. إشكالية الدراسة:

ساهمت الصكوك الإسلامية في زيادة سيولة أصول مالكي بعض المشروعات التي لم تكن لها سوق نشطة لبيعها، وذلك عن طريق دمج أسواق التمويل بأسواق الأوراق المالية، من خلال تصكيك أصول هذه المشروعات وطرحها للاكتتاب الأولي ثم التداول عليها في عملية مشابهة لعملية توريق الديون، كما طرحت هذه الأدوات كصيغة تمويلية بديلة للصيغ التمويلية التقليدية المنافية لأحكام الشريعة الإسلامية لاستقطاب فئة خاصة من المستثمرين، وبهذا نجد أن الصكوك الإسلامية قد ساهمت بشكل مباشر في دخول مشروعات ومستثمرين جدد إلى سوق الأوراق المالية، إلا أن هذا الدخول لا يعني بالضرورة زيادة في حجم السوق أو حجم العمليات داخل السوق، فيمكن أن يكون عبارة عن استبدال لأدوات مالية تقليدية بأدوات مالية ذات طابع إسلامي من طرف المستثمرين الحاليين. وعلى هذا الأساس فإن السؤال المحوري الذي نسعى للإجابة عليه من خلال هذه الدراسة يمكن صياغته على النحو التالي:

هل تساهم الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية ؟

2.1. منهج الدراسة:

إجابة منا على السؤال المحوري لهذه الدراسة، اخترنا أن نتبع المنهج الاستنباطي من خلال أداتي الوصف في الجانب النظري والتحليل في الجانب التطبيقي، حيث نقوم بتبيان مفهوم الصكوك الإسلامية مع إبراز أهم مزاياها لعموم المستثمرين، ثم نقوم بتجميع بيانات ومعلومات عن الصكوك الإسلامية وسوق الأوراق المالية في ماليزيا، من أجل دراستها وتحليلها حتى نصل إلى نتائج واضحة يمكن تعميمها.

2. مفهوم الصكوك الإسلامية:

ظهرت الصكوك الإسلامية كأحد البدائل المالية الحديثة المتاحة أمام المشروعات بغرض تلبية حاجاتها التمويلية، كما تعتبر إحدى القنوات الاستثمارية لفئة هامة من المستثمرين الساعين لتوظيف فوائضهم المالية بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، فأصبحت بذلك تنافس الأدوات المالية التقليدية باعتبارها منتج مالي مختلف، يحمل خصائص وسمات تميزه عن بقية الأدوات المالية، وهو ما يجعل من عملية إدراجها ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية اختباراً حقيقياً لها، يبرز مدى قدرتها على تعبئة المدخرات المالية المحلية والأجنبية ومساهمتها في تنشيط سوق الأوراق المالية.

1.2 تعريف الصكوك الإسلامية:

الصَّكُّ: ضرب الشيء بالشيء العريض، والصَّكُّ: الكِتَابُ الذي يُصَكُّ للشَّيْءِ، وجمعه: أصكُّ، صُكوكٌ، صِكاكٌ، وكانت الأرزاق تسمى صِكاكاً لأنها كانت تُخرج مكتوبة، وذلك أن الأمراء كانوا يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطيتهم كُتُباً، فيبيعون ما فيها قبل أن يقبضوها مُعَجَّلاً، ويعطون للمشتري الصك ليمضي ويقبضه، وعلى هذا، فالصك يطلق في الأصل على ما يُكتب فيه من الورق من حقوق (العززي، 2010، صفحة 16).

وفكرة التصكيك الإسلامي بمفهومه الحديث لم تتعدى ثلاثة عقود، وكان لمجمع الفقه الإسلامي دوراً أساسياً في تخرجها بضوابط متماشية مع تطورها (نزار، 2016، صفحة 69)، فالتصكيك أو التوريق وفق القواعد المالية الإسلامية لا يختلف كثيراً عن المفهوم التقليدي من الناحية الفنية، لكنه يخضع لمجموعة ضوابط شرعية لا بد أن يدور في فلكها، فلا يجوز شرعاً بيع ما لا تملك كما لا يجوز توريق الديون وتداولها بعوائد، نظراً لحرمة بيع الديون في الإسلام بالإضافة لاشتغال القروض على ربا صريح (السعد، 2016، صفحة 71).

ووجود الأسواق المالية يستلزم في المقام الأول شرعنة الائتمان، من خلال إيجاد مخرج للحظر الديني المفروض على الربا، والتي شكلت عقبة كبيرة للمجتمعات الغربية في العصور الوسطى (وفي بعض الدول الإسلامية في وقتنا الحالي)، حيث ازدهر الائتمان قصير الأجل آنذاك بفضل اختراع سند الصرف الذي يخفي عنصر الربا شكلاً (من منظور رجال الدين المسيحيين في تلك الفترة)، والذي ساهم في توفير النقد الأجنبي وسهل عملية تسوية المعاملات المالية فيما بين أفراد الدول المختلفة (Hautcoeur, 2008, p. 160)، وعليه، فإن السعي نحو تنشيط أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية استوجب ابتكار أدوات مالية مشابهة للسندات، ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تجسدت في الصكوك الإسلامية.

وقد عرف المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هذه الصكوك بأنها «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، واستخدامها فيما أُصدرت من أجله». (أحمد أبو بكر، 2009، صفحة 7).

كما عرفها مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع بجدة بأنها «أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال بإصدار صكوك ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه» (الحنيطي، 2015، صفحة 555).

ويمكن تعريفها أيضاً بأنها «عملية تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول و من ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعات ضوابط التداول» (بن عمارة، 2011، صفحة 254).

وعليه، يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها أوراق مالية بقيم متساوية لها مدة محددة، تصدرها المشروعات عن أصول عينية أو نشاط استثماري مولد لدخل دوري، وتسجل هاته الأوراق المالية بأسماء أصحابها بحيث يمكن التعامل بها في سوق الأوراق المالية وفق أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية.

2.2. خصائص الصكوك الإسلامية:

تتفق الصكوك الإسلامية مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار، إلا أنها تتميز عن غيرها في كونها أوراق مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية إصدارها إلى انتهاء آجالها، ويمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك فيما يلي (معطى الله و شرياق، 2012، صفحة 242):

- الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر باسم مالكيها لإثبات حق مالكيها في الأصول الصادرة بموجبها؛
- تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية في إطار الشروط والضوابط التي تفرضها أحكام الشريعة الإسلامية على تداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها؛
- تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أصول أو منافع أو خدمات أو خليط منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل ديناً أو التزاماً لمصدرها؛
- تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح (إن وجدت) التي يحققها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة له؛
- تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها؛
- الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر المشروع بنسبة ما يملكه من صكوك، حيث تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛

- الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الجدول رقم (01): مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية

مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم		مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات	
السهم	الصك الإسلامي	السند	الصك الإسلامي
الربح مدروس من خلال دراسة جدوى وقابل للتوقع	الربح مدروس من خلال دراسة جدوى وقابل للتوقع	حامله لا يتحمل أي مزار أو خسارة تلحق بالمشروع	حامله يشارك في أرباح وخسائر المشروع
الملكية على الشيوع لمجموع أصول المشروع	الملكية على الشيوع لأصل معين	يمثل حصة في هيكل تمويل أنشطة المشروع	يمثل سهمًا ماليًا في الأصول والمنافع والحقوق
ليس لها أجل محدد	لها أجل محدد بعقد الصك	مدته لا ترتبط بالمشروع	مدته هي مدة استمرارية المشروع المعنى أو النشاط
يحق لحملة إدارة المشروع من خلال مجلس الإدارة	لا يمكن لحملة إدارة المشروع	لا تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية	تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية وجب التقيد بها من قبل المصدر
يمكن لصاحب المشروع المصدر له أن يغير من نشاط المشروع	لا يمكن لصاحب المشروع المصدر له تغيير نشاط المشروع	السند لا يعني نقل الملكية لمبلغ نقدي	الصك يعتبر دليلاً وبرهاناً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء (التداول)

المصدر: الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، الصكوك في 30 سؤال و جواب، ملحق مجلة التمويل الإسلامي، متوفر على الرابط: <http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/PDF/Instruments10-3-13.pdf>، تاريخ الاطلاع، 26/01/2021 على الساعة 17:04، ص 6.

تتم هيكلة الصكوك بطريقة مشابهة لهيكل الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS)، وما يميزها هو توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، فالتصكيك الإسلامي يمر عبر مرحلتين، يتم في المرحلة الأولى تحديد مكونات محفظة الأصول المراد توريقها، والتي يجب أن تكون أصول حقيقية مثل السلع والعقارات، أما المرحلة الثانية فتتطلب نقل ملكية الأصول المراد توريقها وفق عملية بيع "حقيقية"، تتم بموجبها إخفاء الأصول من ميزانية المنشئ وظهورها ضمن أصول ميزانية مؤسسة التوريق، بالإضافة إلى ضرورة خلو التدفقات النقدية المستقبلية للصكوك الناتجة عن عملية التوريق، من الفوائد الربوية نظراً لحرمه الربا في الإسلام، وتتشابه تقنية التصكيك الإسلامي مع تقنية توريق الأصول المالية في بعض الإجراءات المتعلقة بالهيكل والإصدار، إلا أن منتجات التصكيك الإسلامي يجب أن تتوافق مع مجموعة من الشروط المنصوص عليها بوضوح في الشريعة الإسلامية والمتمثلة فيما يلي: (Buchanan, 2018, p. 187)

- تحديد طبيعة الأصول المورقة بوضوح، والتي يجب أن تكون أصول حقيقية من غير النقود بجميع أشكالها (ذهب، فضة...) مع ضرورة وجود سبب حقيقي لإجراء عملية التصكيك؛

- احتواء منتجات عملية التصكيك على عائد كتعويض للمستثمرين على المخاطر التي تتضمنها؛
- عدم استخدام الأصول المورقة في أنشطة محرمة وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- انتقال حقيقي للملكية الأصول المورقة من المنشئ إلى مؤسسة التوريق ثم إلى المستثمرين؛
- عدم هيكلية منتجات عملية التصكيك بما يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- استخدام التأمين التكافلي عوض التأمين التقليدي إن لزم الأمر؛
- عدم تداول منتجات عملية التصكيك بما يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الجدول رقم (02): أهم الفروقات بين تقني التوريق والتصكيك

التوريق (توريق الأصول المالية)	التصكيك الإسلامي (توريق الأصول الحقيقية)
توريق ديون مدرة للفوائد	توريق أصول حقيقية مدرة للدخول
العوائد تكون على أساس تغيرات أسعار الفائدة	التدفقات تكون على أساس الأرباح المحققة
إصدار أوراق مالية تتوافق مع المعايير والقوانين الوضعية	إصدار أوراق مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية دون الخروج عن القوانين الوضعية
يساهم في نمو الاقتصاد المالي	يساهم في نمو الاقتصاد الحقيقي

المصدر: بوطورة فضيلة وآخرون، التورق الإسلامي كبديل شرعي لأحد منتجات الهندسة المالية التقليدية (التوريق التقليدي)، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11، العدد 1، جامعة الجلفة، الجزائر، 2019، ص 248، بتصرف.

3.2. أنواع الصكوك الإسلامية:

نتج عن عمليات التصكيك أنواع مختلفة يمكن تصنيفها وفق معيارين رئيسيين، أولهما يتعلق بأنواع العقود في المعاملات المالية الإسلامية والثاني يتعلق بطبيعة الأصول المورقة.

1.3.2. صكوك قائمة على عقود الإيجار:

وتنقسم إلى:

- صكوك ملكية الأصول المؤجرة، يصدرها مالك أصل مؤجر أو موعود باستئجاره وهو المنشئ، كما يمكن أن يصدرها وسيط مالي ينوب عنه، وبعد بيعها واستفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب، يصبح الأصل المورق مملوكا لحملة الصكوك ولهم حق الاستفادة من ريع تأجيره (خوني و ساعد، 2014، صفحة 121)؛
- صكوك ملكية منافع الأصول، يصدرها مالك الأصل أو معيد الاستئجار من الباطن برضا المالك، خلال فترة الإيجار، أو كليهما، وذلك بغرض تمليك المنفعة لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة معينة هي فترة صلاحية الصك، فيحق لهم بذلك ريع الأصل (يوسف ، 2014، صفحة 7).

2.3.2. صكوك قائمة على عقود البيع:

وتنقسم إلى:

- **صكوك السِّلَم**، يشير بيع السلم إلى عقد يتم بموجبه تقديم دفع الثمن على أن يتم تسليم السلع المحددة مستقبلاً (Lahsasna, Hassan, & Rubi, 2018, p. 271)، ويتم إصدار صكوك السلم لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح بذلك سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك (السعد، 2016، صفحة 83)؛
- **صكوك الاستصناع**، يصدرها الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما كمنتج موصوف في الذمة، ويحصل على قيمة الصكوك ثم يياشر بتصنيع المنتج بحسب المواصفات، ويقوم بتسليمه خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط، ويصبح حملة الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع (يوسف ، 2014 ، صفحة 7)؛
- **صكوك المراجعة**، يشير عقد المراجعة إلى بيع السلع بسعر يشتمل على هامش ربح متفق عليه بين الطرفين، ويُشترط ذكر سعر الشراء والتكاليف الأخرى وهامش ربح البائع في لحظة عقد البيع (Lahsasna, Hassan, & Rubi, 2018, p. 270)، وصكوك المراجعة يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما ثم بيعها بمراجعة معلومة، ويكون حملة الصكوك هم ملاك السلعة وتُمن بيعها بالمراجعة (يوسف ، 2014 ، صفحة 10)؛
- **صكوك البيع بالثمن الآجل**، يشير عقد الثمن الآجل إلى بيع السلع الذي يتم على أساس تأجيل دفع الثمن مستقبلاً، والذي يتضمن هامش ربح متفق عليه بين الطرفين، وصكوك البيع بالثمن الآجل تثبت ملكية حملة الصكوك غير المقسمة للأصل، بما في ذلك الحقوق الناشئة عن العقد الأساسي (Lahsasna, Hassan, & Rubi, 2018, p. 218).

3.3.2. صكوك قائمة على عقود المشاركة:

وتنقسم إلى:

- **صكوك الشركة**، وتطرح لجمع مبلغ معين من المال تمثل حصة في رأس مال مشروع مثل الأسهم، ولكنها تختلف عنها في كونها مرتبطة بمدة ومشروع محددتين، ولحملة الصكوك الحق في ملكية جزء من صافي أصول المشروع والأرباح إن تحققت، كما يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية (بياس، 2017، صفحة 372)؛
- **صكوك المضاربة أو المقارضة**، هي عقد تقاسم الأرباح بين المضارب الذي يمثل المسير الإداري أو رجل الأعمال وهو الطرف المنشئ، وأصحاب رأس المال أو الطرف الممول للاستثمار وهم حملة الصكوك، فالمضاربة تكون بين طرفين أحدهما يبذل ماله والآخر يبذل جهده لاستثمار هذا المال في أنشطة غير محددة مسبقاً، فإذا تحققت الربح، سيتم تقاسمه بينهما وفقاً للنسبة المتفق عليها مسبقاً، أما في حالة حدوث خسائر فسيتحملها بالكامل أصحاب رأس المال وهم حملة الصكوك، في حين يخسر المضارب وهو المنشئ جهده وعمله ما لم يُفرض أو يخن (Lahsasna, Hassan, & Rubi, 2018, p. 68)؛
- **صكوك الوكالة بالاستثمار**، يصدرها وكيل استثماري وتمثل مشروعات أو أنشطة يتم فيها تعيين الوكيل بالاستثمار كمضارب يقوم بإدارة الاستثمار نيابة عن حملة الصكوك، في مقابل حصوله على أجر أو نسبة من رأس المال المستثمر حتى ولو تحققت الخسارة (يوسف ، 2014 ، صفحة 11)؛

- صكوك المزارعة، يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله وهم حملة الصكوك، وتحدد نشرة الإصدار مواصفات الأرض ومساحتها ونوع المحصول المطلوب زراعته مع التكلفة وطريقة تقسيم المحصول بين المنشئ وحملة الصكوك (نزار، 2016، صفحة 88)؛
- صكوك المساقات، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد (كروش و سرارمة، 2017، صفحة 656)؛
- صكوك المغارسة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس (خوني و ساعد، 2014، صفحة 124).

4.3.2. صكوك حديثة:

- ساهمت الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار أنواع حديثة من الصكوك نذكر منها:
 - صكوك قابلة للتحويل، هي صكوك لها ميزات إضافية للمستثمرين تمكنهم من تحويلها إلى أسهم عادية، فهي تمنح لحملة خيار التزم - وليس التزم - بتحويلها إلى أسهم أي مشروع آخر يملكه المصدر (Lahsasna, Hassan, & Rubi, 2018, p. 57)؛
 - صكوك هجينة، هي صكوك ناتجة عن عملية توريق أصول مختلطة، أي الذي يتم على محفظة مختلطة من الأصول، والتي تتكون من الذمم المدينة الناتجة عن عقد المراجعة والأصول الحقيقية كالتي نجدها في الإجارة، وقد تم خلق هذا النوع من الصكوك تلبية لطلب السوق (Lahsasna, Hassan, & Rubi, 2018, p. 64).

3. مزايا الصكوك الإسلامية:

إن النظام الاقتصادي في الإسلام يأمر بتعبئة المدخرات وحشدها بفاعلية في مجال الاستثمار المشروع، بما يحقق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المرجوة منها، ولكن تحقيق هذا الهدف على نحو فعال قد لا يكون ميسورا لبعض المستثمرين أصحاب الفوائض المالية، نظرا لصغر مدخراتهم، أو لضعف قدراتهم وخبراتهم الاستثمارية والإدارية، لذلك كان لابد من وجود مؤسسات مالية تقوم بتعبئة مدخرات الأفراد المعطلة وتوجيهها لتمويل المشروعات الاستثمارية، ولقد كان من المتوقع أن تقوم البنوك الإسلامية بهذا الدور، إلا أنها لم تستطع القيام به بفاعلية، إذ وُجِعت غالبية المدخرات إلى تمويل مشروعات محددة اتسمت غالبا بقصر الأجل، نظرا لحاجة هذه البنوك الدائمة إلى السيولة، وهو ما دفع بالمشروعات إلى سوق الأوراق المالية، التي توفر لهم من خلال الصكوك تمويلا متوسطا وطويلا الأجل، وفي الوقت ذاته تلي رغبات المستثمرين أصحاب الفوائض المالية، الباحثين عن توظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على عائد جيد ضمن هامش مخاطرة أقل، إذ بإمكان الصكوك استيعاب المدخرات الصغيرة والكبيرة، دون اللجوء إلى التعامل بالربا الذي آذن الله مرتكبه بحرب (خليل محمد، 2014، صفحة 250).

وفي هذا الإطار يمكننا تبويب مزايا الصكوك الإسلامية على عديد الأطراف المشاركة في العملية الاستثمارية وفق ما يلي:

1.3. مزايا الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين أصحاب العجز المالي (المشروعات):

إن المصدر الأصلي للصكوك قد يكون مشروع خاص، مشروع عام أو مشروع خيري، وتحقق الصكوك لهته الأطراف مجموعة من المزايا نذكر منها: (معطى الله و شرياق، 2012، صفحة 246)

- تساعد عملية التصكيك على المواءمة بين مصادر التمويل واستخداماتها، بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التناسب بين آجال الموارد وآجال استخداماتها؛
- يزيد التصكيك من قدرة المشروعات المصدرة على توليد الأموال لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، كما يساعد على تنويع مصادر التمويل وتكملة المصادر التقليدية، خاصة لتلك المشروعات التي لا تستطيع الوصول مباشرة إلى سوق الأوراق المالية (المزراعة، المساقاة...)
- يعتبر التصكيك بديلا جيدا لمصادر التمويل الأخرى، كالاقتراض أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي على كليهما من قيود ومشكلات؛
- تساعد عملية التصكيك على إعادة تدوير الأموال المستثمرة، حيث يؤدي التصكيك إلى تحويل أصول عينية غير سائلة إلى سيولة يعاد تدويرها في استثمارات جديدة؛
- يعتبر التصكيك طريقة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية للمشروعات، ذلك أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة، بينما مخاطر نفس الأصل أكبر إذا كان موجودا ضمن مكونات أصول المشروع كلها؛
- يزيد التصكيك من قدرة المشروع على زيادة نشاطه دون الحاجة إلى الرفع من رأسماله؛
- يتيح التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض، وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالصك المصدر؛
- تعتبر الصكوك الإسلامية بديلا للمشتقات المالية وتقنية التوريق في إدارة المخاطر، إذ تعتبر بعض أنواع الصكوك (صكوك السَّلْم) أدوات للتحوط تتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية.

2.3. مزايا الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين أصحاب الفوائض المالية:

توفر الصكوك الإسلامية العديد من المزايا للمستثمرين أصحاب الفوائض المالية نذكر منها (العنزي، 2010، صفحة 58):

- فتح المجال لفئات في المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في السندات ونحوها من المعاملات التي لا تراعي الضوابط الشرعية، فالصكوك الإسلامية إن تم تطبيقها على الوجه الشرعي تعد صيغة بديلة للسندات وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق، وما يستتبع ذلك من اجتذاب للأموال الباحثة عن الاستثمار الحلال؛

- تقدم أداة مناسبة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم واستردادها أو جزء منها عند الحاجة إليها، وهذا لا يتأتى إلا بوجود سوق ثانوي لهذه الصكوك؛
- تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج من المشروع بنسبة عادلة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق أوسع دون أن تكون دولة بين الأغنياء المعدودين، وذلك من أعظم الأهداف التي يسعى إليها الاقتصاد الإسلامي؛
- إمكانية التنبؤ الدقيق بتدفقاتها النقدية، كما تتميز بدرجة أمان عالية وبانخفاض مخاطرها لارتباطها بأصول عينية؛
- بالإضافة إلى تمكين المستثمرين من تنوع محافظهم المالية من خلال إتاحة أدوات مالية إضافية تختلف عن الأدوات المالية التقليدية من حيث هيكلتها وطبيعة نشاط المشروعات المصدرة لها نظرا لما يلي (خليل محمد، 2014، صفحة 255):
- يمثل السهم حصة شائعة في ملكية المشروع، وحامل السهم شريك وليس ممولا، وقد لا يرغب المشروع في هذه المشاركة، كما أن حامل السهم قد لا يفضل حجم المخاطرة الناتجة عن هذه المشاركة، إلا أن حاجة المشروع إلى التمويل وحاجة حامل السهم لتوظيف أمواله دفعت بهما إلى الدخول في هذا النوع من المعاملات في ظل غياب الصكوك الإسلامية، أما بوجودها فإنه تتاح فرصة أخرى أكثر فاعلية وخالية من المخالفات الشرعية، يكون فيها حامل الصك ممولا فقط لفترة محددة، يستفيد خلالها من عائد مستقر إلى حد كبير، وعند نهاية فترة التمويل يحصل تقريبا على مقدار ما دفع، وربما أكثر، أي أنه لا يتعرض للمخاطر العالية التي يتعرض لها المساهمون؛
- واما السند، وإن كان يمثل أداة من أدوات التمويل المرنة التي تتيح لحاملها تسويله في سوق الأوراق المالية متى رغب في ذلك، إلا أنه يعتبر قرض ربوي محرم شرعا فلا يمكن أن يتعامل به من يرغب في الاستثمار الحلال، على خلاف الصك الذي يمثل أداة تمويلية مباحة شرعا لأنه يقوم على المشاركة في الربح والخسارة، كما يمكن تسويله في سوق الأوراق المالية وفق ضوابط محددة.

3.3. مزايا الصكوك الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية:

تلعب الصكوك الإسلامية دورا كبيرا في تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة الأوراق المالية من جهة، واجتذاب المزيد من المتعاملين ورؤوس الاموال إلى تلك السوق، وذلك لما يتوفر في هذه الصكوك من ميزات أعطتها هذه الأهمية الكبيرة، فقد ساهمت الصكوك الإسلامية في حل بعض المشاكل التي كانت تعترض نمو وتطور أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية والإسلامية، ومنها مشكلة وجود الفرص الاستثمارية الجاهزة، عجز الأدوات المالية التقليدية على أن تكون أداة فعالة في تعبئة المدخرات وتمويل التنمية الاقتصادية، الاعتماد على المؤسسات المالية الدولية للحصول على التمويل اللازم، إحجام بعض شرائح المجتمع عن

التعامل بالأدوات المالية التقليدية، التخوف من الانفتاح على الأسواق الخارجية، وفيما يلي نوضح مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية (معطى الله و شريك، 2012، صفحة 249):

- يمكن أن يشكل إدراج الصكوك الإسلامية إضافة حقيقية لسوق الأوراق المالية لما ينتج عنها من التخلص من مشكلة ضيق السوق، إذ تؤدي إلى تطوير تشكيلة الأدوات المالية المتاحة وبالتالي توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية؛

- زيادة رسمية سوق الأوراق المالية وعدد المتعاملين فيها، فتتوسع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال يمكن سوق الأوراق المالية من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية تعد صيغة بديلة للمعاملات والأدوات المالية التي لا تراعي الضوابط الشرعية، وهذا بدوره يساهم في جذب رؤوس الأموال الطائلة لدى المستثمرين المتزمين بالضوابط الشرعية والمقيمين خارج المدى الجغرافي الذي تنشط فيه السوق، مما يؤدي إلى توسع حجم سوق الأوراق المالية وانتعاشها؛

- انفتاح سوق الأوراق المالية عالمياً، فالصكوك الإسلامية تعمل على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح سوق الأوراق المالية عالمياً، والمساهمة في حملة الإصلاح المالي الذي تسعى إليه الكثير من الحكومات والمؤسسات المالية، مما يساعدها على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيراتها فعالة؛

- زيادة الاهتمام بالأسواق الأولية وتطويرها، فمن أهم المعوقات التي تقف أمام أسواق الأوراق المالية دون تحقيق أهدافها المرجوة منها، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق الأولية، وما ينتج عن ذلك من عدم الاهتمام باكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وتحسينها في شكل مشاريع معينة مدروسة الجدوى، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح سوق الأوراق المالية، فالصكوك الإسلامية تدفع باتجاه تطوير السوق الأولية من خلال إنشاء مشروعات منتجة وخلق مؤسسات التصكيك (SVP) لإدارة الاكتتاب في هذه المشروعات، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الجديدة، حيث يعتبر ذلك هو المعيار الأساسي للحكم على مدى نجاح سوق الأوراق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل؛

- تقليص دور الوساطة التقليدية في مجال التمويل لحساب التمويل بدون وساطة، فعمليات التصكيك تساعد على تقليص دور الوساطة التقليدية بالنسبة لطالبي التمويل، وذلك بانتقال الأموال من مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لصالح الجمهور ولحسابه، إلى جانب توجه طالبي التمويل بإصداراتهم (صكوكهم) مباشرة إلى سوق الأوراق المالية دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية، وبذلك يتحقق المزج بين السوق النقدي وسوق الأوراق المالية؛

- الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية، فالكفاءة تعني في أحد أوجهها التخصيص الأمثل للموارد المالية، وهذا يقودنا للاهتمام بالسوق الأولية باعتبارها تربط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، وهذا ما تدفع باتجاهه الصكوك الإسلامية فهي ترتبط دائماً بأصول حقيقية، كما ان الكفاءة تعني أيضاً تساوي الأسعار السوقية للأوراق المالية مع قيمتها العادلة، فنجد أن الصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق ذلك، باعتبارها أدوات مالية ذات شفافية عالية مُحسِن

بنية المعلومات في السوق، كما أن إصدار الصكوك يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية التصكيك مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق، بالإضافة إلى ذلك نجد أن سوق الصكوك الإسلامية ينتفي فيها الغش، الغرر، الغبن، بيع الديون بقيمة غير القيمة الاسمية لها والمضاربات على الأسعار.

كما يؤدي إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى ضرورة إضافة متعاملين جدد إلى السوق، من أجل تنفيذ التصكيك، ومن بين هؤلاء نجد (شعيب، 2016، صفحة 87):

- **موجد العملية:** حيث يركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يناط به هذا الدور في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وإعداد دراسات الجدوى ومن ثم عرضها على الممولين في شكل إصدار وذلك مقابل عمولة تسمى عمولة موجد العملية؛
- **الوسيلة ذات الغرض الخاص SVP:** وهي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياته، وقد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو المدير بالوكالة؛
- **متعهد تغطية الاكتتاب:** وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تغطى (أي التي لم يتم الاكتتاب بها)، وذلك لترحها لاحقا للتداول؛
- **متعهد إعادة الشراء:** وهو عبارة عن المؤسسة أو البنك الذي يتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة؛
- **وكيل الدفع:** وهو الجهة المرخصة التي تتولى توزيع العوائد الدورية التي حان أجلها، ودفع قيمة الإصدار حسب نشرة الإصدار، وذلك مقابل عمولة متفق عليها؛
- **أمين الاستثمار:** وهي المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد الوكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار، وباعتبار الأمين وكيلًا عن حملة الصكوك تتم إنهاء خدماته بإرادتهم بصفتهم الموكلين له، وعادة ما تتولى الوسيلة ذات غرض خاص SVP هذه المهمة.

4. دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية:

تعد سوق الأوراق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام أحد أسرع القطاعات تطورًا في ماليزيا، فقد شملتها مجموعة من الإصلاحات التي انتهت إلى هيكلتها وفق نظام مزدوج (تقليدي/إسلامي) بغية استقطاب أكبر كم من الفوائض المالية المحلية والأجنبية، وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاستثمارية، وتنقسم هذه السوق إلى سوق لتداول الأوراق المالية التقليدية (أسهم وسندات) وأخرى لتداول الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (أسهم إسلامية، صكوك إسلامية)، تلعب فيها "اللجنة الاستشارية الشرعية SAC" -عبارة عن لجنة غير رسمية ذات طابع استشاري، أنشئت في 16 ماي 1996م، وينحصر نطاق اختصاصها في إسداء المشورة في جميع المسائل المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا- الدور الرئيسي من خلال عمليات الفرز الدورية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وتمييز المتوافقة منها مع أحكام الشريعة الإسلامية عن بقية الأوراق المالية وفق مجموعة من المعايير

الشرعية، حيث تقوم في شهري ماي ونوفمبر من كل سنة، بإصدار قائمة الأوراق المالية الإسلامية، كما تقوم بورصة ماليزيا بوسم هذه الأوراق المالية بحرف [S] حتى تمكن المستثمرين من التعرف عليها.

يتم إصدار الصكوك الإسلامية من قبل نفس الهيئة المسؤولة عن إصدار السندات "وسيلة ذات الغرض الخاص SVP"، كما يتم تداولها مع السندات أيضا على منصة للتداول الإلكتروني يشرف عليها البنك المركزي "بنك نيجارا"، وتستخدم هذه المنصة نظام التحويل الإلكتروني في الوقت الحقيقي للأموال والأوراق المالية "RENTAS"، يتم من خلالها التفاوض المباشر بين البائع والمشتري من دون تدخل أي طرف ثالث، على أن يتم الإعلان عن أسعار التداول في بورصة ماليزيا.

وقد ساهم نجاح ماليزيا في خلق حيز خاص بتداول الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية باجتذاب المستثمرين الملتزمين بأحكام الشريعة الإسلامية والباحثين عن الاستثمار الحلال، والمزيد من المستثمرين الآخرين بغض النظر عن معتقداتهم الدينية أو مدى التزامهم بأحكام الشريعة الإسلامية، على اعتبار أنها تمثل أدوات مالية مختلفة تساعد على تنويع المحفظة الاستثمارية، ونتيجة لذلك تربعت ماليزيا على عرش سوق الصكوك الإسلامية بميزاتها أكبر سوق للصكوك من حيث الرسملة السوقية، حجم الإصدار وحجم التداول.

يظهر لنا الجدول رقم (03) استحواذ ماليزيا على أكبر حصة سوقية لإجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا، حيث قامت خلال العقدين الماضيين بإصدار صكوك بقيمة تزيد عن الـ 733 مليون دولار، وهو ما يبرز لنا مدى اعتمادها على هذه الأداة التمويلية لتنشيط سوق الأوراق المالية، وقد كان هذا نتاج المخططين الأول والثاني لتطوير سوق رأس المال الماليزية "CMP1, CMP2" واللذان سعت من خلالهما لجعل ماليزيا مركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي.

الجدول رقم (03): التوزيع الإقليمي لإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2019)

المنطقة	حجم الصكوك المصدرة (مليون دولار)	النسبة المئوية من القيمة الإجمالية
آسيا والشرق الأقصى (ما عدا ماليزيا)	132 542	10,63%
ماليزيا	733 748	58,83%
دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط	313 764	25,16%
إفريقيا	22 956	1,84%

44 194	أوروبا وبقية الدول	3,54%
1 247 204	المجموع	100%

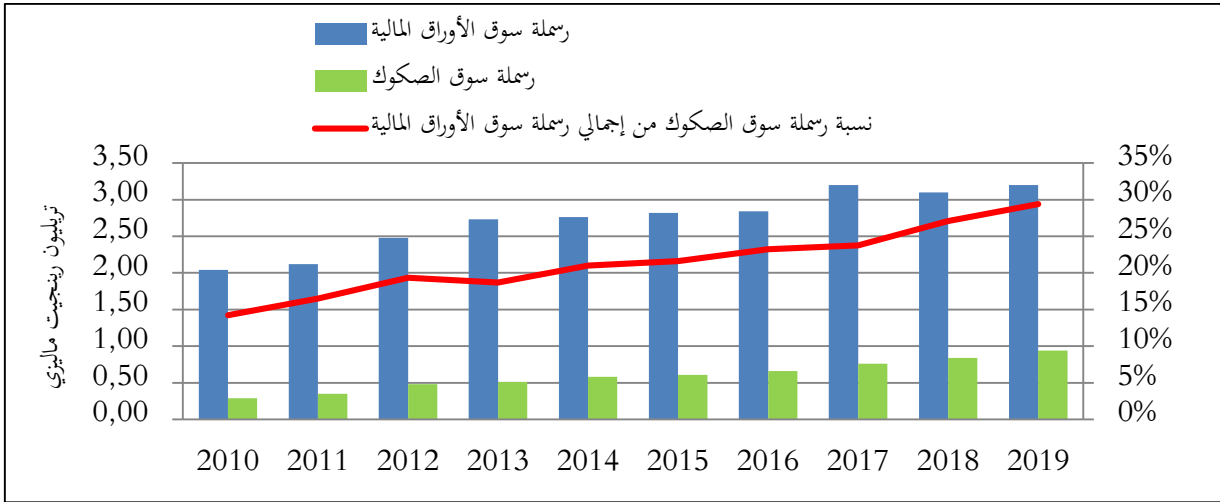
Source : International islamic financial market, **IIFM Sukuk Report : A Comprehensive study of the Global Sukuk Market**, 9th Edition, kingdom of bahrain, 2020, p 75.

وللتعرف على دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية وجب علينا الوقوف على قدرة هذه السوق في اجتذاب أكبر قسم من المستثمرين، ونعني هنا أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، كما نعني أيضا أكبر قسم من حيث العدد والحجم، باستخدام مؤشر الرسملة السوقية للصكوك الإسلامية، حجم الإصدار السنوي وعدد المشروعات المصدرة للصكوك.

1.4. حجم سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية الماليزية:

وفرت سوق الصكوك الإسلامية على مر السنين، مصدرا فعال لتمويل القطاعين العام والخاص، وفرص استثمارية لمختلف أنواع المستثمرين، وانتقلت من سوق ناشئ بلغ حجمه 130 مليار رينجيت ماليزي سنة 1997، لتحقق نموا كبيرا على مدى العقدين الماضيين وتصل إلى 1,3 تريليون رينجيت ماليزي، وتصبح ثالث أكبر سوق في آسيا (بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) وأكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2017, p. 16)، وصارت تشكل قسما هاما جدا في سوق الأوراق المالية الماليزية، يدعم التمويل طويل الأجل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ويساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، إذ تقدم هذه السوق فرصا استثمارية متنوعة لجميع المستثمرين المحليين والأجانب، وفرصا تمويلية للمشروعات المحلية والأجنبية، وتحظى بمجموعة من الحوافز الضريبية، حيث يتمتع مصدرو الصكوك بخصم ضريبي بقيمة المصاريف المتعلقة بالإصدار، وإعفاء من رسوم الطابع، والقدرة على مقايضة حصيلة الإصدار بعملات أجنبية، وهو ما مكنها من زيادة جاذبيتها بالنسبة للجهات المصدرة الغير إسلامية، المحلية منها والدولية (بولحبال، 2018، صفحة 216).

الشكل رقم (01): تطور رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية في ماليزيا خلال الفترة (2010-2019)



Source: Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2011, p 6-55), (2012, p 1-10), (2013, p 18), (2014, p 144), (2016, p 199), (2017, p 158), (2019, p 182).

نلاحظ من خلال الشكل رقم (01) النمو المستمر لرسملة سوق الصكوك الإسلامية خلال فترة الدراسة، وذلك وغم وجود انخفاض في رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية في سنة 2018 عن السنة السابقة لها بمقدار 0,1 تريليون رينجيت ماليزي، وهو ما يعني أن هذا الانخفاض لم يمس سوق الصكوك التي ارتفعت رسملتها السوقية بمقدار 0,08 تريليون رينجيت ماليزي، كما نلاحظ من خلال مؤشر نسبة رسملة سوق الصكوك من إجمالي رسملة سوق الأوراق المالية، أن سوق الصكوك الإسلامية نجحت في الرفع التدريجي من قيمتها السوقية داخل سوق الأوراق المالية الماليزية وصارت تستحوذ على أكثر من ربع السوق، وهو ما يعكس ثقة المستثمرين في هذه الأداة المالية رغم حداثة إدراجها في السوق، فهي تمثل لهم أداة مالية مختلفة من حيث هيكلتها تساعد أصحاب الفوائض المالية منهم في تنويع محافظهم المالية، كما تمنح المشروعات أصحاب العجز المالي صيغة تمويلية إضافية يمكن لهم الاستفادة من مزاياها المختلفة.

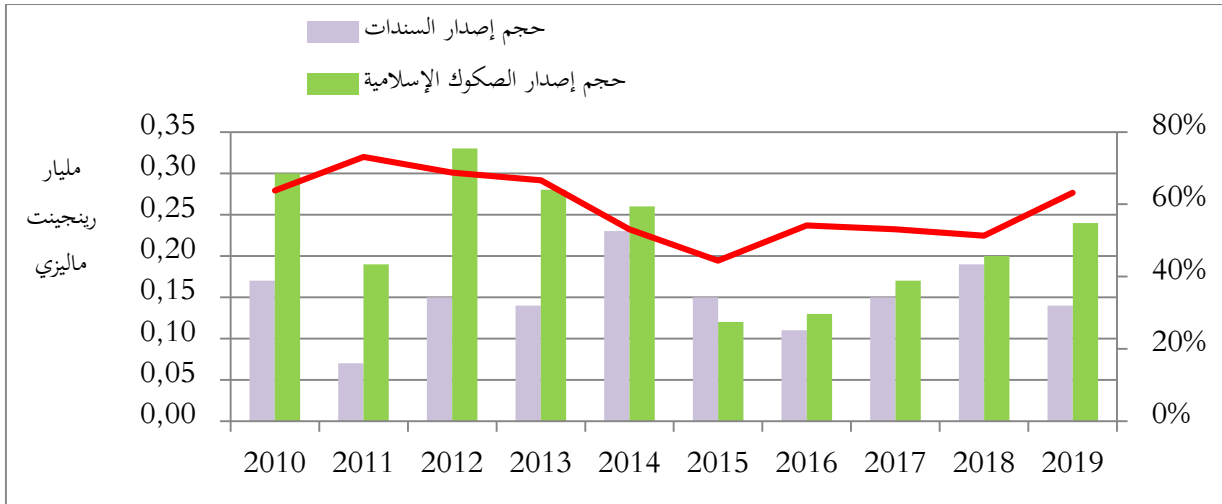
2.4. حجم إصدار الصكوك الإسلامية من حجم الإصدار الكلي لأدوات الدين التقليدية والإسلامية:

تدخل سوق الصكوك الإسلامية ضمن سوق السندات في ماليزيا، بحيث تشكل صنف السندات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما تمثل سوق الصكوك أهم قسم في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتعد منصة هامة لتوفير التمويل طويل الأجل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تساهم بشكل كبير في التنمية الاقتصادية، وتعتمد هاته السوق تطبيق مجموعة متنوعة من المعاملات الإسلامية في هيكل الصكوك، مثل المرابحة، المشاركة، المضاربة، الاستثمار بالوكالة، الإجارة والاستصناع، وهو ما يوفر مرونة أكبر في اختيار أدوات التمويل بالنسبة لمصدري الصكوك، كما يزيد السوق عمقا بكثرة الأدوات المالية الإسلامية المتاحة للمستثمرين، وقد وضعت مجموعة من الحوافز الضريبية لدعم نمو السوق وتشجيع الابتكار للمنتجات المالية الإسلامية (Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2017, p. 7)

وقد تمكنت سوق الصكوك من اجتذاب المشروعات المحلية والأجنبية الغير ملتزمة ابتداءً بأحكام الشريعة الإسلامية، فبالنسبة للمشروعات الأجنبية بصنفيها الملتزم وغير الملتزم بأحكام الشرع، نجد أن السوق قد تحررت بشكل كبير من قيود الصرف، مما يُمكن هاته المشروعات من الاستفادة من السوق من خلال التسهيلات الممنوحة للأجانب لمبادلة العملة، وإتاحة إصدار صكوك مقومة بالعملات الأجنبية، كما استطاعت سوق الصكوك امتصاص السيولة الإسلامية الموجودة لدى البنوك، شركات التأمين وصناديق الاستثمار الإسلامية، وذلك إما باستثمار هاته الأموال من طرف هاته المؤسسات في سوق الصكوك، أو من خلال استقطاب أصحابها (أصحاب الفوائض) عن طريق أسعار السوق التنافسية.

(Malaysia Securities Commission, Annual Report, 2017, p. 7).

الشكل رقم (02): تطور إصدار الصكوك الإسلامية إلى الإصدار الكلي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2019)



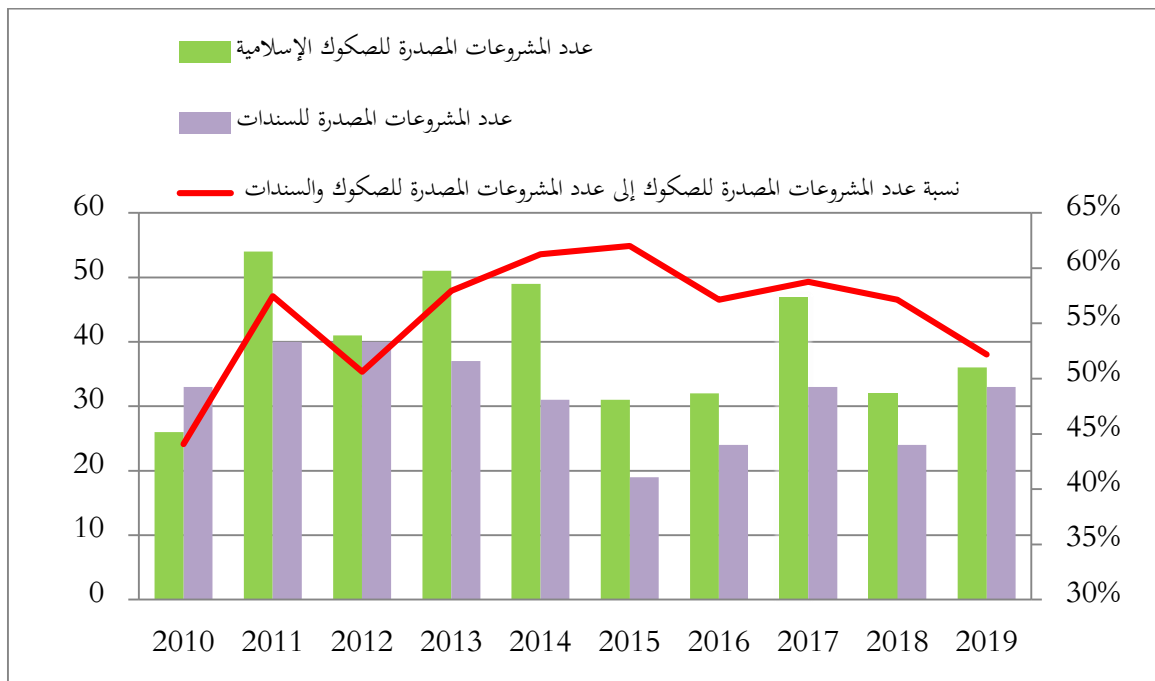
Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2011, p 6-55), (2012, p 1-10), (2013, p 18), (2014, p 144), (2015, p 171), (2017, p 159), (2019, p 183).

نلاحظ من خلال الشكل رقم (02) تذبذب في حجم إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال فترة الدراسة، وقد بلغ أعلى قيمة له سنة 2012 أين تم إصدار صكوك إسلامية بقيمة 0,33 مليار رينجيت ماليزي وأدنى قيمة سنة 2015 بـ 0,12 مليار رينجيت ماليزي، كما كان متوسط حجم الإصدار 22,0 مليار رينجيت ماليزي وهو أكبر بنصف مرة تقريبا من حجم إصدار السندات خلال نفس الفترة، ففيما عدا سنة 2015 نلاحظ أن حجم إصدار الصكوك الإسلامية كان على الدوام أكبر من حجم إصدار السندات، وبالنظر إلى نسبة حجم إصدار الصكوك الإسلامية من الإصدار الكلي وباستثناء سنة 2015، نجد أن هذه النسبة كانت أكبر من 50% خلال العشر سنوات الماضية، كل هذا يعني أن الصكوك الإسلامية نجحت في كسب ثقة المشروعات الباحثة عن طلب التمويل من سوق الأوراق المالية، وأن الصكوك بالنسبة لهم تتمتع بقدرة أكبر على حشد المدخرات المحلية والأجنبية من السندات التقليدية، التي ينفر منها قسم كبير من المستثمرين بسبب ما تحمله من مخالفات شرعية.

3.4. عدد المشروعات المصدرة للصكوك من إجمالي عدد المشروعات المصدرة لأدوات الدين التقليدية والإسلامية:

تعتمد المشروعات الاستثمارية في هيكلها التمويلي على أدوات مالية بدون تاريخ استحقاق، وتسمح لحملةها بالمشاركة في إدارة المشروع، وأخرى لها تاريخ استحقاق بحلوله يتم إطفاء هذه الأدوات المالية، كما لا يُسمح لحملةها بالمشاركة في إدارة المشروع، هاذين المعيارين دفعا بالقائمين على أسواق الأوراق المالية بإدراج الصكوك الإسلامية مع أدوات الدين التقليدية، أين يتم المفاضلة بينها وبين السندات لاختيار إحداها في عملية التمويل، والشكل الموالي يبرز لنا نتيجة هذه المفاضلة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال العشر سنوات الماضية.

الشكل رقم (03): تطور عدد المشروعات المصدرة للصكوك إلى إجمالي عدد المشروعات المصدرة لأدوات الدين التقليدية والإسلامية خلال الفترة (2010-2019)



Source : Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2011, p 6-46), (2013, p 125), (2015, p 159), (2016, p 197), (2017, 159), (2019, p 171).

نلاحظ من خلال الشكل رقم (3) اعتماد المشروعات الاستثمارية في هيكلها التمويلي على الصكوك الإسلامية بشكل أكبر من اعتمادها على السندات التقليدية، فرغم حداثة إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية، نجد أن عدد المشروعات المصدرة للصكوك كان أكبر من نظيرتها المصدرة للسندات خلال التسع سنوات الماضية، وأن هذا التفاوت كان كبيرا خلال أغلب فترات الدراسة، وهو ما يبرز الدور الكبير الذي تلعبه الصكوك الإسلامية سواء من خلال اجتذاب المستثمرين أصحاب العجز المالي لطلب التمويل في سوق الأوراق المالية، أو من خلال اجتذاب المستثمرين أصحاب الفائض المالي لتوظيف مدخراتهم في هذه السوق، وهو ما يساهم في النهاية في خلق قناة جديدة تعمل على الرفع من مستوى نشاط السوق.

5. الخاتمة:

تمثل الصكوك الإسلامية أدوات مالية مختلفة عن بقية الأدوات المالية التقليدية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، فهي تختلف عن الأسهم في كونها تحمل تاريخ إطفاء محدد، كما تختلف عن السندات لتوافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية وانتفاء عنصر الربا فيها، فالمبلغ المسترد في نهاية العملية الاستثمارية عبارة عن ربح يعتمد على النتيجة المحققة من قبل المشروع المصدر لها، هذا الاختلاف جعل الصكوك الإسلامية تنفرد بمزايا جذب لعموم المستثمرين من أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، ودفع بالقائمين على أسواق الأوراق المالية في بعض دول العالم لاستغلالها من أجل الرفع من مستوى نشاط السوق، وقد جاءت هذه الدراسة لتكشف لنا دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية، من خلال تسليط الضوء على أهم مزايا الصكوك الإسلامية بالنسبة للأطراف المشاركة في العملية الاستثمارية من مكتتبين فيها ومشروعات مصدرة لها وأسواق يتم تداولها فيها، وبالأخص سوق الأوراق المالية الماليزية، التي تعد رائدة في استغلال الأدوات المالية الإسلامية بشكل عام، والصكوك الإسلامية بشكل خاص، وقد توصلت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج من أهمها:

- تدخل الصكوك الإسلامية ضمن أدوات المديونية، فهي عبارة عن سندات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- تتم هيكلية الصكوك بطريقة مشابهة لهيكلية الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS)، وما يميزها هو توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- يشكل فقه المعاملات المالية الإسلامية المصدر الرئيسي في هيكلية الصكوك الإسلامية، فالصكوك تنوع على حسب تنوع المعاملات المالية الإسلامية من مرابحة، مشاركة، مضاربة، استصناع، إجارة، بيع آجل، استثمار بالوكالة... الخ؛
- تتيح الصكوك الإسلامية مرونة أكبر للمشروعات الاستثمارية في اختيار هيكلها التمويلي، نظرا لانفرادها بمزايا غير موجودة في الأدوات التمويلية الأخرى؛
- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة جذب لأصحاب الفوائض المالية الذين يسعون لتوظيف أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- تساهم الصكوك الإسلامية في توسيع قاعدة المستثمرين في السوق الأولي بشقيه أصحاب العجز وأصحاب الفائض، كما تدفع بمؤسسات مالية على غرار "وسيلة ذات الغرض الخاص" SVP نحو العمل ضمن المؤسسات المالية الناشطة في سوق الأوراق المالية؛
- تساعد الصكوك الإسلامية أسواق الأوراق المالية المحلية على الانفتاح عالميا من خلال زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية الأجنبية؛
- تساهم الصكوك الإسلامية في زيادة نشاط أسواق الأوراق المالية الأولية (سوق الإصدار)؛
- تساهم الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية لارتباطها دائما بأصول حقيقية؛

- يساهم إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى زيادة نشاط السوق.
- تعد ماليزيا دولة رائدة في استخدام الصكوك الإسلامية، فهي تستحوذ لوحدها على أكثر من نصف حجم الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية؛
- ساهمت الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال مساهمتها في الرفع من حجم الرسمة السوقية ومن عدد المشروعات المدرجة في السوق.
- وللاستفادة محليا من التجربة الماليزية في هذا المجال، نقترح التوصيات التالية:
- العمل على تفعيل سوق الاوراق المالية في الجزائر واستغلالها في تعبئة المدخرات المحلية، ثم بعد ذلك الأجنبية، لما لها من القدرة على زيادة حجم التمويل للمشروعات الاستثمارية؛
- ضرورة اعتماد صيغ التمويل الإسلامي على مستوى القطاع المصرفي، ثم تعميم التجربة بعد ذلك على سوق الأوراق المالية في الجزائر؛
- ضرورة إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية في الجزائر لما لذلك من أثر على زيادة نشاط السوق.

6. قائمة المراجع:

1. أحمد السعد. (2016). الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية. عمان، الأردن: دار الكتاب الثقافي.
2. الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي. (بلا تاريخ). الصكوك في 30 سؤال وجواب. تاريخ الاسترداد 01 26, 2021، من ملحق مجلة التمويل الإسلامي: <http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/PDF/Instruments10-3-13.pdf>
3. حسام الدين خليل محمد. (2014). استثمار المدخرات و دور الصكوك الإسلامية في ذلك. مجلة جامعة الشارقة، (2)11، 278-235.
4. خير الدين معطى الله، و رفيق شرياق. (2012). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية. الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي. الجزائر: جامعة قلمة.
5. رايح خوني، و ابتسام ساعد. (2014). الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي. مجلة الاقتصاد الصناعي. (1)4، 141-117.
6. زوبر بولجال. (2018). تطوير السوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية. أطروحة دكتوراه. قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر.
7. سعود بن ملح العنزي. (2010). الصكوك الإسلامية، ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة. أطروحة دكتوراه. قسم أصول الفقه، الجامعة الأردنية، الأردن.
8. سناء نزار. (2016). دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001-2015). أطروحة دكتوراه. قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر.

9. صفية أحمد أبو بكر. (2009). الصكوك الإسلامية. مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول. الإمارات العربية المتحدة: دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي.
10. فضيلة بوطورة، نوفل سمايلي، و محمد حسن رشم. (2019). التورق الإسلامي كبديل شرعي لأحد منتجات الهندسة المالية التقليدية (التوريق التقليدي). مجلة دفاتر اقتصادية، 11(1)، 251-236.
11. منيرة بباس. (2017). التوريق بين الواقع العملي والتكليف الشرعي: دراسة حالة ماليزيا. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، 4(1)، 379-359.
12. نوال بن عمارة. (2011). الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين. مجلة الباحث، 9(9)، 264-253.
13. نور الدين كروش، و مريم سرارمة. (2017). التصكيك الإسلامي والتسنيدي: دراسة مقارنة. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، 4(2)، 659-643.
14. هناء محمد هلال الحنيطي. (2015). دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية. مجلة دراسات العلوم الإدارية (2)، 565-553.
15. يوسف حسن يوسف. (2014). الصكوك المالية وأنواعها: الاستثمار-الصناديق الاستثمارية-الأوراق المالية والتجارية. الإسكندرية، مصر: دار التعليم الجامعي، الطبعة الأولى.
16. يونس شعيب. (2016). الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة. أطروحة دكتوراه. قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة قسنطينة، الجزائر.

17. Buchanan, B. (2018). **Securitization and the Global Economy: History and Prospects for the Future**. New York, USA: Palgrave Macmillan.
18. Hautcoeur, P.-C. (2008). **Marchés financiers et développement économique: une approche historique**. Regards croisés sur l'économie, 1(3), 159-172.
19. **International islamic financial market**. (2020). IIFM Sukuk Report: a Comprehensive Study of the Global Sukuk Market. kingdom of Bahrain.
20. Lahsasna, A., Hassan, M., & Rubi, A. (2018). **Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules**. Cham, Switzerland: Springer International Publishing Ag: Palgrave Macmillan.
21. Malaysia Securities Commission. (2017). Annual Report. Malaysia.
22. Malaysia Securities Commission. (2019). Annual Report. Malaysia.
23. Securities Commission Malaysia. (2011). Annual Report. Malaysia.
24. Securities Commission Malaysia. (2012). Annual Report. Malaysia.
25. Securities Commission Malaysia. (2013). Annual Report. Malaysia.
26. Securities Commission Malaysia. (2014). Annual Report. Malaysia.