

تقييم دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين الماليزي خلال الفترة 2008-2020
Evaluation of the role of Islamic instruments in the development of the Malaysian debt instruments market during 2008-2020.

د. نورين بومدين

مخبر العولمة وانعكاساتها على اقتصاديات دول الشمال الإفريقي

جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر

b.naourine@univ-chlef.dz

تاريخ النشر: 03/ 03/ 2022

ط. د. صابر رشيد¹

مخبر العولمة وانعكاساتها على اقتصاديات دول الشمال الإفريقي

جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر

r.sabeur@univ-chlef.dz

تاريخ القبول: 09/ 02/ 2022

تاريخ الاستلام: 10/ 09/ 2021

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية من خلال دراسة تحليلية لسوق أدوات الدين المتمثلة في الصكوك الإسلامية و السندات التقليدية، و اجراء مقارنة بين تطور حجمي الاصدار لكل من الأداةين خلال الفترة 2008-2020. خلصت الدراسة إلى أن حجم الاصدار العالمي للصكوك عموما عرف تطورا ملموسا خلال فترة الدراسة ، و في ماليزيا على وجه الخصوص حيث عرف حجم إصدار الصكوك نوعا من التقدم مقارنة بالسندات و خاصة في السنوات الأخيرة بعد الإجراءات التي اعتمدها السلطات الماليزية لتشجيع سوق الصكوك على حساب السندات ، إلا أن تطور اصدار حجم الصكوك يعود جزء يسير منه لتحسن أداء الصكوك والجزء الأكبر يعود إلى تراجع أداء السندات بسبب الركود الذي يشهده العالم خلال السنوات الأخيرة مع تراجع أسعار النفط، فالتجربة الماليزية تعتبر تجربة رائدة في ذلك إلا أنها لازالت تحتاج مزيد من الرعاية ، فحجم اصدار الصكوك ضعيف مقارنة بحجم أدوات الملكية لذا يجب اتخاذ اجراءات أخرى التي تسمح برفع حجم اصدار الصكوك حتى تكون أكثر منافسة لحجم أدوات الملكية.

الكلمات المفتاحية: حجم الاصدار، الصكوك ، أدوات الدين، السندات، تداول، السوق المالي.

Abstract:

This study aims to assess Malaysian experience in the issuance of Islamic sukuk through an analytical study of the market for Islamic instruments and traditional bonds, and a comparison of the evolution of their volumes over the period 2008-2020.

The study concluded that the overall volume of universal issuance of sukuk had evolved significantly during the study period, In particular, in Malaysia, the volume of issuance of sukuk has seen some progress compared to bonds, particularly in recent years following the measures taken by the Malaysian authorities to encourage the market for instruments at the expense of bonds, However, a small proportion of the evolution in the volume of instruments returns to improved instrument performance, and the increasing ratio of sukuk to bonds is due to the decline in bond performance due to the recession in the world in recent years as oil prices decline, Malaysia's experience is avant-garde, but it still needs more care, The volume of issuance of sukuk is low compared to the size of property tools, other measures must therefore be taken to increase the volume of instruments issued in order to be more competitive relative to the volume of ownership tools.

Key words: Issue size, sukuk, debt instruments, bonds, trading, financial market

مقدمة

رغم الآثار السلبية التي خلفتها الازمات المالية العالمية على الاقتصاديات الرأسمالية و التي ظهرت جليا من خلال مخلفات ذلك على النسيج المالي المؤسساتي لكثير من الدول بتقليص أنشطة بعضها وإفلاس أخرى ، إلا أن هذا لم يمس بشكل مؤثر المؤسسات التي تعتمد أسس المالية الإسلامية بل على العكس من ذلك كان للأزمات المالية وقع إيجابي على المالية الإسلامية بحيث شددت المنتجات المالية الإسلامية انتباه كثير من المفكرين لما عرفت به من قلة المخاطر و عدالة في توزيع الأرباح ، وزادت رغبة كثير من المؤسسات المالية للتعامل بهذه المنتجات مما عزز من مكانة المؤسسات المالية الإسلامية في الأسواق المالية العالمية الشيء الذي حتم على القائمين على هذه المؤسسات ولوج مجال الابتكار المالي في اطار ما يعرف بالهندسة المالية من خلال صناعة منتجات مالية جديدة و طرحها للتداول في الأسواق استجابة للطلب المتزايد على المنتج المالي الإسلامي خاصة بعد الازمة المالية لسنة 2008، و هكذا بدأ قطاع الخدمات المالية الإسلامية و خاصة الادوات المتداولة في سوق رأس المال يعرف نوع من النمو والتطور بفعل الطلب المتزايد و الإقبال المستمر على الادوات المالية الإسلامية لتدني المخاطر المرتبطة بها، و من أكثر هذه المنتجات تداولاً نجد الصكوك الإسلامية التي تمثل أهم مكونات سوق رأس المال الإسلامي و التي تأتي في المقام الثاني بعد الأسهم ، فهي تعتبر من بين الأدوات المالية الإسلامية التي تزايد حجمها بصورة كبيرة في السنوات الأخيرة ، و استقطبت حجم كبير من رؤوس الأموال من خلال ما حققته من ثقة للمتعاملين فيها ، وانطلاقاً من هنا سنحاول من خلال هذا البحث معالجة الإشكالية التالية:

ما مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين في السوق المالي الماليزي؟.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية الدراسة في الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية و مدى قدرتها على استقطاب رؤوس الاموال خاصة المكتنزة منها و الاستفادة من دمجها في السوق الحقيقية ، مما يسمح بخلق مصادر تمويلية أخرى تختلف عن المصادر التقليدية و التي تعتبر في كثير من المجتمعات الإسلامية المحافظة رؤوس أموال عاطلة ، لذا ارتأينا في هذا البحث تبيان مدى قدرة الصكوك الإسلامية على جذب هذه الاموال لاستعمالها في العملية التمويلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، و من خلال ذلك سيتم التعريف أكثر بأهمية الصكوك الإسلامية بصفتها بديلاً شرعياً للاستثمارات المالية التقليدية .

و للإجابة على إشكالية البحث سوف نطرح الفرضيات التالية:

- نجاح الصكوك الإسلامية في استقطاب رؤوس اموال شريحة كبيرة من المتعاملين كانت متحفظة من استثمار أموالها في الأسواق المالية التقليدية خوفاً من المخاطر المرتبطة بسعر الفائدة.
- إرتفاع المخاطر في سوق الادوات المالية التقليدية جعل كثير من المتعاملين الاقتصادية يتجه إلى التعامل بالأدوات المالية الأقل خطراً و من بينها الصكوك الإسلامية.
- يمثل تداول الصكوك الإسلامية حافزاً قوياً لزيادة رأس مال السوق المالية الماليزية.

منهجية البحث و أدوات الدراسة : للإجابة على إشكالية بحثنا و اختبار مدى صحة الفرضيات اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي المناسب لطبيعة الموضوع من خلال التطرق لمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالصكوك الإسلامية و السندات التقليدية بغرض اجراء مقارنة شاملة بين تطور حجميهما في سوق المال الماليزي ، لذا تم الاستعانة بالمنهج الاستقرائي في الشق الثاني البحث من خلال جمع البيانات و المعطيات المتعلقة بحجم اصدار الصكوك في العالم بصفة عامة و ماليزيا على وجه الخصوص، و ذلك بالاعتماد على التقارير الرسمية الصادرة عن بعض الهيئات المالية الإسلامية كالمسوق المالية الإسلامية الدولية و التقارير الصادرة عن السوق المالي الماليزي.

و للإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث سوف نقوم بمعالجة الاسئلة الفرعية التالية:

- كيف ظهرت و تطورت الصكوك الإسلامية ؟
- ما هي الاحكام الفقهية المرتبطة بتداول الصكوك الإسلامية؟
- ماذا يمثل حجم الصكوك الإسلامية المصدرة في السوق المالي الماليزي مقارنة بالسندات التقليدية؟
- و للوصول الى اجابة مقنعة لإشكالية بحثنا سوف نقوم بتقسيم عملنا هذا الى المحاور الرئيسية التالية:
- الاطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية و الحكم الفقهي لتداول الصكوك الإسلامية في أسواق المال .

- دراسة تحليلية لتطور حجم اصدار الصكوك مقارنة بحجم السندات في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2008-2020 باعتبارها يندرجان ضمن رؤوس الاموال التي تمثل حقوق للغير (أي أدوات دين) بغض النظر عن القيود التي تحكم اصدار كل أداة.
- أهداف الدراسة:** يسعى الباحثان من خلال هذه الدراسة الى الوصول إلى الاهداف التالية:
- التعريف بالصكوك الاسلامية و بصورة تفصيلية وإزالة الغموض حول كل ما يرتبط بها.
 - تبيان الاحكام الفقهية لتداول الصكوك الاسلامية.
 - تحليل تطور اصدار الصكوك في السوق المالي الماليزي مقارنة بنظيرتها من السندات التقليدية مع اخذ بعين الاعتبار أن الحافز المؤثر في تزايد الاصدار هو حجم رؤوس الاموال المستقطبة في التداول .

المحور الاول: الاطار المفاهيمي للصكوك الاسلامية

1- تعريف مصطلح الصكوك

1-1-أ- الصكوك لغة:

فأصل كلمة صك هي "جك" و هي كلمة فارسية معربة ، فالصكوك في اللغة جمع صك و هو الضرب الشديد ، و هو أيضا بمعنى كتاب و يطلق الصك على ما يكتب فيه من الورق و نحوه من حقوق لكنه يستعمل مجازا في الحقوق أو الديون الثابتة فيه، فمن معاني الصك " أنه وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو وثيقة حق في ملك و نحوه. و بهذا يتضمن التصرف في الصك كورقة ، التصرف فيما يجتويه من حق أو دين.¹

1-1-ب- الصكوك اصطلاحا:

توجد تعريف كثيرة للصكوك الاسلامية من الناحية الاصطلاحية ، فقد اختلفت من مفكر إلى آخر حسب الزاوية التي ينظر منها كل واحد ، و سنسرد بعض التعاريف الواردة في هذا الشأن على سبيل الذكر لا على سبيل الحصر.

فقد عُرف التصكيك بأنه عملية تجميع و تصنيف الأصول المضمونة منها و غير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها على المستثمرين. و أما الدكتور منذر قحف فقد عرفه بأنه وضع موجودات دائرة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولا مالية، فهو يعتبر بأنه تقنية أو آلية مالية يتم من خلالها تحويل الأصول المالية إلى سندات تتمتع بالسيولة، وهو أداة تمويل تم تطويرها لكي تصبح أداة لإدارة الميزانية و إدارة المخاطر².

أما تعريف الصكوك لدى هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية فهو تعريف في ضوء الاستثمار الإسلامي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا 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 الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.³

و يمكن القول بأن الصكوك الاسلامية تمثل وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة و متساوية في موجودات معينة و مباحة شرعا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية على أساس المشاركة في الربح و الخسارة مع الالتزام بالضوابط الشرعية.⁴

كما جاء في عبارات الهيئات و المجالس المتخصصة في الاقتصاد الاسلامي تعاريف للصكوك الاسلامية نذكر منها⁵:

مجمع الفقه الاسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الدولي فقد عرفها أنها: " أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية القيمة و مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصص في رأس المال و ما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم" و تعرفها هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية في البحرين: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع معين أو نشاط استثماري و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"

أما مجلس الخدمات المالية الاسلامية بماليزيا فيعرف " الصك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري"

— التصكيك هو عملية تقسيم ملكية الاصول الملموسة أو حقوق الانتفاع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة و إصدار أوراق مالية حسب قيمتها⁶.

و من خلال عرض بعض التعاريف الواردة في تعريف الصكوك الاسلامية يمكن القول بأن:

الصكوك الإسلامية هي عبارة عن شهادات أو وثائق متساوية القيمة ناتجة عن تحويل الأصول الجائز تملكها شرعا إلى أوراق مالية تمثل حصص شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات أو مشروع استثماري، و التي توفر السيولة اللازمة من خلال بيع هذه الأوراق المالية على أن يتحمل مشتريها خسارة غير محددة النسبة أو أن يحصل على أرباح غير محددة النسبة، و يصبح الدائن من خلال ذلك يملك نقود سائلة بعدما كان ذا دين مؤجل.

2-دوافع عملية التصكيك(التوريق):

قبل التطرق الى دوافع عملية التصكيك أو الضرورة و الحاجة التي دعت إليه يجب التنويه الى أن التصكيك لم يعرف بهذه التسمية في أول الأمر و إنما الشائع أنه عرف باسم التوريق.

ففكرة التصكيك أو التوريق ظهرت بشكل واضح و نمطي أول مرة في أمريكا عام 1970م، عندما قامت الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقاري بإصدار صكوك تستند على القروض المضمونة بالرهن العقاري أي قامت بتوريق الديون و بالتالي الفكرة قائمة على بيع القروض والديون على شكل أوراق مالية و من ثم تداولها في السوق المالي . فالهدف الأساسي من التصكيك هو ربط الديون الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع الديون في شكل محفظة ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة بضمانات القروض.

و تتمثل دوافع عملية التصكيك التي تدفع المؤسسات المالية إلى إصدار الصكوك الاستثمارية في النقاط التالية :⁷

- إعادة تدوير الأموال المستثمرة دون الحاجة للانتظار حتى يتم تحصيل الحقوق المالية على آجالها المختلفة ، و ذلك لأن التصكيك يساعد على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول تتصف بالسيولة.
- خفض تكلفة التمويل و المخاطر و ذلك لأن التصكيك يتيح القدرة على تعبئة مصادر التمويل بالحصول على مستثمرين جدد و من ثم توفير تمويل طويل أو متوسط الأجل، و بالتالي يتسم بانخفاض درجة المخاطر نظرا لكون الصكوك مضمونة بضمانات عينية و هي الأصول، و بالإضافة أن عملية التصكيك تتطلب فصل محفظة التصكيك و ما يلحقها من ضمانات عن غيرها من الأصول المملوكة للشركة منشطة الصكوك.
- تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة و تنويع المعروض فيها من الأوراق المالية و تنشيط سوق تداول الصكوك ، كما أن الصكوك يمكنها تمويل النشاطات الاقتصادية الضخمة التي لا تستطيع تمويله الجهات التمويلية بمفردها.
- تحسين القدرة الائتمانية و الهيكل التمويلي للشركة المنشئة للصكوك من حيث أن التوريق يتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن الشركة ذاتها ، و من ثم يكون تصنيفها مرتفعا.
- الموازنة بين آجال التمويل أي مصادر و استخدامات الأموال، فعملية التصكيك تساعد الشركة للحصول على السيولة اللازمة لسداد التزاماتها قصيرة الأجل.
- أما بالنسبة للمصارف التي بطبيعتها يوجد لديها محافظ حقوق مالية بمبالغ كبيرة متمثلة فيما تمنحه من قروض و تسهيلات ائتمانية، فعملية التصكيك تكنسي أهمية خاصة بالنسبة لها لأنها تساعد على:

- تحسين معدل كفاية رأس المال في ظل معايير بازل 2
- تحسين الموازنة بين آجال الأصول و الإلتزامات
- الحصول على التمويل اللازم لمنح قروض جديدة
- تنويع أفضل لمخاطر الإئتمان
- خفض تكلفة التمويل و تنويع مصادره
- توسيع نشاط أسواق المال

بعد اعطاء مفهوم الصكوك و ذكر الخلفية التاريخية للصكوك(التوريق) و كيف ظهرت سنين فيمالي خصائص الصكوك الإسلامية و الذي هو جوهر بحثنا من خلال ذكر الخصائص التي تمثل الفروق الجوهرية بينها وبين الأدوات الاستثمارية التقليدية.

فمن حيث المبدأ فإن إصدار و تداول الصكوك الإسلامية لا يختلف عن الأدوات المالية التقليدية، إلا أنها تحكمها ضوابط شرعية تميزها عن غيرها من أدوات الإستثمار الأخرى، و من أبرز هذه الخصائص مايلي:⁸

- 1- أنها صكوك متساوية القيمة تصدر باسم مالكيها لإثبات حق مالكيها في الأصول والموجودات الصادر بموجبها.

- 2- أنها تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعيانا أو منافع أو خدمات أو خليطا منها و من الحقوق المعنوية و الديون و النقود، و لا تمثل ديناً أو التزاماً في ذمة مصدرها.
- 3- الصكوك الإسلامية تصدر وفقاً لضوابط و شروط و أحكام شرعية عامة و خاصة تنظم عملية إصدارها و تداولها.
- 4- تقوم الصكوك الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة و تحمل المخاطر بنسب ما يملكه حاملها أو مالكيها من صكوك في المشروع.

3- أنواع الصكوك الإسلامية :

يمكن احصاء عدة أنواع من الصكوك الإسلامية سنذكر أغلبها فيما يلي:⁹

3-1- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها و استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

3-2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: و هي أربعة أنواع

3-2-1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها، أو إعادة إيجارها (في حالة منفعة عين موجودة)، و استيفاء أجرها من حصيلة الاكتتاب فيها و تصبح العين أو منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

3-2-2-ب- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة و استيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها و تصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

3-2-2-ج- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) و استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3-2-2-د- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) و استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3-3- صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

3-4- صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتصنيع سلعة، و يصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.

3-5- صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة محل المراجعة، و تصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.

3-6- صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، و يصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم.

3-7- صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع على أساس المزارعة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

3-8- صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والانفاق عليها و رعايتها على أساس عقد المساقاة، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد.

3-9- صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار و فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال و نفقات على أساس عقد المغارسة، و يصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس.

4- الأحكام و الضوابط الشرعية التي تحكم إصدار الصكوك الإسلامية: تحكم إصدار الصكوك الإسلامية ضوابط و أحكام شرعية يجب مراعاتها، و حسب هيئة المحاسبة و المراجعة التابعة للمؤسسات المالية الإسلامية يمكن تفصيلها فيما يلي:¹⁰

1- إصدار الصكوك الاستثمارية: يجب إصدارها وفق الضوابط التالية

- أ- يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية .
- ب- يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان و المنافع و الخدمات، و ذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية و إصدار صكوك بقيمتها، أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها.
- ج - تترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر على أساسه، و ذلك بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك.
- د- طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك و المكتتبون فيها.
- هـ- تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد و صفته الشرعية أي حسب نوعية الصكوك المكتتب فيها على أن يملك حملة الصكوك الموجودات على الشيوع بغنمها و غرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم، فمثلا في حالة صكوك ملكية موجودات مؤجرة فإن مصدر تلك الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها و المكتتبون فيها مشتركون لها، أما في حالة صكوك ملكية الخدمات فإن مصدر تلك الخدمة هو بائع الخدمة و المكتتبون فيها مشتركون لها، و حصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة، و هكذا في صكوك السلم فإن المصدر هو بائع لسعة السلم و المكتتبون فيها هم المشتركون للسعة و حصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم) و يملك حملة الصكوك سلعة السلم و يستحقون ثمن بيعها، و كذلك باقي أنواع الصكوك تكون العلاقة بين المصدرين و المشترين.
- و- تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها، أي مصدر الصك و المكتتب فيه و تترتب آثار هذه العقود من حقوق و التزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد.
- و خلال عمليات إصدار الصكوك يلتزم مصدر الصكوك بتقديم نشرة خاصة بذلك يراعى فيها القواعد التنظيمية و الضوابط الشرعية وفقا لمايلي:¹¹
- أولاً: تمثل نشرة إصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها إل المكتتبين و يمثل الاكتتاب في الصك الإيجاب، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون حينئذ إيجابا و يكون الاكتتاب قبولا. حيث يراعى في نشرة الإصدار ما يأتي:
- أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد و البيانات الكافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية و حقوقهم و واجباتهم مثل وكيل الإصدار، مدير الإصدار، و أمين الاستثمار، و متعهد التغطية و وكيل الدفع و غيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم و عزلهم.
 - أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو المراجعة ، أو الإستصناع، أو السلم، أو المضاربة، أو المشاركة، أو الوكالة، أو المزارعة، أو المعارسة أو المساقاة.
 - أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفيا لأركانه و شروطه، و أن لا يتضمن شرطا ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.
 - أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية، و على وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار و تراقب تنفيذه طوال مدته.
 - أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك و ما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.
 - مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم 12 بشأن الشركة (المشاركة) و الشركات الحديثة البند 5/1/3 يجب أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم و أن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
 - أن لا تشمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي و التقصير، و لا قدرا معيناً من الربح، لكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل، مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم 5 بشأن الضمانات البند 6/7. كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكة بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديه أو تقصيره، مع مراعاة البند 3/4/1/3 من المعيار الشرعي رقم 12 بشأن الشركة (المشاركة) و الشركات الحديثة و العقود الواردة فيه.
- ثانياً: يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتتب فيه من الصكوك، و يكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، و لا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكنتاب عمولات مقابل ذلك التعهد مع مراعاة البند 4/2/1/4 من المعيار الشرعي رقم 12 بشأن الشركة (المشاركة) و الشركات الحديثة.

ثالثاً: يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة أو متوسطة ، أو طويلة بالضوابط الشرعية و قد تصدر دون تحديد أجل، و ذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.

رابعاً: يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الإشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك، لا مانع شرعاً من اقتطاع نسبة معينة من العائد.

5- آلية إصدار الصكوك:

عادة ما تتم عملية إصدار الصكوك على النحو التالي¹²:

- إعداد التصور و الهيكل التنظيمي: الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة المسائل القانونية و الإجرائية و التنظيمية و دراسة الجدوى، و تضمين ذلك كله في نشرة الإصدار، و ربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة و الإتفاقيات التي تحدد حقوق و صلاحيات و واجبات الجهات المختلفة ذات الصلة، و من الأهمية حسن إختيار تلك الجهات لإيجاد عوامل الثقة و الطمأنينة لدى المكتسبين، و هذه الخطوة تتم من قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك و هي إما من طرف الممولين (بعض البنوك) أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل).

- تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين): من خلال تأسيس شركة ذات أغراض خاصة تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي و تكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين و ذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة و تقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة، و يلاحظ أن الشركة ذات الأغراض الخاصة تمثل ركنا أساسيا في عملية التصكيك و ذلك لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمصكك الأصلي عن الجهة المصدرة للصكوك و ذلك لضرورة تحسين الجدارة الإئتمانية للصكوك المصدرة.

- طرح الصكوك للإكتتاب : بهدف جمع الاموال التي ستمول بها الموجودات المثلة بالصكوك.

- تسويق الصكوك : و يتم إما بالطرح مباشرة إلى الجمهور، أو أن يتم بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة بنوك، و ذلك للقيام بتسويقها و بيعها إلى حاملي الصكوك.

- التعهد بتغطية الإكتتاب : و ذلك من خلال مؤسسة مالية تتعهد إلى الجهة المصدرة بتأمين تغطية كاملة للإصدار، و هذا التعهد يتطلب من المؤسسة المالية توفير السيولة ، و تستهدف منه الحصول على نصيب من الربح، حيث يباع لها بسعر أقل من القيمة الإسمية لتحقيق ربح للجهة المتعهددة بالتغطية و التسويق، و قد تقوم المؤسسة المالية المتعهددة بتغطية الإصدار، حيث تلتزم بشراء ما لم يكتسب فيه و تبيعه تدريجيا أو تحتفظ به كليا أو جزئيا.

6- الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية:

__ كما هو معروف في السياسة النقدية و خاصة سياسة السوق المفتوحة يمكن استعمال الصكوك كأداة من الادوات بغرض امتصاص السيولة و تخفيض معدلات التضخم بدخول البنك المركزي كمشتري للصكوك أو بائعا للصكوك في حالة الانكماش لزيادة سيولة الاقتصاد.

__ يمكن للصكوك أن تساهم في تنشيط و تنمية و رفع كفاءة أسواق الاوراق المالية و زيادة عمقها من خلال اجتذاب المزيد من

المتعاملين و المستثمرين في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

__ تعتبر الصكوك الإسلامية مصدر من مصادر السيولة اللازمة لتمويل مشاريع البنية التحتية و المرافق الحكومية لتخفيض الضغط على الميزانية العامة بدل الاعتماد على مصادر الاقتراض الأخرى.

7- الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية

بعد التطرق الى جميع المسائل المتعلقة بالصكوك الإسلامية انطلاقا من تعريفها و انواعها و مراحل عملية التصكيك سوف يكون من السهل استيعاب و فهم مختلف الآراء و الافكار التي تناولت الحكم الشرعي لتداول الصكوك في السوق المالي و فيما يلي سوف نتعرض لمعظم الآراء الفقهية في المسألة.

7-1- التعريف بتداول الصكوك:

عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التداول على انه " التصرف في الحق الشائع الذي يمثله الصك بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غير ذلك من التصرفات الشرعية"¹³.
و عرفه قانون الصكوك في مصر في المادة الأولى منه بأنه: "بأنه بيع و شراء الصكوك في السوق الثانوية على النحو الذي تُفصله نشرة الإصدار"¹⁴.

و قد تخضع عملية تداول الصكوك الإسلامية لعدة عوامل تؤثر في حجم التداول ، نذكر منها:
_ قوى العرض و الطلب باعتبار الصكوك سلعة كباقي السلع فيزيادية رغبة و ارادة المتعاقدين يزداد حجم التداول.
_ العامل التكنولوجي فكلما كانت عملية التقاء المتعاقدين أسهل و أسرع كلما زاد حجم التداول و هذا ما تسمح به الوسائل التكنولوجية الحديثة.

_ التشريعات و القوانين: فكلما اتسمت المعاملات المالية بالبساطة و عدم التعقيد كلما ارتفع حجم التداول.
_ الثقافة و القيم الإسلامية الثقافة تتعلق بوعي المتعاملين في السوق المالي ، أما القيم الإسلامية فتتعلق بما مدى ملائمة المنتج المالي الإسلامي (الصكوك) و أحكام الشريعة الإسلامية ، فكلما كان المنتج المالي متوافق مع أحكام الشريعة كلما كان الاقبال على تداوله أكثر.

كما ان هناك عوامل أخرى تتعلق بالوضع العام لبلد الإصدار و ما يميزه من أوضاع سياسية سائدة ، و اقتصادية كالأزمات المالية و بصفة شاملة الحالة التنموية للبلد.

7-2- الأحكام الفقهية لتداول الصكوك:

سوف نتطرق إلى الأحكام الفقهية للصكوك بذكر مختلف القرارات الشرعية الصادرة عن المجمع الفقه الإسلامي الدولي و كذلك المعايير الشرعية و خاصة معيار صكوك الاستثمار:¹⁵

7-2-أ- قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي و التي لها علاقة بتداول الصكوك:

أولاً: قرار رقم 30(4/3) بشأن سندات المقارضة و سندات الاستثمار.

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي

...قرر مايلي:

... الصورة المقبولة شرعا لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوافر فيها العناصر التالية:.....**العنصر الثالث:**
أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحدد للاكتتاب باعتبار ذلك مأذونا فيه من المضارب عند نشوء السندات مع مراعاة الضوابط التالية:

_ إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب و قبل المباشرة في العمل بالمال ما زال نقودا فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد و تطبق عليه أحكام الصرف.

_ إذا أصبح مال القراض ديونا تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام التعامل بالديون.

_ إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود و الديون و الأعيان و المنافع فإنه يجوز تداول الصكوك المقارضة وفقا لمتراضي عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا و منافع، أما إذا كان الغالب نقودا فتراعى في التداول الأحكام الشرعية التي سئبها لائحة تفسيرية توضع و تعرض على المجمع في الدورة القادمة، و في جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصوليا في سجلات الجهة المصدرة.....

و عليه يجوز تداول صكوك المقارضة في سوق الأوراق المالية بضوابط شرعية خاضعة لإرادة المتعاقدين وفق لقاعدة لا ضرر و لا ضرار **ثانيا:** قرار رقم 137(3/15) بشأن صكوك الاجارة:¹⁶

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بعد إطلاعها على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع صكوك الاجارة ، و بعد استماعه إلى المناقشات التي دارت حوله قرر ما يأتي :

1_ تقوم فكرة صكوك الاجارة على مبدأ التصكيك (أو التسنيد أو التوريق) الذي يقصد به إصدار اوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدرّ دخلا. و الغرض من صكوك الاجارة تحويل الاعيان و المنافع التي يتعلق بها عقد الاجارة إلى أوراق مالية)

صكوك) يمكن أن تجرى عليه عمليات التبادل في سوق ثانوية.... 4_ يجوز إصدار صكوك تمثل ملكية الأعيان المؤجرة و تداولها إذا توافرت فيها شروط الاعيان التي يصح أن تكون محلا لعقد الإجارة كعقار، طائرة، باخرة و نحو ذلك ، مادام الصك يمثل ملكية أعيان حقيقية مؤجرة من شأنها أن تدرّ عائدا معلوما.

5_ يجوز للمالك الصك _ أو الصكوك _ بيعها في السوق الثانوية لأي مشتر ، بالثمن الذي يتفقان عليه، سواء كان مساويا أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشترى به ، و ذلك نظرا لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق.

حيث أجاز القرار صكوك الاجارة على اطلاقه دون التطرق الى بيع و تداول صكوك حق المنفعة و الاجارة الموصوفة بالذمة و اللذان يتبعان الى صكوك الاجارة حكما و عليهما خلاف فقهي في مسألة التداول و الراجح عدم جواز تداولهما لأنهما تختصان بأعيان غير معينة و موصوفة في الذمة و بالتالي تلحق بحكم الديون حكما.

بالإضافة الى قرارات أخرى جاءت في الدورات اللاحقة للمجلس كلها تجيز تداول الصكوك الاسلامية و لكن بجملة من الضوابط و التوجيهات لتجنب الوقوع في ما يخالف أحكام الشريعة كبيع الدين بالدين و التعامل بالربا أو بيع ما لا يملك.

7-2-ب - قرارات هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية¹⁷:

سوف نتكلم في هذا الجزء عن معيار الاستثمار رقم (17)، علما أن المعايير الاخرى لها علاقة غير مباشرة بموضوع الصكوك و منها المعيار رقم (9) الاجارة و الاجارة المنتهية بالتمليك والمعيار (12) الشركة (المشاركة) و الشركات الحديثة....

المعيار الشرعي رقم (17) صكوك الاستثمار تداول صكوك الاستثمار و استردادها

_يجوز تداول صكوك الاستثمار و استردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية مريحة من أعيان أو منافع أو خدمات ، بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك و بدء النشاط ، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف ، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية و كانت الموجودات ديونا ، أو تم بيع الصكوك بضمن مؤجل.

_ في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد اتمام عملية الإصدار بسعر السوق و لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.

_ يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع مثل القيد في السجلات أو الوسائل الالكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها.

_ يجوز تداول الصكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات و حتى نهاية أجلها.

_ يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك و مصدره حين الاسترداد لكن يشترط لا يكون هذا مشروطا في نشرة الاصدار.

_ لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الاعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفي منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

_ يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة، و هي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام و ضوابط التصرف في الديون.

_ يجوز تداول أو استرداد صكوك الإستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الإستصناع ، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمنا في إستصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون.

_ لا يجوز تداول صكوك السلم.

_ لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة و قبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.

_ يجوز تداول صكوك المشاركة و صكوك المضاربة و صكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك و بدء النشاط في الأعيان و المنافع.

_يجوز تداول صكوك المزارعة و المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك و بدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض أما اذا كانوا الملتزمين بالعمل فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع و الثمر.

يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك و بدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الارض أم الملتزمين بالغرس.

المحور الثاني: تحليل تطور اصدار الصكوك في ماليزيا مقارنة بالسندات التقليدية

حازت ماليزيا لقب الرائدة في مجال سوق الصكوك عن جدارة و استحقاق من خلال احتلالها المركز الاول في اصدار الصكوك خلال كل الفترات مما جعلها متخصصة في سوق الصكوك الاسلامية بامتياز و سنحاول تبين ذلك من التطرق إلى النقاط التالية :

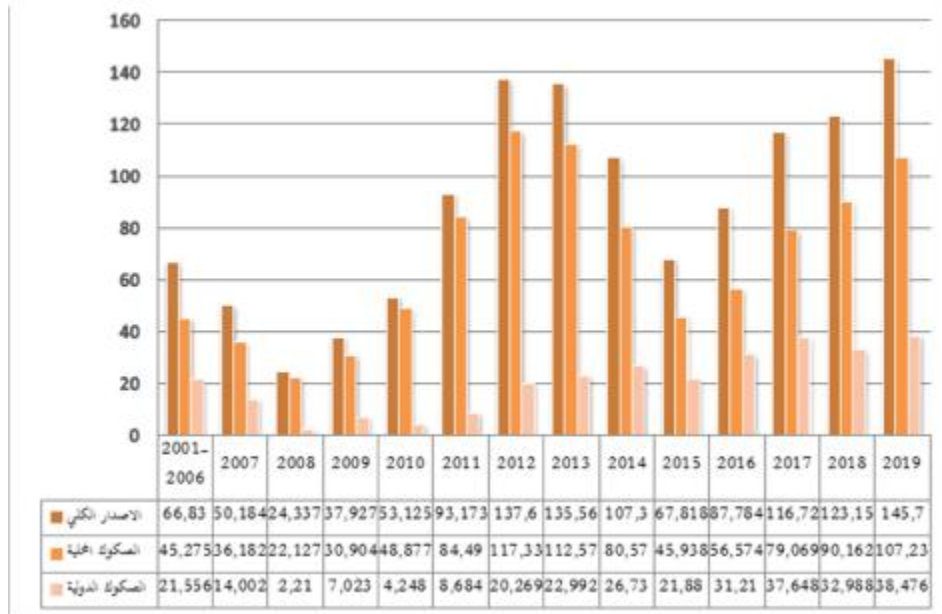
1- تحليل حجم الاصدار العالمي للصكوك و حصة ماليزيا من الحجم الكلي

عرف سوق الاوراق المالية نوعا من التطور و النمو من خلال اللجوء الى السوق المالي الاسلامي كمصدر من مصادر التمويل غير المكلف و قليلة الخطورة بهدف زيادة العائد و تنويع المحفظة ، و بدورها عرفت الصكوك تطورا ملحوظا بصفتها أداة من أدوات التمويل الاسلامي الحديثة و خاصة مساهمتها الفعالة في تمويل المشاريع الكبرى.

1-أ- تطور الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية

تحتل دولة ماليزيا المركز الاول في إصدار الصكوك على أساس تراكمي للفترة الممتدة من 2001_2019 سواء كان هذا الاصدار محلي أو على المستوى الدولي بقيمة 733,75 مليار دولار تليها السعودية ب 146,29 و هذا حسب التقرير السنوي لهيئة السوق المالية الاسلامية الدولية في طبعها التاسعة و الشكل الموالي بين تطور حجم الاصدار العالمي للصكوك خلال الفترة 2001-2019

الشكل (1): تطور اصدار الصكوك (الدولية و المحلية) عالميا



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على التقرير السنوي للسوق المالية الاسلامية الدولية الطبعة التاسعة ص 28

من خلال الشكل رقم (01) نلاحظ أن حجم اصدار الصكوك عالميا عرف ثلاثة مراحل رئيسية، المرحلة الاولى قبل سنة 2008 (الازمة المالية العالمية) حيث كانت هذه الفترة بمثابة المحاولات الاولى لدخول السوق كبدية تسويقية لمنتج مالي جديد بالرغم ان ظهور الصكوك الاسلامية كان قبل هذه الفترة فبعدها كان الحجم التراكمي بين سنتي 2001 و 2006 يمثل تقريبا 67 مليار دولار بدأ بالانخفاض تزامنا مع الازمة المالية لسنة 2008 ليعرف نوعا من الانتعاش بعد الأزمة المالية خاصة بعدما عرف سوق الصكوك الاسلامية مستثمرين جدد الباحثين عن أدوات مالية أقل خطورة فارتفع حجم الاصدار إلى أكثر من الضعف خلال سنتي 2012 و 2013 مقارنة بسنة 2006 ثم بدأ بالانخفاض ليعود سنة 2015 إلى كما كان عليه سنة 2006 بسبب انخفاض سعر البترول و الركود العالمي هذا كمرحلة ثانية، أما في المرحلة الثالثة بداية من سنة 2016 عرف حجم الاصدار الكلي للصكوك نوعا من الانتعاش و التطور ليبلغ أعلى قيمة له سنة 2019 بحجم كلي قدره 145,7 مليار دولار.

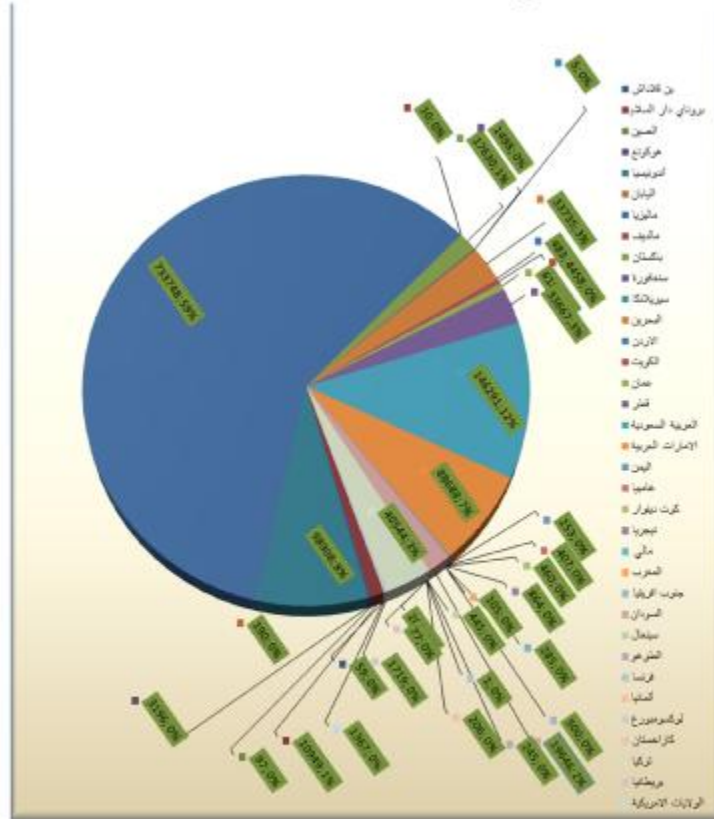
نفس المسار في تطور حجم الصكوك الكلي عرفه حجم الاصدار المحلي و حجم اصدار الصكوك الدولية و بنفس المراحل بالتوازي مع الاصدار الكلي ، لكن نسبة اصدار الصكوك الدولية الى الاصدار الكلي عرفت نوعا من التذبذب فبعدها كانت النسبة تمثل تقريبا ثلث حجم الصكوك الكلي سنة 2006 لتتخفف بعدها الى 27 % سنة 2007 لتعرف بعدها مرحلة من الانخفاض و التراجع

حيث بلغت أدنى قيمة لها سنتي 2008 و 2011 بنسبة 09% لتبدأ في الارتفاع شيئاً فشيئاً حيث بلغت أعلى قيمة لها سنة 2016 بنسبة 35% لتعود للانخفاض مرة أخرى حيث بلغت نسبة 26% سنة 2019 بالموازاة مع ارتفاع حجم الصكوك المحلية المصدر.

1-ب - توزيع اصدار الصكوك الاسلامية على مختلف دول العالم:

كما ذكرنا سابقاً فإن دولة ماليزيا تحتل المركز الاول عالمياً بنسبة قدرت بـ 59% من حجم الاصدار العالمي التراكمي للفترة 2001-2019 بحجم اصدار قدر بـ 733748 مليون دولار ، إلا أن ذلك لم يمنع مختلف دول العالم من اعتماد التجربة الماليزية في مجال اصدار الصكوك الاسلامية سواء كانت هذه الدول اسلامية أو غير ذلك فنظراً لما تتمتع به الصكوك من خصائص تميزها عن السندات التقليدية (خاصة انخفاض درجة المخاطرة) فقد استقطبت اهتمام أغلب الدول إلا أن النسبة الكبيرة من الاصدارات تتركز لدى الدول الاسلامية فنجد أن المملكة العربية السعودية تأتي في المركز الثاني بعد ماليزيا بحجم اصدار قدره 146291 مليون دولار بنسبة 12% من الحجم العالمي ثم تأتي الامارات العربية المتحدة بنسبة 08% بحجم اصدار قدره 88688 مليون دولار ، ثم تركيا بنسبة 3,25% و بحجم اصدار قدره 40544 بعدها البحرين و قطر بنفس النسبة 2,7% و حجم اصدار 33667 مليون دولار و بعدها السودان بنسبة 1,58% و حجم 19646 مليون دولار ثم باكستان بنسبة 1,41 بحجم اصدار قدر بـ 17630 مليون دولار ، أما باقي الدول بنسب ضئيلة أقل من 01% و الشكل (2) يوضح توزيع الصكوك الاسلامية في العالم حسب الدول

الشكل(02) : توزيع اصدار الصكوك حسب الدول خلال الفترة 2001-2019



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على التقرير السنوي للسوق المالية الاسلامية الدولية الطبعة التاسعة ص 75-76

ملاحظة: النسب الصغيرة جداً تظهر بقيمة 0% و في حقيقة الأمر هي تختلف عن الصفر فلأنها متناهية في الصغر تظهر بقيمة الصفر

و لتوضيح مكانة اصدار الصكوك الماليزية في سوق الصكوك عالمياً و توزيع اصدار الصكوك حسب النوع (دولية و محلية) نعرض الجدول التالي لحجم الاصدار الماليزي خلال الفترة 2001-2019 :

الجدول رقم (01): حصة اصدار الصكوك بماليزيا من الاصدار العالمي ما بين 2001 و 2019

طبيعة الاصدار	عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا	عدد الصكوك المصدرة عالميا	حجم الاصدار الماليزي (مليون دولار)	حجم الاصدار العالمي (مليون دولار)	نسبة الاصدار الماليزي الى الاصدار العالمي
اصدار الصكوك الدولية	138	571	73183	289917	25,24%
اصدار الصكوك المحلية	6952	9287	660565	957288	69%
الاصدار الاجمالي	7090	9858	733748	1247204	58,83%

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على التقرير السنوي للسوق المالية الاسلامية الدولية سنة 2019 الطبعة التاسعة ،

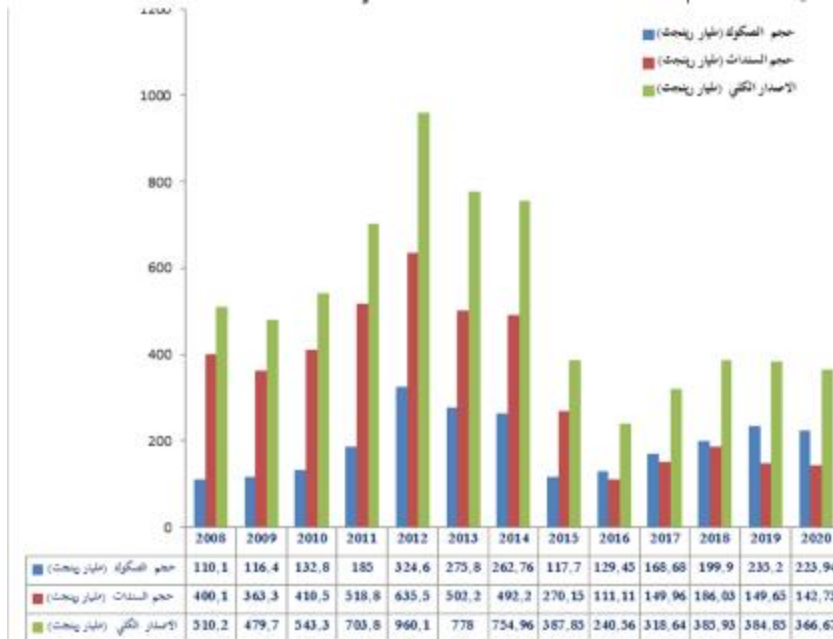
من خلال ملاحظة الجدول رقم (01) يتضح أن ماليزيا توجهت بشكل جدي و جريء للاستثمار في سوق الصكوك بهدف تمويل اقتصادها و تصدرت دول العالم حيث بلغ الحجم التراكمي (ما بين سنتي 2001 و 2019) لاصدار الصكوك الماليزية بشقيها المحلية و الدولية قيمة 733748 مليون دولار بعدد اجمالي من الصكوك قدر ب 7090 صك منها 6952 صك محلي بمبلغ قدره 660565 مليون دولار و 138 صك دولي بحجم 73183 مليون دولار.

أما من حيث النسب فقد مثل حجم الاصدار الماليزي نسبة 58,83% من حجم الاصدار العالمي بينما بلغت حصة ماليزيا من الصكوك الدولية 25,24% و نسبة 69% حصة ماليزيا من الاصدار العالمي للصكوك المحلية.

2- تحليل حجم الصكوك المصدرة مقارنة بحجم السندات التقليدية المصدرة في ماليزيا خلال الفترة (2008-2020)

سوف نتطرق الى تطور حجم اصدار الصكوك الاسلامية مقارنة بحجم اصدار السندات التقليدية بغرض اجراء مقارنة بينهما باعتبار انهما يصنفان كليهما ضمن أدوات الدين و الشكل (02) يبين المعطيات المتعلقة بذلك:

الشكل (3): حجم اصدار السندات و الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (2008 - 2020)



Source: Prepared by researchers based on the annual reports of the Malaysian Securities Commission, years 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, , 2019, 2020

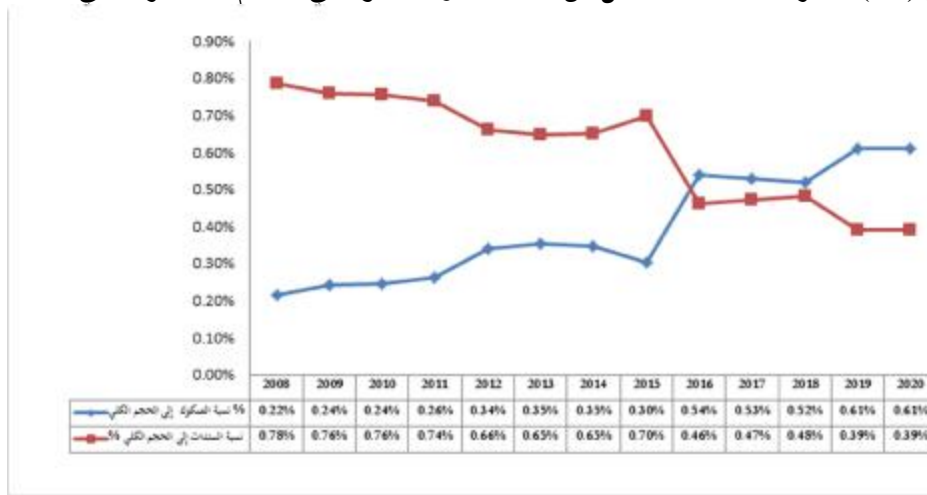
من خلال ملاحظة الشكل رقم (03) يتضح أن حجم اصدار السندات في ماليزيا يشغل حيزا كبيرا من سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2012 حيث كان حجم إصدار الصكوك يمثل ما بين الثلث إلى الربع من حجم اصدار السندات بقيمة 111 مليار رينجت ماليزي سنة 2008 بينما بلغ حجم اصدار السندات 400 مليار واستمر حجم اصدار السندات في نفس الوتيرة من الارتفاع و بالمقابل حجم الصكوك بدأ في الارتفاع شيئا فشيئا إلى أن بلغ أكثر من نصف حجم السندات المصدرة سنة 2012 حيث كان حجم الصكوك المصدرة 275 مليار يقابله حجم 635,5 مليار من السندات ، لتعرف بعد ذلك السندات وتيرة حادة من الانخفاض بداية من سنة 2015 بسبب انخفاض اسعار البترول و الاجراءات الجديدة المتخذة من قبل البنك المركزي الماليزي و التي كانت تهدف الى تشجيع سوق الصكوك ، و نتج عن ذلك محافظة الصكوك نوعا ما على نفس المستوى مسجلة بذلك حجما من الاصدار تجاوز لأول مرة حجم السندات المصدرة سنة 2016 حيث بلغ حجم الصكوك

المصدرة 129,45 مليار مقابل 111 مليار من حجم السندات المصدرة ، وواصل حجم اصدار الصكوك نفس الارتفاع عن حجم السندات المصدرة إلى غاية سنة 2020 حيث سجل حجم اصدار الصكوك أعلى قيمة له سنة 2019 بقيمة 235 مليار بالمقابل انخفاض حجم اصدار السندات الى قيمة 149 مليار رينجت.

وبرغم أن حجم اصدار الصكوك تجاوز حجم اصدار السندات في السنوات الاخيرة ، إلا هذا التجاوز لا يمكن ايعازه فقط الى سيطرة الصكوك على سوق رأس المال بل يرجع الجزء الكبير منه إلى تراجع سوق السندات و انخفاض حجم اصدارها بسبب الركود الاقتصادي الذي عرفه العالم بفعل انخفاض أسعار البترول بالإضافة إلى أزمة كوفيد 19 خلال السنتين الأخيرتين زيادة على ما ذكرنا سابقا السياسة الماليزية المنتهجة في تشجيع سوق الصكوك ، و منه أن هذا التطور الحاصل في اصدار الصكوك الاسلامية في ماليزيا يعتبر مهما و إيجابيا إلا أنه غير كاف يحتاج إلى الاهتمام و البحث في كيفية تنشيط سوق الصكوك الاسلامية و خلق حوافز أخرى لزيادة حجم الإصدار.

ولعل ما يمكن أن يفسر كلامنا أكثر الشكل رقم (04) الذي يبين تطور كل من نسبة الصكوك الاسلامية المصدرة إلى الاصدار الكلي و نسبة السندات المصدرة إلى الإصدار الكلي بالاعتماد على معطيات الشكل رقم (03)

الشكل (04): مقارنة نسبة مساهمة كل من السندات و الصكوك في حجم الاصدار الكلي



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الشكل (03)

يتضح من ملاحظة الشكل رقم (04) أن السندات التقليدية المصدرة كانت تمثل نسبة 79% من الاصدار الكلي سنة 2008 ثم بدأت في الانخفاض شيئا فشيئا إلى انخفضت أقل من حجم اصدار الصكوك سنة 2015 لتتكافئ النسبتين تقريبا سنة 2018 و بالمقابل الصكوك المصدرة كانت تمثل نسبة 21% سنة 2008 و بدأت في الارتفاع شيئا فشيئا الى أن تجاوزت حجم اصدار السندات سنة 2016 لكن كما قلنا سابق هذا التفوق في النسب للصكوك الاسلامية لا يعزى إلى ارتفاع حجم اصدارها و إنما إلى تراجع حجم اصدار السندات التقليدية .

خلاصة البحث:

ختاما لهذا البحث يمكن ذكر أهم النتائج المتوصل إليها في النقاط التالية:

- تعتبر الصكوك بديلا منافسا للسندات التقليدية بحيث يمكنها السيطرة على سوق أدوات الدين ، لكن تحتاج من القائمين على السوق المالية الاسلامية العمل على كسب ثقة شريحة أكبر من المتعاملين من خلال سياسة تسويقية محكمة في ظل الرهانات الاقتصادية و المنافسة الشرسة من الاسواق التقليدية.
- عرفت سوق الصكوك الاسلامية تطورا ملحوظا خلال السنوات الأخيرة خاصة بعد فترة الازمات باعتبار أن المتضررين من هذه الازمات يبحثون دوما عن بديلا آمنا لاستثماراتهم و تعويض خسارتهم.
- تعتبر ماليزيا دولة رائدة في مجال إصدار الصكوك الاسلامية بحجم يمثل أكثر من 58% من الاصدار العالمي
- تجاوز حجم اصدار الصكوك حجم اصدار السندات لا يمكنه ايعازه فقط إلى النمو التي حققته الصكوك و إنما كذلك إلى التراجع الكبير المسجل في اصدار السندات بسبب الازمات التي تعرضت لها العالم عموما و الاسواق المالية تقليدية بشكل خاص، بالإضافة إلى الاجراءات التي أقرتها السلطات الماليزية بغرض تشجيع الصكوك على حساب السندات و من هنا نقول بالنمو المحقق في

الصكوك يبقى غير كاف لذا على دولة ماليزيا اتخاذ اجراءات أكثر فاعلية لتنمية سوق الصكوك خاصة و أن الارضية الواجب توفرها موجود في السوق المالي الماليزي كون أن ماليزيا قطعت أشواطاً كبيرة في هذا المجال.

- و أهم شئ يستدعى الإشارة إليه فيما يخص الاصدار العالمي للصكوك هو تخلف الجزائر عن اصدار مثل هذه الادوات ، فمن خلال المعطيات المستقاة من مختلف المصادر لم نسجل و لو حجم يسير لإصدار الصكوك في الجزائر و من هنا نقدم توصيات للجهات القائمة على السوق المالي في الجزائر اتخاذ التدابير اللازمة من أجل تشجيع اصدار الادوات المالية الإسلامية عامة، و الصكوك بصفة خاصة.

التوصيات:

- يمكن للدول الإسلامية استنساخ التجربة الماليزية في اصدار الصكوك الإسلامية خاصة و أن معظمها دول نامية تعاني من معضلة التضخم، و باعتبار ان الصكوك الإسلامية تعتمد على الموجودات والاصول الحقيقية و بالتالي تعتبر من الأدوات الصحية التي من شأنها معالجة المشاكل التي يسببها التضخم.

- من خلال دراسة التجربة الماليزية في اصدار الصكوك لاحظنا اهتمام ماليزيا بحجم الاصدار و اهمال جانب التداول لذا من بين التوصيات التي يمكن ادراجها هو اعطاء الأهمية كذلك لسوق تداول الصكوك لانه هو الحافز القوي لإقبال الجمهور على شراء الصكوك المصدرة أول مرة و الذي بدوره يحفز الإصدار و بالتالي وجب البحث في أسباب عزوف الجمهور عن سوق تداول الصكوك من خلال اعداد استبيانات و اجراء دراسات ميدانية لتحديد أسباب ضعف سوق تداول الصكوك لمعالجتها.

- العمل على توجيه استعمال الصكوك الإسلامية في المشاريع الاستثمارية التي من شأنها خلق فرص عمل للفئات العاطلة وبالتالي تحفيز الطلب ، الذي بدوره يؤدي إلى زيادة الدخل و منه تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

الهوامش و المراجع:

- 1 أحمد شعبان محمد علي. (2014). الصكوك و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية. الاسكندرية- مصر: دار التعليم الجامعي.
- 2 أخت زيتي عبد العزيز. (بلا تاريخ). الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها. الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي. إمارة الشارقة.
- 3 هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2007). المعايير الشرعية - المعيار رقم 17 ص 288.
- 4 أحمد شعبان محمد علي. مرجع سبق ذكره ص 28
- 5 د. ابراهيم محمد عبد السميع محمد. (2017). الصكوك الإسلامية كمنتج شرعي بديل عن الادوات الربوية و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية-دراسة فقهية مقارنة-. مجلة كلية أصول الدين و الدعوة العدد الخامس ة ثلاثون، الجزء الاول- جامعة الازهر-(العدد الخامس و ثلاثون- الجزء الاول)، 882-883.
- 6 Page 99 IIFM Sukuk raport o9th edution
- 7 أخت زيتي عبد العزيز. "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها. مرجع سبق ذكره، ص: 4
- 8 علي السائح حسين. الصكوك الإسلامية و دورها في تمويل عجز الميزانية. مجلة الاسواق المالية الإسلامية بين الواقع و الواجب . أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتنمية و الاقتصاد الإسلامي 8 و 9 نوفمبر 2019 م - اسطنبول، تركيا. ص: 319
- 9 هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2007). المعايير الشرعية. المعيار رقم 17 ص: 288-289 - بتصرف
- 10 هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2007). مرجع سبق ذكره. ص: 291 ، بتصرف.
- 11 هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2007). مرجع سبق ذكره. ص: 294-295
- 12 أحمد شعبان محمد علي. (2014). مرجع سبق ذكره. ص: 107-108
- 13 هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2010). المعيار الشرعي رقم (17) الملحق (ج) التعريفات.
- 14 قانون الصكوك المصري 2013
- 15 باسل يوسف محمد الشاعر، هيام محمد عبد القادر الزايدنين ، مجلة دراسات، علوم الشريعة و القانون، المجلد 43، ملحق 3، 2016، ص 1246
- 16 باسل يوسف محمد الشاعر، هيام محمد عبد القادر الزايدنين ، مجلة دراسات، علوم الشريعة و القانون، مرجع سابق، ص 1246. باسل يوسف محمد الشاعر، هيام محمد عبد القادر الزايدنين ، مجلة دراسات، علوم الشريعة و القانون، مرجع سابق، ص 1247