

واقع وأهمية الصكوك المالية الإسلامية بالأسواق المالية الدولية (دراسة حالة السوق المالي الماليزي)

أ. تجاني محمد العيد-جامعة الوادي.

أ.د. عبد الغني دادن-جامعة قاصدي مرباح.

ملخص

نحاول من خلال دراستنا هذه إبراز الدور الهام الذي يمكن أن تلعبه الصكوك المالية الإسلامية في تحقيق ما تطمح إليه الدول الناشئة وشعوبها من تقدم ونهضة واستقرار، وإن إقبال المتعاملين على هذه الصكوك لخير دليل على ذلك، حيث أصبحت الصكوك الإسلامية خاصية ملازمة لتطور وتنشيط الأسواق المالية الدولية في السنوات الأخيرة، خاصة في بلادنا العربية والإسلامية، وكانت بمثابة الطاقة التي دفعت بها نحو النمو و التطور من خلال توفير المعالم المؤدية إلى تكوين أسواق مالية تتعامل بمنتجات مالية على أساس الشريعة السمحي، وذلك من خلال آلياته التي عملت على استبدال سعر الفائدة الدائن والمدين بنظام المكافأة لصاحب المال باستعمال صيغ تمويلية تقوم على أساس مبدأ المشاركة أو على أساس الأجر والثواب، كما تستخدم الصكوك الإسلامية في دعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي للشعوب والمجتمعات في الدول الناشئة والإسلامية وفقاً لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي يمكن أن نقول أن الأسواق المالية الدولية ستستفيد الكثير من خلال إقدامها على إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية، التي أصبحت مطلب العديد من المؤسسات والحكومات.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية الدولية، الصكوك الإسلامية.

ABSTRACT

showing clearly by our study of the important role that can be played by Islamic investment instruments in achieving the ambitions of emerging countries and its peoples of progress and renaissance and stability, whereas welcoming of the Muslim masses and a High demand to deal with these instruments for the best proof of that, where Islamic instruments have become an inherent characteristic of the development and revitalization of emerging financial markets in recent years, Especially in the Arab and Muslim countries, and has served as the energy that pushed it out towards the growth and development through the provision of milestones that leading to the formation of financial markets deal financial products based on Sharia samha, through mechanisms that have worked to replace the interest credit rate and the debtor reward system for the owner of money using funding formulas based on the principle of participation, or on the basis of pay and reward, As Islamic instruments are also used to support economic development and social progress of the peoples and communities in emerging and Islamic States in according to the principles and provisions of Islamic law, therefore we can say that the financial emerging markets will benefit a lot through issuing the Islamic investment instruments, which became a requirement many institutions and governments.

Key words: international financial markets, Islamic instruments.

تمهيد: لقد وصلت الأسواق المالية الناشئة إلى مرحلة من النمو المتميز في هذا العقد، شأنها شأن الاقتصاديات الصناعية المتقدمة. وهذا خلق نوعاً جديداً من الحس العام بأن هذه الأسواق الناشئة باتت تتحكم في مصيرها و"انفصلت" عن الدورات التجارية في الدول الصناعية. وانطلاقاً من هذه الرؤية، بدأت الأسواق الناشئة تتجنب التأثير بالأزمة الرئيسية والثانوية. وأصبحت تصنع طريقاً لها من خلال تقديمها لإصدارات جديدة مبتكرة، خاصة منها الصكوك الإسلامية التي يتزايد الطلب العالمي عليها كأحد الأدوات المالية الإسلامية التي تسهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى خاصة مشروعات البنى التحتية. حيث تعتبر سوق الأوراق المالية بماليزيا من أكبر الأسواق التي تتعامل بهذه الصكوك منذ التسعينات من القرن الماضي، كما ساهمت الصكوك الإسلامية في التطور الكبير الذي شهده هذا السوق.

وبناءً على ما سبق يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي: ما هو واقع وأهمية الصكوك المالية الإسلامية الحديثة في تطوير الأسواق المالية الدولية بصفة عامة و السوق المالي الماليزي بصفة خاصة .؟

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة إلى:

- التعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وصيغها المستخدمة في مختلف الأسواق المالية .
- تحديد أهمية الصكوك المالية الإسلامية في السوق المالية الماليزية
- مباحث الدراسة:** في ضوء إشكالية الدراسة وأهدافها يمكن تقسيمها إلى المباحث التالية:
 - أولاً: التأصيل النظري للصكوك المالية الإسلامية.
 - ثانياً: واقع الصكوك المالية الإسلامية في بعض الأسواق المالية .
 - ثالثاً: أهمية الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية.

أولاً: التأصيل النظري للصكوك المالية الإسلامية

اكتسب تصكيك صيغ التمويل الإسلامي حيوية كبيرة فيما بين عامي 2002 و 2007، حيث قارب حجم الصكوك المصدرة في العام الأخير 100 مليار دولار. ثم بعد ذلك شهد إصدار الصكوك انخفاضاً حاداً في العام التالي مباشرة، لأسباب متعددة، أهمها التساؤلات الفقهية والشبهات الشرعية التي أثّرت حول الصكوك المصدرة في تلك الفترة. ومن أهم مزايا الصكوك

أنها تغني الحكومات عن الاقتراض الربوي المثقل بالفائدة من البنوك الأجنبية، وهو الأمر الذي قد يعرضها للتبعية السياسية أو للاستغلال الاقتصادي الجائر من قبل الجهات المقرضة.

1- ماهية الصكوك الإسلامية: ويمكن تعريف الصكوك الإسلامية كالتالي:

➤ **لغة:** الصكوك لغةً جمع صك والصك هو فارسي معرب، أصله صك، ومن معانيه وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك، وكانت الأرزاق تسمى صكاً لأنها تخرج مكتوبة، فالصك هو الورقة، والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره.¹ ومنه قوله تعالى: "فصكت وجهها".²

➤ **اصطلاحاً:** يُعرف التصكيك الإسلامي بأنه "عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في السوق المالية شريطة أن يكون محلها غالبية أعياناً وذات آجال محددة بعائد خالٍ من المخاطر".³

وعرّفه الدكتور منذر القحف بأنه "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية".⁴

2 - ضوابط عملية إصدار الصكوك الإسلامية:

إن الصكوك الاستثمارية الإسلامية القائمة على أساس عملية التصكيك تصدر بالاستناد إلى عقد شرعي على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامي، بحيث تخضع عملية التصكيك الإسلامي لضوابط ومعايير يجب مراعاتها حتى تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الغراء، وتتمثل هذه الضوابط فيما يلي:⁵

- يجب أن تكون نوعية الأصول المصكّكة من الأصول المباحة شرعاً؛
 - يجب أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذم من المنشئ إلى شركة التصكيك نقداً للابتعاد عن بيع الدين بالدين؛
 - أن تكون خطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعاً؛
 - عنصر الملكية للأصول حتى تصح عملية البيع والشراء وتبرر الاستفادة من العوائد؛
 - يجب أن يُراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي؛
 - يجب النظر في مآلات عملية التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة.
- وبناءً على المفهوم الاصطلاحي للصكوك الإسلامية يمكن القول أن أهم خصائص الصكوك الإسلامية تتمثل في الآتي:⁶

- أنها وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما يمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة منها؛
- أنها تصدر بعقد شرعي وبضوابط شرعية بين طرفيها؛
- يكون تداولها بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها؛
- تمثل ملكية حصص شائعة في موجودات لها دخل، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها؛
- تقوم على المشاركة في الغنم والغرم.

3 أنواع الصكوك :

نظراً لأن آلية إصدار الصكوك الإسلامية تتم وفق صيغ التمويل الإسلامي، فإنه يمكن تصنيف أهم تلك الصكوك إلى الآتي:

3-1- صكوك المضاربة الإسلامية: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية، وصكوك المضاربة هي تطبيق لعقد المضاربة وبموجبه يكون حاملو الصكوك هم أصحاب رأس مال المشروع ويبقى المشروع ومشاركة بينهم وبين المنظم بنسبة متفق عليها من الربح ويتحملون الخسائر المتوقعة في رأس المال.

وتتقوّم أشكال صكوك المضاربة الإسلامية في نوعين:⁷

أ- صكوك مضاربة للاستثمار العام.

ب- صكوك مضاربة للأغراض المحددة.

وتتيح المضاربة للاستثمار العام للشركة المصدرة للصكوك اختيار مجالات الاستثمار الأكثر تناسباً وربحاً، بينما تقتصر المضاربة للأغراض المحددة على عمليات أو مشاريع، أو خدمات معينة، وبالتالي يكون للمستثمر في هذا النوع من الصكوك حق اختيار الوسيلة أو الطريقة التي يتم بها استخدام أمواله في حين أن المستثمر في صكوك المضاربة للاستثمار العام لا يتمتع بهذا الحق ويترك للشريك حرية اختيار مجالات الاستثمار التي يراها مناسبة.

3-2- صكوك المرابحة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك،⁸ وهي مقترحة من الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس 1984، حيث تمثل الصكوك ملكية جزئية من رأس مال السلعة المباعة

بالمربحة، إذ يقسم رأس المال إلى أجزاء متساوية كل جزء منها يمثل حصة معبراً عنها بصك، يتم إصداره وفق الآلية التالية:⁹

يتقدم الزبون بالوعد بالشراء إلى المصرف بمواصفات الشيء المراد شراؤه، فيقوم المصرف بالبحث عن هذا الشيء وتحديد قيمته، فيطرح بذلك صكوك المربحة مجموعها يساوي قيمة هذا الشيء المراد شراؤه فتملك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك يقومون ببيعها عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد، والقائم على العملية يكون هو المصرف الذي يأخذ مقابل ذلك أجراً من طرف حملة الصكوك لكونه وكيلًا.

3-3- صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكاً لحملة الصكوك،¹⁰ وهي مشابهة لشركات المساهمة وقد تختلف عنها إذا ما تم تفويض مصدر الصكوك باختيار المشاريع التي يتم تحويلها وإنشائها. وهناك نوعين لصكوك المشاركة وهما كالآتي:¹¹

➤ **صكوك المشاركة الدائمة:** وهي تشبه كثيراً نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للاكتتاب، سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث محدد، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة، حيث يقوم المصدر بالتوسع أو إنشاء مشروع مواز فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للاكتتاب.

➤ **صكوك المشاركة المحدودة:** وهي المؤقتة بفترة زمنية محدودة، والتي تحدد بفترة زمنية متوسطة وتكون بانتهاء المشروع أو انتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية... الخ، وتكون نهايتها وفقاً لإحدى الصورتين:

- صكوك المشاركة المستردة بالترج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي من رصيد لم يستحق بعد؛

- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتملك على المصدر): وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، فمثلاً في نهاية مشروع لتعبيد الطرقات يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

صكوك الوكالة بالاستثمار: وهي وثائق متساوية القيمة، يصدرها الوكيل بالاستثمار، والمكتتبون فيها هم الموكلون (أي أصحاب الأموال) وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد، ويتحملون الخسارة إن وقعت، بمعنى أن هذه الصكوك وما تمثلها تدار على أساس عقد الوكالة.

3-4- صكوك الإجارة: وهي تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات، وتنقسم إلى:¹²

➤ **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

➤ **صكوك ملكية المنافع،** وتنقسم إلى:

❖ **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة:** وهي نوعان:

- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

❖ **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم

إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

➤ **صكوك ملكية الخدمات،** وهي نوعان:

❖ **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

❖ **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) واستيفاء الأجرة من حصيله
الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3-5- صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل تصنيع سلعة،
ويصبح المصنوع مملوكاً لحامل الصكوك.¹³ فهي في حقيقتها كصكوك السلم تمثل بيع سلعة
مؤجلة التسليم بثمن معجل، يصدرها الصانع أو المتعهد، ويحصل على قيمة الصكوك ثم يباشر
بتصنيع السلعة بحسب المواصفات ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن
يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط.

وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد
الطاقة الكهربائية والماء وغيرها وفقاً لمواصفات محددة في العقد وتاريخ الاستلام. ويمكن توليف
صيغ أخرى معها للاستجابة لمتطلبات العمل والتمويل. وهي من الصيغ النشطة في عالم
الصكوك.

3-6- صكوك السلم: هذه الصكوك تحمل قيمةً متساوية يصدرها بائع منتجات السلم أو وكيله
ويحصل بذلك على رأس مال السلم فتصبح سلعة السلم مملوكة لحاملي الصكوك. ويكون بتقديم
كامل قيمة السلعة المتفق عليها لاستلامها مستقبلاً وفقاً لوقت ومواصفات متفق عليها. ويساعد
تقديم التمويل بكامله المنتج على توفير المال اللازم لتمويل العمليات الإنتاجية وتوفير المنتج في
جانب العرض، وتقليل السعر في جانب الطلب. فيسهم بذلك في توفير أسباب الرخاء
الاقتصادي بزيادة الإنتاج وتخفيض السعر بما يحقق الربح للمشتري والبائع.
وهناك ما يسمى بالسلم الموازي وهو اتفاق المشتري مع جهة أخرى على بيعها المنتج المتفق
عليه في اتفاقية السلم الأول.

3-7- صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيله الاكتتاب فيها في
تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.¹⁴

3-8- الصكوك الوقفية: ظهرت الصكوك الوقفية في مراحل مبكرة من التاريخ الإسلامي لكي تمثل
وثائق إثبات بحق يحفظ من خلالها شرط الواقف، وكانت هذه الصكوك تمثل سندات ملكية يتم
حفظها دفناً للنزاع وحفظاً لحقوق الفقراء وجهات الوقف الأخرى. أما الصكوك الوقفية بمعناها
الحديث فهي عبارة عن وثائق أو شهادات خطية متساوية القيمة قابلة للتداول تُمثل المال الموقوف

وتقوم على أساس عقد الوقف. وهذا التعريف عام تدخل فيه جميع الأموال الموقوفة سواء أكانت هذه الأموال أصولاً ثابتة كالعقارات أو أصولاً منقولة كالنقود والطائرات والسيارات.

ثانياً: واقع الصكوك المالية الإسلامية في بعض الأسواق المالية

1- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للدول الناشئة وأسواقها المالية: إن إصدار الصكوك من قبل المؤسسات المالية أو الحكومات يكون بدافع الرغبة في زيادة قدرتها على منح التمويل، ومن ثمَّ زيادة سرعة دوران رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة الربحية. وبالتالي ستحقق الدول الناشئة ومؤسساتها نتائج مهمة، تتمثل في:¹⁵

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى؛
 - توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية؛
 - تسهيل تدفق التمويل، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول؛
 - تقليل مخاطر ائتمان الأصول؛
 - تلبي احتياجات الدول الناشئة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام؛
 - تعتبر الصكوك الإسلامية أداة لتمويل التنمية الاقتصادية، وهو ما تبحث عنه معظم الدول الناشئة؛
- أما بالنسبة لأسواقها الناشئة فتتمثل فيما يلي:
- هناك ثلاثة جهات تصدر الصكوك منها الحكومة، والبنوك والمؤسسات المالية والشركات؛
 - الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات، خاصة في هذه الأسواق الناشئة، لأنها تتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
 - كما أن زيادة الاهتمام بإصدار الصكوك الإسلامية وتوسعها، سيؤدي حتماً إلى زيادة تداول الأدوات المالية وتنشيط السوق المالية الناشئة وتجاوبها مع احتياجات المدخرين والمستثمرين والدولة بآليات تستبعد الفوائد المحرمة شرعاً¹⁶.
 - تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعاً واسعاً، فتتمثل في صكوك المضاربة والمشاركة، والسلام، والاستصناع، والإجارة...؛

- إن تطوير سوق مالية ناشئة وتوسيع نطاقها يتطلب تطوير وابتكار صكوك إسلامية جديدة تتناسب مع المشاريع المراد تمويلها وتشجيع تسويقها؛
- تقوم الصكوك الإسلامية بإيجاد بدائل استثمارية جديدة أما المستثمرين في الأسواق الناشئة، خاصة أولئك الذين يبحثون عن الاستثمار الحلال لأموالهم، والاستفادة من الأدوات الاستثمارية العديدة المتاحة أمامها.

كما تظهر أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأسواق الناشئة من خلال ارتفاع حجم الإصدارات في تلك الأسواق، حيث حققت سوق الصكوك الإسلامية في الدول الناشئة معدلات مرتفعة في حجم إصدارتها وانتشارها بالرغم من التراجع الذي عرفته السوق المالية العالمية بسبب تداعيات الأزمة المالية الأخيرة، حيث وصل إجمالي حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق العالمية لعام 2013 مبلغ 119.7 مليار دولار بانخفاض بنسبة 8% مقارنة بعام 2012 الذي بلغت فيه الإصدارات مستوى قياسياً حوالي 130.4 مليار دولار. كما توقع تقرير تومسون رويترز أن تستأنف إصدارات الصكوك ارتفاعها سريعاً عام 2014 لتصل إلى 130 مليار دولار، وإلى 237 ملياراً عام 2018. وتتوزع الصكوك على كل قارات العالم تقريباً، لكنها تتركز في منطقة الخليج وماليزيا وتركيا وبريطانيا، ولا يقتصر إصدار الصكوك على الدول الإسلامية حيث تشمل الصين وألمانيا وعددًا من دول أوروبا.

2 - حجم الصكوك المالية الإسلامية في بعض الأسواق المالية .

يظهر الجدول التالي إصدارات الصكوك الإسلامية في مختلف الأسواق المالية من سنة 2000 إلى 2013.

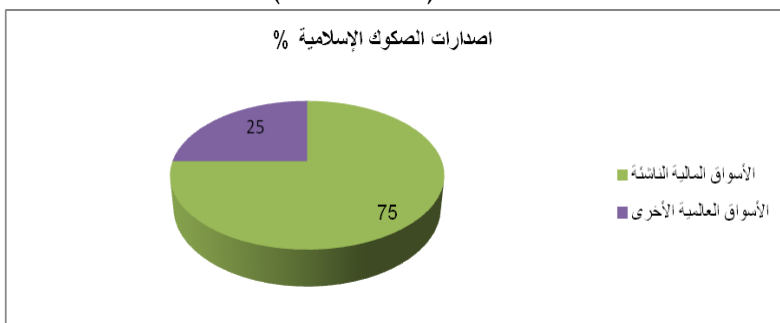
الجدول رقم (01): إصدار الصكوك الإسلامية حسب البلدان المختلفة (2000-2013)

الدول	النسبة المئوية	الدول	النسبة المئوية
الإمارات	09%	البحرين	01%
السعودية	06%	بروني	01%
قطر	04%	السودان	03%
الكويت	01%	تركيا	01%
اندونيسيا	03%	ماليزيا	70%
باكستان	01%		

المصدر: سليمان ناصر، ربيعة بن بوزيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستادة منها في الجزائر، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، ماي 2014، ص10.

حيث يظهر من الجدول أن ماليزيا تستحوذ على النصيب الأكبر من الإصدارات بواقع 70%، وهو ما يوضح تركيز السوق الماليزية على هذا النوع من الأوراق المالية، كما جاءت دول الخليج العربي في المرتبة الثانية وبفارق بعيد عن السوق الماليزي (الإمارات 09%، السعودية 06%)، أما بالنسبة للأسواق المالية حسب التصنيف، نجد أن الأسواق المالية الناشئة تستحوذ على النسبة الأكبر من الإصدارات بحوالي 75%. والشكل التالي يبين اصدارات الأسواق الناشئة مقابل الأسواق العالمية الأخرى.

الشكل البياني رقم (01): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في الأسواق الناشئة والأسواق العالمية (2000-2013)



المصدر: من إعداد الباحثين إعتامادا على الجدول السابق.

ثالثا: أهمية الصكوك الإسلامية في السوق المالية الماليزية.

1- نظرة على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

تعتبر ماليزيا أول من فتحت أبوابها للصناعة المالية الإسلامية في العالم لتقديم خدماتها المالية داخل ماليزيا، فليديها اليوم خمسة مصارف إسلامية لا تقدم إلا المنتجات المتوافقة مع الشريعة، كما أنها تمتلك سوق مالي يقدم أغلب أوراقه المالية بالطريقة الإسلامية، نظرا لرغبة الحكومة الماليزية في تقديم منتجات مالية ترفع الحرج عن المستثمر المسلم، ومن أهمها: الصكوك الإسلامية، التي عرفت روجا كبيرا في ماليزيا، وأصبحت هي السوق الأولى في العالم لتداولها، حيث تستحوذ ماليزيا على أكثر من 70% من إصدارات الصكوك في العالم، كما سيطرت على 78% من إصدارات الصكوك السيادية وشبه السيادية خلال عام 2010، كما أن

نسبتها بلغت 63 % منذ عام 1996 حتى 2010، كل هذه العوامل جعلت السوق الماليزي يقدم نفسه بشكل جيد وبصورة مثالية للمستثمرين حول العالم، وخاصة في الدول المسلمة. وعزفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر، وغيرها.¹⁷ ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين، والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا ما يعزز وينشر الثقة بين السوق والمستثمرين.

ويقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، كما يقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها:¹⁸

- توفير الفرص الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني؛
- الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات؛
- تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي.

ويوجد في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مجموعة من الصكوك، منها ما ابتدأ العمل بها ومنها ما هو حديث العمل به في هذه السوق. وتعرف الصكوك الإسلامية بماليزيا على أنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية.

2- تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا.

شهد سوق الصكوك في ماليزيا نمواً مطرداً خلال السنوات الماضية عدا الفترة الزمنية التي صاحبت الأزمة المالية العالمية، حيث تجاوزت قيمة الصكوك في 2007 حوالي 25 مليار دولار بينما لم تتجاوز النصف مليار دولار في 2001. وقد عرف سوق الصكوك أو السندات الإسلامية في بداية 2008 انكماشاً حاداً في حجم إصدارها بنحو 50 %، وفي النصف الثاني من 2008 وحتى الربع الأول من 2009 لم يشهد أي تغيير إيجابي لسوق الصكوك من حيث الإصدار، التداول، أو التمويل، بالمقابل نجد سعي حكومات ومؤسسات الدول الأوروبية والأمريكية (على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية) في الاستثمار وبشكل ملحوظ في

صناعة السندات، وفي بداية الربع الثاني من 2009 بدأ سوق الصكوك بتحريك مياه الإصدارات، حيث بدأت وتيرة الإصدارات تتصاعد خاصة في السنوات الأخيرة ما بين إصدار جديد أو إعادة طرح. والجدول التالي يبين حجم الإصدارات الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية بين 2010-2013.

الجدول (02): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية مقابل السندات التقليدية.

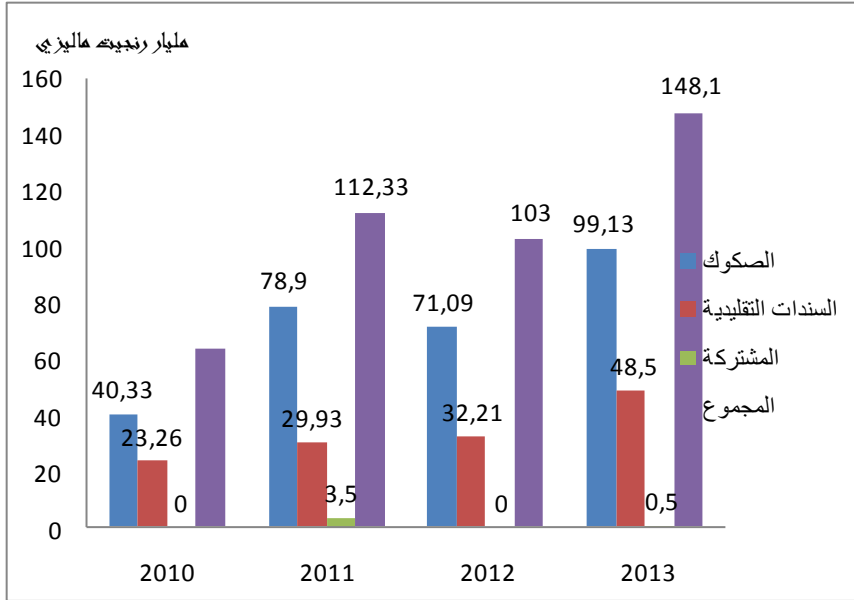
مليار رنجيت ماليزي

السنوات	الصكوك	السندات التقليدية	المشتركة	المجموع
2010	40.33	23.26	0.00	63.58
2011	78.90	29.93	3.50	112.33
2012	71.09	32.21	0.00	103
2013	99.13	48.5	0.5	148.1
النسبة المئوية	%67.76	%31.35	%0.9	%100

المصدر: التقرير السنوي لهيئة سوق الأوراق الماليزي 2011، 2013.

يظهر من الجدول أن حجم الصكوك الإسلامية بلغ سنتي 2012 و 2013 حوالي 71.09 و 99.13 مليار رنجيت ماليزي على التوالي، ما يقارب 67.76% مقارنة مع السندات التقليدية في السوق، فيما بلغ حجم السندات التقليدية 32.21 و 48.5 مليار رنجيت على التوالي خلال السنتين الأخيرتين، وهو ما يوضح أهمية الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق الماليزي والتي ساهمت بشكل مباشر في تنشيط وزيادة حجم التداول في هذا السوق، كما ساهمت أغلب الصكوك الإسلامية المصدرة في العملية التنموية. والشكل البياني التالي يوضح ذلك.

الشكل البياني رقم(02): حجم إصدارات الصكوك مقابل السندات.



المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على الجدول السابق.

كما أعطت الهيئة الشرعية للسوق الماليزية الموافقة لثلاثة مصدري صكوك أجنب من أجل إصدار الصكوك الإسلامية بالعملة الماليزية، وهم Axiata PLC (سيريانكا)، Trafigura Funding S.A. (هولندا)، و FGB Sukuk Company II Ltd (الإمارات العربية المتحدة)، حيث وصل الحجم الإجمالي لهذه الإصدارات 9.7 مليار رنجيت ماليزي، كما وافقت الهيئة الشرعية أيضا على 13 مؤسسة أجنبية مصدرة إلى الصكوك التي تسعى إلى عرض صكوكها في السوق الماليزي بالعملة الأجنبية، وكانت هذه المؤسسات في كل من (دولة الإمارات العربية المتحدة، قطر، المملكة العربية السعودية وتركيا والشركات المتعددة الأطراف فضلا عن مصدري من ماليزيا).

ويوجد في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا مجموعة من الصكوك، معظمها صادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا وقائمة على عقود المداينات مثل صكوك البيع بالتمن الآجل وصكوك المرابحة. وإصدار هذه الصكوك قائم على أساس بالبيع الآجل، وذلك لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة للمصدرين، كما كان أول إصدار لصكوك المشاركة والمضاربة سنة 2005 وذلك بنسبة 12.6 % من مجموع الصكوك الإسلامية في ذلك الوقت، والتي شهدت

بدايتاً من 2006 إقبالاً شديداً عليها، نظراً لإرشادات ونصائح هيئة الأوراق المالية للمستثمرين، كما تميز إصدار صكوك الإجارة بالنمو المستمر ابتداءً من سنة 2004 والتي تعتبر أول سنة لإصدار هذه الصكوك بنسبة % 2.5 إلى غاية 2007 لكن بنسب ضئيلة نوعاً ما. واليكم الآن إجمالي إصدارات أغلب صيغ الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية من سنة 2010 إلى 2014 H1.

الجدول رقم (03): تطور هيكل و نسب الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2014).

الصيغ	السنوات	2011	2012	2013	H1 2014
النسبة المئوية لصكوك المرابحة	%09	%55	%32	%82	
النسبة المئوية لصكوك الإجارة	%13	%09	%04	%02	
النسبة المئوية لصكوك المضاربة	%05	%02	%0.00	%0.00	
النسبة المئوية لصكوك المشاركة	%64	%19	%30	%09	
النسبة المئوية لصكوك الوكالة	%09	%08	%24	%07	

المصدر: التقارير السنوية لهيئة سوق الأوراق المالية، سنوات، 2013، 2012، 2011، H1 2014

وفي قراءة سريعة لحجم إصدارات الصكوك حسب صيغها المختلفة نجد أن معدل النمو لصكوك المرابحة هو الأكثر في السنوات الأربع حيث بلغ %82 من إجمالي الصكوك في سنة 2014 بعدما كان %09 في سنة 2011، لاستخدامها في مواجهة فائض السيولة في البنوك الإسلامية، نظراً لسهولة بيعها وقصر فترة استحقاقها.

كما يتضح من الجدول أنه لا يمكن لأي صيغة محددة أن تستحوذ على النصيب الأكبر من الإصدارات في السوق الماليزية خلال هذه الفترة لأن نوع الصك يعتمد على طبيعة المشروع والهدف منه، حيث أنه في حال شراء سلع أو منتجات فإن مصدر الصك سيتبع صيغة المرابحة أما عند إنشاء مصنع فإنه قد يطلق صكوك الاستصناع لأنها تعتمد على تشييد أبنية جديدة بهدف الحصول على منتج معين.

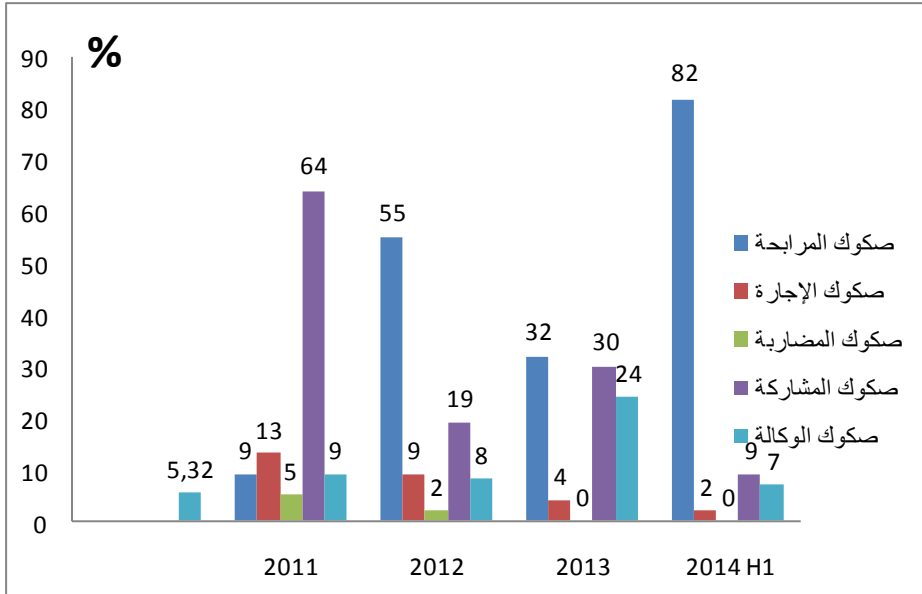
كما أنه ورغم سهولة استخدام صكوك الإجارة من الناحيتين الشرعية والمحاسبية، وإمكانية بيعها دون قيود عكس بعض الصيغ، إلا أنها سجلت انخفاضا في معدل نموها مقارنة مع الصكوك الأخرى، حيث انخفضت نسبتها من 13% سنة 2011 إلى 02% سنة 2014 رغم تأكيدات مجمع الفقه الإسلامي في دوراته المختلفة بجواز صكوك الإجارة، وتحفظ على بعض الأنواع الأخرى، أما بالنسبة لصكوك المضاربة فهي أقل إصدارا خلال هذه الفترة، ففي سنتي 2013 و2014 لم تسجل أي حالة إصدار لصك المضاربة في سوق مال ماليزيا، ويعزى ذلك إلى الخطر الكبير الذي تحمله هذه الصكوك وصعوبة التخلص منها في السوق. ومع ذلك لا يمكن التوقع بالصيغة التي ستلقى إقبالا من جانب المستثمرين والحكومة خلال الفترة المقبلة لأن المشروع هو المحدد الرئيسي للصيغة، بالإضافة إلى احتياجات الجهة المصدرة للصكوك.

من جانب آخر أوضحت دراسة لمؤسسة توماس آند روبرتز بالتعاون مع موقع زاوية تفضيل نحو 42.4% من المؤسسات أن يتراوح عمر الصك بين عام وثلاثة أعوام في حين يرى نحو 19.2% أن تقل مدة الصكوك عن عام وهي التي تستخدم للأغراض التجارية، كما أن 12.1% يفضلون أن تصل فترة استحقاق الصك بين 3 و5 سنوات. وأوضحت أن صكوك المرابحة عادةً ما تكون قصيرة الأجل في حين ترتبط الإجارة بمشروعات طويلة الأجل تستغرق بين 20 و30 عاماً.

فمثلاً في مشروعات البنية التحتية لا يمكن الاعتماد على الصكوك قصيرة الأجل لأنها لن تؤتي ثمارها إلا بعد فترة طويلة نسبياً، حيث يتجه المستثمرين في هذه الحالة إلى تفضيل الصكوك ذات الأجل الطويلة مثل صكوك الإجارة التي تتميز بأنواع متعددة على رأسها صكوك الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الإجارة التشغيلية، حيث أن النوع الأول يتم من خلال قيام مالكي الأصل ببيعه لحملة الصكوك ليقوم الملاك بتأجير الأصل على أن يعود إلى حوزتهم مجدداً في نهاية عقد الصكوك.

أما فيما يتعلق بأنواع الصكوك التي تستخدمها البنوك لمقابلة فائض السيولة بها، فمعظم البنوك تطالب بالتنوع بين جميع إصدارات الصكوك لتتشكل محفظة الأوراق المالية من صكوك المرابحة والإجارة والسلم، بالإضافة إلى أهمية تباين فترة استحقاق تلك الصكوك بحيث لا يتم الاعتماد على قصيرة الأجل منها فقط. والشكل البياني التالي يبين حجم إصدارات الصكوك الإسلامية وفق صيغها المختلفة (2011-2014)

الشكل (03): حجم إصدار الصكوك الإسلامية وفق صيغها المختلفة (2011-2014).



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على الجدول السابق.

أما فيما يلي سنطرح قائمة بأكبر 08 إصدارات صكوك من ناحية الحجم في السوق المالي الماليزي خلال سنة 2012، والتي تصدرها شركة بلاس لإنشاء وإدارة الطرق وذلك وفق صيغة المشاركة إضافة إلى صيغتي الوكالة والمرابحة، واليكم: الجدول كالتالي:

الشكل رقم (04): أكبر 08 إصدارات صكوك من ناحية الحجم في السوق الماليزي 2012.

الإصدار	بلد الإصدار	نوع الصكوك	العملة	حجم الإصدار (بالمليون)	مدة الإصدار
صكوك شركة بلاس لإنشاء وإدارة الطرق	ماليزيا	مشاركة	رنغيت ماليزي	1,748	27 سنة
صكوك شركة بلاس لإنشاء وإدارة الطرق	ماليزيا	مشاركة	رنغيت ماليزي	1,748	26 سنة
صكوك شركة بلاس لإنشاء وإدارة الطرق	ماليزيا	مشاركة	رنغيت ماليزي	572	25 سنة

24 سنة	572	رنغيت ماليزي	مشاركة	ماليزيا	صكوك شركة بلاس لإنشاء وإدارة الطرق
23 سنة	508	رنغيت ماليزي	مشاركة	ماليزيا	صكوك شركة بلاس لإنشاء وإدارة الطرق
5 سنوات	500	دولار أميركي	وكالة	ماليزيا	صكوك بنك الإمارات الإسلامي
5 سنوات	500	دولار أميركي	وكالة	ماليزيا	صكوك بنك الخليج الأول
6 سنوات	491	رنغيت ماليزي	مرابحة	ماليزيا	صكوك بنك نيجارا الماليزي

المصدر: بلومبرغ، زاوية، المؤسسات المالية الإسلامية، بيتك للأبحاث، 2012.

الخاتمة:

استهدفت هذه الدراسة إبراز دور للصكوك الإسلامية وكيفية مساهمتها في تطوير وتنشيط أسواق الأوراق المالية الدولية مع عرض تجربة سوق راس المال الماليزي. حيث أثبتت الصكوك الإسلامية التي تتميز بتوزيع المخاطرة، وتجنب بيع الديون والمجازفات، وإلغاء الفوائد الربوية أنها ترتبط بشكل وثيق مع متطلبات الأسواق المالية الدولية والاستثمار الفعلي، نظرا لكفاءتها العالية وسهولة تداولها، مما يسهم بشكل مباشر في تعميق الأسواق المالية الناشئة وزيادة التعاملات فيها، والتي هي بحاجة إلى دعم مالي كبير لكي تفتح لنفسها الأبواب لدخول مصاف كبار الأسواق المالية العالمية.

من جهة أخرى فإن كل هذه العوامل والنجاحات بالنسبة للصكوك الإسلامية تعكس حالة من الاستقطاب والترحيب بصيغها التمويلية في المؤسسات والحكومات الغربية، مما سيساعد الصناعة المالية الإسلامية ومؤسساتها إلى دخول مرحلة التجارب الفعلية والحقيقية لتمويل كبرى العمليات الاقتصادية في العالم.

الهوامش

¹ - الرازي، مختار الصحاح، دار الكتاب العربي، بيروت، ب ت، ص 367.

² - الآية 29 من سورة الذاريات.

- ³ - فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2007، ص 5.
- ⁴ - منذر القحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والدراسات، جدة، 2000، ص 34.
- ⁵ - عبد العزيز أختر زيتي، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، 2009، ص ص 09 10.
- ⁸ - Hamed Rasool , Sukuk (Islamic Bond). Training Workshop On Sukuk , Avari , Lahore, Pakistan , August 2008.
- ⁷ - أحمد جميل، الدور التنموي للصكوك الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005، ص 113.
- ⁸ - فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص 13.
- ⁹ - مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة بسكرة/الجزائر، 2013، ص 110.
- ¹⁰ - فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص 12.
- ¹¹ - مسعودة نصبة، مرجع سبق ذكره، ص 108.
- ¹² - المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، البحرين، 2007، ص ص 288 289.
- ¹³ - وليد خالد الشحي، عبد الله يوسف حجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول "أسواق الأوراق المالية والبورصات (أفاق وتحديات)"، الإمارات، 2006، ص 913.
- ¹⁴ - فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سبق ذكره، ص 13.
- ¹⁵ - الشيخ علاء الدين الزعتري، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية، بحث مقدم لملتقى (الصكوك الإسلامية، تحديات، التنمية، ممارسات دولية)، عمان، 2010، ص 10.
- ¹⁶ - نوال بن اعمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، عدد 09/2011، الجزائر، ص 253.
- ¹⁷ - نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "دراسة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة غزة/ فلسطين، 2007، ص 99.
- ¹⁸ - نبيل خليل طه السمور، مرجع سبق ذكره، ص 102.