

## دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد

-ماليزيا أمودجاً-

د. العرابي مصطفى

جامعة طاهري محمد- بشار- الجزائر

Mlarabi82@yahoo.fr

حمو سعدية (طالبة دكتوراه)

جامعة طاهري محمد- بشار- الجزائر

haninremas@yahoo.fr

## ملخص

يهدف هذا البحث الذي تتمحور اشكاليته حول مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد، إلى التعريف بالصكوك الإسلامية كأداة تمويلية وعرض واقعها في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، وفي الأخير تبيان الدور الذي تلعبه هذه الصكوك في تمويل الاقتصاد الماليزي، وذلك من خلال عرض و تحليل التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية باعتبار ماليزيا قاطرة أسواق رأس المال الإسلامية و الهندسة المالية الإسلامية. ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي بجمع وتفسير المعلومات اللازمة للاستفادة منها في موضوع الدراسة.

كلمات مفتاحية: تمويل إسلامي؛ صكوك إسلامية؛ هندسة مالية إسلامية؛ سوق الأوراق المالية الإسلامية؛ ماليزيا.

تصنيف JEL: G1 ، G39.

## Abstract

The aim of this research is to examine the “Islamic Sukuk” as financial instrument and its contribution on the financing of the Malaysian economy. Its analyze the experiment of Islamic Malaysian market in this field, notably that Malaysia is considered as a major state in Islamic financial engineering.

In order to achieve the present work, we follow the analytical and descriptive approach by collecting and interpreting information related to this study.

**Key Words:** Islamic finance; Islamic Sukuk; Islamic financial engineering; Islamic Financial Market ; Malaysia.

**Classification JEL:** G1, G39.

## مقدمة

تعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي شهدت انتشاراً واسعاً خلال فترة زمنية وجيزة، و أصبحت الأداة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي باعتبارها قناة جيدة توفر حلولاً تمويلية متنوعة للأفراد والشركات الراغبة في التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية بعيداً عن الربا من ناحية، والحصول على تمويل يتناسب وإمكانياتهم الاجتماعية و المهنية من ناحية أخرى، كما أنها تمتاز بمميزات تعزز فرصة اندماج السوق المالية الإسلامية بالأسواق العالمية. هذا وتحتل سوق الأوراق المالية بماليزيا الصدارة الدولية في إصدار الصكوك الإسلامية.

**إشكالية البحث:** من المعلوم أن تنمية الاقتصاد وقطاعاته في أي دولة يتطلب تجميعاً كبيراً وطويل المدى لرؤوس الأموال، وحيث أن المصارف غير قادرة بمفردها على تمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل نظراً لقلة الأرصدة المتاحة لديها، فإن الخيار الأنسب هو الأسواق المالية التي تبرز أهميتها في هذا المجال؛

غير أن الاضطرابات التي مست الأسواق المالية التقليدية وما أنجر عليها من آثار أثبتت عدم صلاحية الاعتماد على أدواتها القائمة على الربا في تمويل المشاريع والاقتصاد، وعليه أصبح من الضروري التوجه نحو الأدوات التمويلية الإسلامية كبديل أمثل عن السندات التقليدية ومن بين هذه الأدوات الصكوك الإسلامية.

بناء على ما تقدم ارتأينا طرح الإشكالية التالية: إلى أي مدى يمكن للصكوك الإسلامية المساهمة في تمويل الاقتصاد؟ وباعتبار أن ماليزيا تجربة رائدة في التمويل الإسلامي وإصدار الصكوك، فما هو الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي؟

**فرضيات البحث:** قصد تسهيل الإجابة على الإشكالية المطروحة والأسئلة الفرعية تمت صياغة بعض الفرضيات التي ستكون منطلق دراستنا ويمكن حصرها فيما يلي:

1- تلعب الصكوك الإسلامية دوراً بارزاً في تمويل الاقتصاد؛

2- تتفوق الصكوك الإسلامية على السندات التقليدية في تمويل الاقتصاد الماليزي؛

3- تؤثر الصكوك الإسلامية في ماليزيا بشكل إيجابي على المؤشرات الاقتصادية الماليزية.

**أهداف الدراسة وأهميتها:** تتجلى أهداف دراستنا فيما يلي:

- التعرف على الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية و أبرز مميزاتهما؛

- عرض سوق الأوراق المالية الماليزية وواقع الصكوك الإسلامية فيها؛

- تبيان دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي.

**أهمية الدراسة:** تنبع أهمية هذا البحث من أهمية الصكوك الإسلامية كواحدة من أدوات التمويل التي شهدت نمواً وانتشاراً واسعاً مع بداية القرن الواحد والعشرين.

**منهج البحث و الأدوات المستخدمة:** قصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي بحيث انتهج المنهج الوصفي لتوضيح الجوانب النظرية للموضوع، في حين اعتمد المنهج التحليلي في الدراسة التطبيقية للموضوع التي اشتملت على التجربة المالية في إصدار الصكوك ودورها في تمويل الاقتصاد. وسوف يتم تناول الموضوع من خلال ثلاثة محاور، تأتي كما يلي:

- الصكوك الإسلامية ودورها التمويلي للاقتصاد؛
- واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا؛
- دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي.

### 1. الصكوك الإسلامية ودورها التمويلي للاقتصاد

تعتبر الصكوك الإسلامية أحد أهم مصادر تمويل المشروعات، كونها توفر الإطار الشرعي لكثير من العملاء الذين يرغبون في الحصول على تمويل يجنبهم المعاملات الربوية بالإضافة إلى اشتمالها على العديد من المزايا.

#### 1.1. مفهوم الصكوك الإسلامية

يعرف مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي التصكيك (التوريق الإسلامي) على أنه "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، و تصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"<sup>1</sup>.

و عرف الصكوك أيضاً بأنها "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"<sup>2</sup>.

مما سبق يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها أدوات استثمارية مثلة في وثائق ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً شائعة في رأس المال (أعيان، أو منافع أو خدمات أو مشروع) تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية.

هذا وتشتمل الصكوك الإسلامية على الخصائص التالية:

- هي وثيقة تصدر باسم مالكتها أو لحاملها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكتها من حقوق والتزامات مالية؛
- لها قيمة اسمية موضحة في نشرة الإصدار.
- تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للمتاجرة أو الاستثمار؛
- تصدر على أساس عقد شرعي؛

- تقوم على أساس مبدأ المشاركة في الربح والخسارة (يشارك مالك الصكوك في حصة شائعة من الأرباح المترتبة حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك)؛
- جل أنواع الصكوك قابلة للتداول من حيث المبدأ\*؛
- عدم قابليتها للتجزئة، بمعنى الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة.

## 2.1. أنواع الصكوك الإسلامية

تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة التي تربط بين الأطراف المختلفة لهذا الصك، ويتم توضيح أهم أنواع الصكوك فيما يلي:

- أ. **صكوك المضاربة:** عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية، وقد يتم تقديمه بواسطة طرف واحد أو عدة أطراف؛ وهي صكوك ذات عائد مالي غير محدد ولكنه متوقع وذلك بقرارة نشاط الشركة المصدرة لها من خلال ميزانياتها المعروضة عبر السنوات الماضية وكذلك مؤشرات السوق.<sup>3</sup>
- ب. **صكوك الإجارة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري، يدر دخلاً والغرض منها هو تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية بصكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية.<sup>4</sup>
- ج. **صكوك المشاركة:** تصدر لإنشاء مشروع أو تطويره ويصبح المشروع ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار على أساس تعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.<sup>5</sup>
- د. **صكوك السلم:** تصدر لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لأصحاب الصكوك.<sup>6</sup>
- هـ. **صكوك الإستصناع:** تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.<sup>7</sup>
- و. **صكوك المراجعة:** تصدر لتمويل شراء سلع المراجعة وتصبح السلع مملوكة لحملة الصكوك.<sup>8</sup> فالمصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها.<sup>9</sup>
- ز. **صكوك المساقاة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة، تصدر لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمار حسب الاتفاق.<sup>10</sup>
- ح. **صكوك المزارعة:** عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة\*\*\*، ويصبح لحملة الصكوك نصيب في المحصول وفق ما حدده العقد.<sup>11</sup>

ط. صكوك المغارسة: وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الأرض والغرس.<sup>12</sup>

ي. صكوك الوكالة بالاستثمار: وهي وثائق تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس عقد الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.<sup>13</sup>

### 3.1. دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد

نتطرق لملامح هذا الدور على المستويات التالية:

أ. دور الصكوك على مستوى الاقتصاد الكلي: توفر الصكوك الإسلامية تمويلًا مستقرًا وحقيقيًا للدولة من موارد موجودة فعلاً في الدورة الاقتصادية، مما يجعلها تلعب دوراً بارزاً في إنعاش الاقتصاد والتقليل من آثار الفجوات التضخمية فيه، كما تعتبر الصكوك من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة وأداة فعالة لتمويل المشاريع الضخمة خاصة التي تعجز عنها جهة واحدة كمشاريع البنى التحتية. ويتجلى دور الصكوك الإسلامية في الاقتصاد من خلال ما يلي:

أ.1. المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية: فالصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنى التحتية كالنفط والغاز والطرق... وغيرها، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في تمويل المشاريع الاستثمارية، لأنها قادرة على تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية وتنوع الصكوك الإسلامية بشكل يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة؛<sup>14</sup>

أ.2. توزيع وتخصيص المخاطر: تعمل الصكوك من خلال آلية المشاركة في الربح والخسارة على تخصيص المخاطر تخصيصاً أمثل، عن طريق تقاسم المخاطر بين أطراف العقد، مما يخفف من الصدمات المترتبة على تحقق هذه المخاطر، فكل طرف يتحمل المخاطر حسب قدرته، فملاك الصكوك يتحملون جزءاً من المخاطر يتناسب وعدد صكوكهم ويقدر مساهمتهم في رأس المال، وأصحاب الاستثمارات يتحملون جزءاً من المخاطر، هذا التقاسم للمخاطر من شأنه أن يضيء جو من الطمأنينة والثقة بين أطراف العملية التمويلية؛

أ.3. تحقيق التوزيع العادل للثروة: فصكوك الاستثمار الإسلامي تعد وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، إذ تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة؛

أ.4. معالجة العجز في الموازنة العامة: إذ تمكن الصكوك من المشاركة الشعبية الشاملة من قبل الأفراد لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة؛

أ.5. القضاء على مشكلة البطالة والأموال المعطلة: تساهم صكوك الاستثمار الإسلامية في القضاء على مشكلة البطالة، وزيادة مستوى التشغيل وفي تشغيل الأموال المعطلة، كون هذه الصكوك تحقق رغبات كل من المستثمرين والمدخرين على حد سواء.<sup>15</sup>

أ.6. معالجة الضغوط التضخمية في الاقتصاد: فالصكوك تتيح الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدامها ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة الزائدة في السوق، و من ثم خفض معدلات التضخم.

ب. دور الصكوك الإسلامية و أهميتها على مستوى سوق الأوراق المالية: تلعب الصكوك الإسلامية دوراً كبيراً في تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية بشكل عام وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص، وتوضح الأهمية الكبيرة والدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصات الأوراق المالية من خلال:

ب.1. إنّ ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، وهو ما يُعد أمراً حيويًا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد، حيث تتعدّد أنواع وأجال الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يُوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات: الزراعية، الصناعية، العقارية...<sup>16</sup>؛

ب.2. تقدّم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوّع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وتتنظم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراءً للمدخرين من ودائع المصارف، وتصبح مصدرًا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين؛<sup>17</sup>

ب.3. إنّ التوسّع في إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على خلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار؛

ب.4. إنّ ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدّي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوّع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية؛<sup>18</sup>

ب.5. تعزيز الطلب العالمي على الصكوك، فخاصية السيولة والمرونة من حيث الأنواع والأجل التي تميز الصكوك يجعل منها منافساً قوياً للأوراق المالية التقليدية في استقطاب مستثمرين من مختلف أنحاء العالم.

ج. دور الصكوك الإسلامية على مستوى المصارف الإسلامية: يلعب التصكيك دورا بارزا في زيادة فعالية وكفاءة المصارف الإسلامية وذلك من خلال:

ج.1. تساعد عمليات التصكيك على الموازنة بين أصول وخصوم المصرف الإسلامي، بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التناسب بين آجال الموارد وآجال استخداماتها؛ إذ أن الأصل في استثمارات المصارف الإسلامية أنها استثمارات تنموية طويلة الأجل، مما يفترض أن تكون الموارد المالية الطويلة الأجل هي النسبة الغالبة من إجمالي موارد تلك المصارف، غير أن الواقع العملي يبين عكس ذلك، حيث النسبة الغالبة من موارد البنوك الإسلامية قصيرة الأجل، وكنتيحة لذلك وجهت البنوك الإسلامية معظم مواردها المالية نحو استثمارات قصيرة الأجل تطبيقا لقاعدة توافق الآجال، مما يشكل عائقا رئيسيا أمام قيامها بدورها التنموي؛

ج.2. يزيد التصكيك من قدرة المصارف الإسلامية على استقطاب السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة\*\*\*\* وفي المقابل يتيح التصكيك الفرصة أمام المصارف الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛

ج.3. يعمل التصكيك على تنويع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية في المصارف الإسلامية؛

ج.4. يُحسن التصكيك من ربحية المصارف الإسلامية ومراكزها المالية، بما يتيح من استبعاد الاستثمارات التي تم تصكيكها من بنود الميزانية خلال فترة قصيرة، وبذلك تتخلص المصارف من الحاجة إلى تكوين مخصصات لمواجهة الخسائر المحتملة، وعليه فالتصكيك يعتبر أحد أشكال الاستثمار خارج بنود الميزانية، والذي لا يحتاج إلى رأسمال مثل الالتزامات العرضية؛<sup>19</sup>

ج.5. يعتبر التصكيك طريقة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالمصارف الإسلامية، ذلك لأن الأصل محل التصكيك مخاطره محدودة، بينما مخاطر نفس الأصل أكبر إذا كان موجودا ضمن مكونات أصول المصرف الإسلامي؛  
عموما فإن الصكوك الإسلامية يمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداولها في الأسواق المحلية والدولية.

## 2. واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا

عرفت الصكوك الإسلامية تطورا كبيرا في السنوات التي تلت الأزمة المالية العالمية 2008، وأصبحت تلعب دوراً بارزا في دعم الاقتصاد وتعبئة الادخار، وتعتبر ماليزيا أكبر الدول الرائدة في هذا المجال بامتلاكها لأكبر الأسواق المالية الإسلامية.

نسعى من خلال هذا المبحث إلى إبراز واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

## 1.2. نبذة عن نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

إن بداية العمل في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، عندما قامت الشركة " Shell MDS Sdn Bhd " بإصدار وعرض الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه.

كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بالتعاون مع وزارة المالية الماليزية بتشكيل لجنة لدراسة الأنشطة و المعاملات في السوق، واتخاذ خطوات جوهرية من بينها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي (ICMD) وذلك في سنة 1994. وفي أواخر نفس السنة تم إنشاء لجنة شرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية (IISG)، وبعد مرور سنة كاملة تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعي (Shariah Advisory Council) (SAC).<sup>20</sup>

## 2.2. تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا والعالم خلال الفترة (2010 - 2016):

تميزت سوق الصكوك الإسلامية الماليزية بنشاطها الملحوظ في نهاية القرن العشرين وذلك من خلال إصداراتها المتنوعة للصكوك، وفيما سيأتي تبيان تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

يبين الجدول رقم 01 تطور إصدار الصكوك في العالم وإصدارها بماليزيا من سنة 2010 إلى سنة 2016،

الجدول 01: " تطور إصدار الصكوك للفترة (2010 - 2016) " (الوحدة: USD billion)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الإصدار العالمي للصكوك	45,1	85,1	131,2	119,7	118,8	63,3	72,7
الإصدار الماليزي للصكوك	32,8	60,9	97,1	82,4	77,9	30,4	29,9

Source :Nik Mohamed Din Nik Musa,( 2015), "Role Of Islamic Finance In Infrastructure Financing", Bank Negara Malaysia Kuala Lumpur, p:11.

Ahmad Naqib. I,(2017), "RAM: Malaysia tops 2016 global sukuk market", available at: <http://www.theedgemarkets.com/en/node/329326> (accessed 7 January 2017).

من خلال الجدول 01 نلاحظ ارتفاعا مستمرا للإصدار العالمي والماليزي للصكوك الإسلامية إلى غاية 2012، وبداية من سنة 2013 بدأت الإصدارات تشهد انخفاضا طفيفا وصولا إلى سنة 2015 أين عرفت تراجعا كبيرا مقارنة بالسنوات السابقة، و بذلك نرى أن ماليزيا تحتل مركز الريادة في سوق الصكوك، سواء من حيث قيمة الإصدار أو من حيث عدد الإصدارات (الجدول 02).



## الجدول 02: "عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا مقارنة بالعالم خلال الفترة (2010 - 2014)"

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الصكوك المصدرة عالميا	431	546	763	831	798
عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا	308	413	573	641	521

Source :CIMB ISLAMIC (2016), "Malaysia Islamic Finance Report 2015", Mainstreaming Islamic Finance within Global Financial Systems, p :321.

يرجع النمو الهائل لحجم الإصدار العالمي للصكوك خلال الفترة من 2010 إلى 2014، إلى الإلتعاش الذي شهدته الأسواق الرئيسية للصكوك بعد الأزمة المالية 2008 في كل من ماليزيا و المملكة العربية السعودية و دولة الإمارات العربية المتحدة و كذلك تركيا و اندونيسيا، كما تدعم سوق الصكوك ببعض الإصدارات في كل من المملكة المتحدة و هونغ كونغ و السنغال و جنوب إفريقيا و لوكسمبورغ، وقد حافظت ماليزيا على الصدارة من حيث حجم الإصدار نتيجة وجود قاعدة واسعة من المستثمرين المحليين فيها، إضافة إلى نجاح ماليزيا في جذب إصدارات الصكوك عبر الحدود و ذلك بسبب تظافر جهود الحكومة و الجهات التنظيمية لإيجاد العديد من الحوافز الضريبية و المالية فيما يخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية و إطار قانوني داعم من جهة و تمكن الصكوك المصدرة من تحقيق عوائد جيدة من جهة أخرى.

حققت إصدارات الصكوك الماليزية أعلى قيمة لها في 2012 بواقع 97.1 مليار دولار، وترجع أسباب هذا الارتفاع إلى تركيز ماليزيا في المقام الأول على تمويل مشاريع تطوير البنية التحتية وقد استثمرت تلك الأموال في تعزيز العديد من المشاريع واسعة النطاق بما في ذلك مطار كوالالمبور، ماجو السريع وسيناي السريع...، وذلك في إطار برنامج التحول الاقتصادي الوطني الذي يهدف إلى تحويل ماليزيا إلى دولة ذات الدخل المرتفع بحلول 2020، زيادة على سعيها للوصول بالأصول المصرفية الإسلامية إلى 40% من إجمالي الصناعة المالية بحلول 2020 .

بعد سنة 2015، شهدت إصدارات الصكوك انخفاضا بقرار من البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا" لتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين<sup>21</sup>، فقد توجه عدد كبير من المستثمرين إلى الإكتتاب في هذه الصكوك بدلا من البنوك الإسلامية الماليزية التي يستهدفها البنك بشكل خاص لغرض إدارة السيولة، و لذلك قرر استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك الإسلامية.

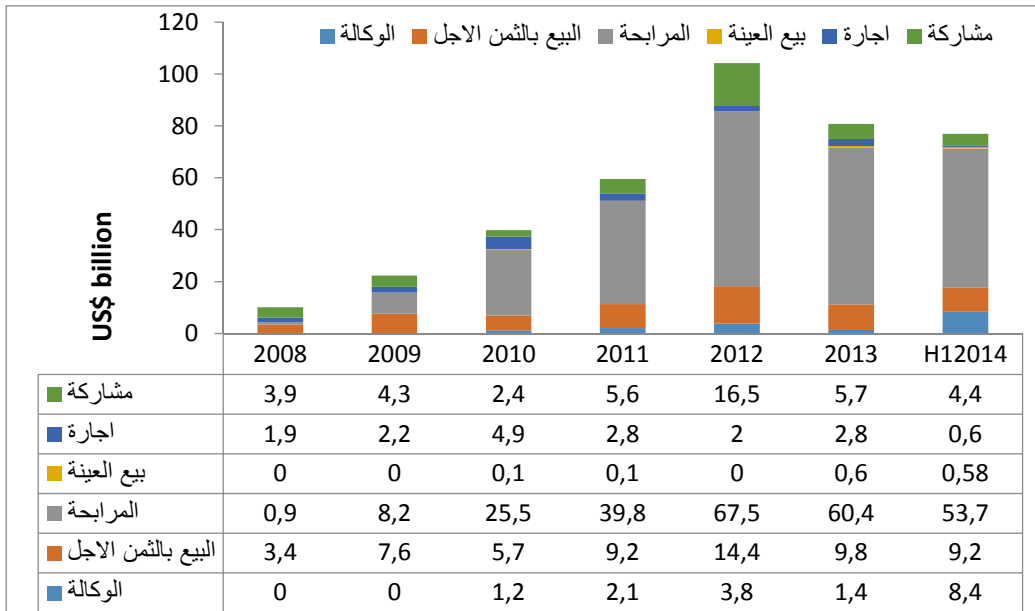
من جهة أخرى، فقد أدى انخفاض أسعار النفط في 2016 إلى حث دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا باتجاه خفض إنفاقها الاستثماري، و أدى انخفاض أسعار النفط أيضاً إلى خفض الودائع وبالتالي السيولة لدى البنوك (بما

في ذلك البنوك الإسلامية) ، إذ تعد الحكومات والكيانات التابعة لها من بين أكبر المدعين في بعض الأسواق الرئيسية الخاصة بالتمويل الإسلامي، بحصة تبلغ ما بين 15% إلى 40%<sup>22</sup> في بنوك دول مجلس التعاون الخليجي، مما أدى إلى إضعاف سوق الصكوك العالمي.

### 3.2. توزيع الصكوك الإسلامية الماليزية حسب الصيغة خلال الفترة (2008 - 2014):

يوضح الشكل (01) توزيع الصكوك في ماليزيا حسب الصيغة خلال الفترة (2008 - 2014) إذ يبين أن إجمالي الصكوك في تزايد مستمر إلى غاية 2012 مع انخفاض طفيف خلال السنتين 2013 و 2014 على التوالي. كما يوضح أيضا وجود تذبذبات بين ارتفاع وانخفاض على مستوى كل نوع من أنواع الصكوك المصدرة خلال الفترة، إذ جاءت صكوك المراجعة في المرتبة الأولى، تليها صكوك البيع بالثمن الأجل ثم صكوك المشاركة، لتحتل صكوك الإجارة و الوكالة المرتبة ما قبل الأخيرة، لتأتي صكوك بيع العينة في المرتبة الأخيرة.

#### الشكل 01: "الإتجاه التاريخي للصكوك في ماليزيا حسب النوع خلال الفترة (2008 - 2014)"



source : CIMB ISLAMIC (2016), "Malaysia Islamic Finance Report 2015", Mainstreaming Islamic Finance within Global Financial Systems, p :221.

يمكن تفسير الملاحظات السابقة كما يلي:

يرجع السبب وراء سيطرة صكوك المراجعة و البيع بالثمن الأجل على سوق الصكوك الماليزية إلى سهولة إصدارهما وقدرتهما على خلق السيولة للمصدر وكذا انخفاض المخاطر فيهما؛

كما نجد أن احتلال صكوك المشاركة للمركز الثالث في الترتيب راجع لسيطرة صكوك المراجعة و البيع بالثمن الآجل على مجمل الإصدارات خلال الفترة، غير أن ذلك لم يمنع من ظهور هذا النوع من الصكوك بشكل متزايد سنة 2012 و ذلك تزامنا مع انطلاق برنامج المشاريع الكبرى في ماليزيا، لتعاود الانخفاض مجددا نظرا لزيادة إصدار صكوك المراجعة بالخصوص؛

إن تراجع ترتيب صكوك الإجارة والوكالة من حيث الإصدار و نموه المتباطئ راجع إلى عدم المعرفة الكافية والإستيعاب الكامل لآلية تداولها، غير أنه من الملاحظ تسجيل صكوك الإجارة ارتفاعا غير مسبوق في 2010 نتيجة التوسع في مشاريع شبكة التنمية المستدامة، بالإضافة إلى صكوك الوكالة التي عرفت ارتفاعا في النصف الأول من 2014 و ذلك لزيادة الوعي لدى المستثمرين بالية إصدارها؛ و ترجع أسباب عدم الاعتماد الكبير على صكوك بيع العينة إلى الاختلاف حول شرعية تداولها وضعف قابليتها في وسط المستثمرين وهذا ما يفسر بقائها في المركز الأخير.

#### 4.2. التمويل بالصكوك الإسلامية و السندات التقليدية في ماليزيا

يختلف حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا مقارنة بحجم إجمالي السندات الصادرة ويتم توضيح ذلك في الجدول 03:

الجدول 03: "حجم الصكوك الإسلامية مقارنة بحجم إجمالي السندات المصدرة خلال الفترة (2007 . 2015)"

السنوات	الصكوك المصدرة من مجموع السندات المصدرة (%)	حجم الصكوك المصدرة (بليون RM)	حجم إجمالي السندات المصدرة (بليون RM)
2007	76.38	121.3	158.8
2008	27.5	110.1	400.1
2009	32.0	116.4	363.3
2010	32.4	132.8	410.5
2011	35.7	185.0	518.8
2012	51.1	324.6	635.5
2013	54.9	275.8	502.2
2014	53.4	262.76	492.23
2015	43.6	117.70	270.15

Source : [http://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/].

- شهدت نسبة إصدار الصكوك انخفاضا ملحوظا سنة 2008 وصل إلى 27.5% من إجمالي حجم السندات المصدرة، مقارنة بسنة 2007 أين وصلت هذه النسبة إلى 76.38%؛

- شهدت نسبة إصدار الصكوك ارتفاعا متزايدا خلال الفترة 2009 إلى 2013 حيث بلغت سنة 2013 ما نسبته 54.9% من إجمالي حجم السندات الصادرة.

- أما بالنسبة لسنتي 2014 و 2015 فقد سجلت نسبة اصدار الصكوك انخفاضا طفيفا عما شهدته سنة 2013 بحيث كانت هذه النسبة 53.4 و 43.6 على التوالي.

ويمكن تفسير ذلك كما يلي:

— انخفاض نسبة الصكوك في سنة 2008، وهي مرحلة حدوث الأزمة المالية العالمية مما أثر على مختلف الأسواق ومنها سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، أين انخفضت ثقة المستثمرين في الأدوات الاستثمارية بما فيها الصكوك الإسلامية كرد فعل طبيعي للركود الاقتصادي الذي مس الاقتصاد العالمي خلال الأزمة و ما انجر عنه من تراجع في معدلات الاستثمار المحلي و العالمي؛

— إن الارتفاع في نسبة الصكوك الإسلامية المصدرة الذي عرفته الفترة 2009 حتى 2013 راجع لتركيز ماليزيا على جذب الاستثمارات الأجنبية من أجل جعل ماليزيا سوقا مالية إسلامية دولية هذا من ناحية، بالإضافة إلى تميز الصكوك الإسلامية بالقبول داخل و خارج ماليزيا نظرا لما تحققه من مزايا لمختلف المتعاملين و خاصة في مجال توفير السيولة ووجود عائد جيد على صكوك ( المراجحة، المشاركة، والإجارة ) مما زاد من رغبة المتعاملين فيها من ناحية أخرى، حيث ساهم هذا في زيادة الطلب على الصكوك و تقهقر السندات التقليدية؛

— إن الانخفاض المسجل في سنتي 2014 و 2015، راجع إلى مجموعة من العوامل من بينها انخفاض قيمة الرينجيت، التذبذب في أسعار النفط وقرار من البنك المركزي الماليزي لتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين.

### 3. دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي

تمتلك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي، و بذلك فهي تعد رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية حيث أصدرت عدة إصدارات من الصكوك لتحتل المرتبة الأولى عالميا من حيث قيمة الإصدار ( عدا في سنتي 2007 و 2008 كانت الريادة للإمارات العربية المتحدة ) و كان الهدف من تلك الإصدارات هو تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة في مجال البنية التحتية و المشاريع التنموية مثل : المطارات و الطرق الرئيسية و عمليات التنقيب عن الغاز وصناعة البتروكيماويات و العقارات و غيرها، و التي كانت تجربة ناجحة دفعت ماليزيا مع العديد من الإصلاحات الاقتصادية لمرحلة كبرى من النمو الاقتصادي؛

ولقد ساهم إصدار الصكوك بشكل كبير، في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد الماليزي، فمنذ ظهورها سنة 1990 قدمت كأداة جديدة لاستعمالها من طرف الشركات الخاصة، و الحكومية على حد سواء لتلبية حاجتهما الاستثمارية أو التنموية.

### 1.3. الصكوك الإسلامية وقبول القطاعات الاقتصادية الماليزية

يوضح الجدول (04) ان القطاعات الحكومية تحتل الصدارة من حيث إصدار الصكوك مقارنة بالقطاعات الأخرى خلال الفترة (1996 - 2014)، حيث بلغت قيمة الصكوك المصدرة حوالي 278.02 بليون دولار، ويليه قطاع الخدمات المالية بحوالي 51.71 بليون دولار، و قد احتل قطاع الطاقة و النقل المرتبتين الثالثة و الرابعة بحوالي 30.08 و 28.06 بليون دولار على التوالي و حظي قطاع العقارات بالمرتبة السابعة بقيمة تقدر ب 6.18 بليون دولار، إلا أن هذا الأخير شهد المساهمة الأكبر و احتل المرتبة الأولى في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية لعام 2008 م، و بعد الأزمة وجهت الحكومة الماليزية إصداراتها أكثر للبنية التحتية.

#### الجدول 04: توزيع الصكوك الماليزية حسب القطاعات (1996 - 2014)

القطاع	عدد الصكوك	كمية الصكوك مليار \$
المؤسسات الحكومية	787	287,02
الخدمات المالية	446	51,71
الطاقة واستخداماتها	441	30,08
المواصلات	352	28,06
المنشآت	489	17,68
الاتصالات السلكية و اللاسلكية	108	9,43
العقارات	163	6,18
التكنات	41	3,94
الزراعة	99	3,67
النفط و الغاز	88	3,62
الخدمات	56	3,26
الرعاية الصحية	74	1,55
الصناعة	53	1,34
التعليم	11	1,03
المواد الغذائية و المشروبات	23	0,78
السلع الاستهلاكية	31	0,72
الترفيه و السياحة	2	0,32
التعدين و المعادن	8	0,24
تكنولوجيا المعلومات	20	0,22

0,18	18	التحزئة
451,03	3310	المبلغ الإجمالي

Source :CIMB ISLAMIC (2016), "Malaysia Islamic Finance Report 2015", Mainstreaming Islamic Finance within Global Financial Systems, p :220

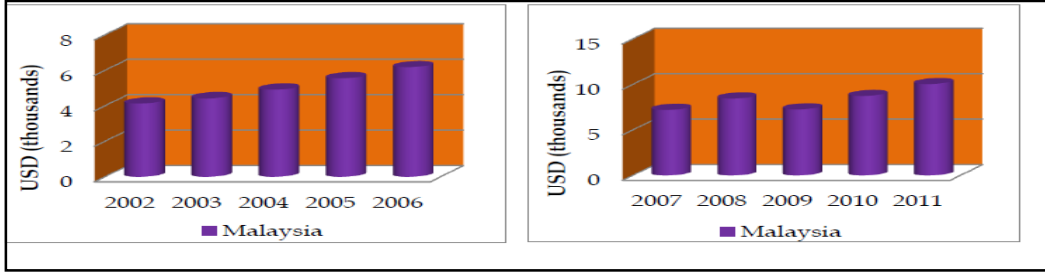
وتجدر الإشارة إلى أن عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا لغرض تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية كما تشير الدراسات و التقارير قد ارتفع إلى 2438 إصدارا و هذا خلال سبتمبر 2013<sup>23</sup>، و هو رقما كبيرا خاصة إذا ما قورن بعدد إصدارات الصكوك في دول أخرى كالإمارات العربية المتحدة و العربية السعودية و إندونيسيا، وبالتالي تحتل ماليزيا المركز الأول عالميا في عدد إصدارات الصكوك لغرض تمويل المشاريع الاقتصادية و ذلك بقيمة 324.576.9 مليون دولار أي ما نسبته 66.5 % من القيمة الإجمالية الكلية لإصدارات الصكوك الإسلامية في العالم الموجهة لتمويل المشاريع التنموية و التي تقدر ب 488.472 مليون دولار<sup>24</sup>، وهو ما يفسر أهمية الصكوك الإسلامية في ماليزيا و اعتمادها الكبير عليها في تمويل اقتصادها و النهوض به و كذا المجهودات المبذولة من طرف الحكومة الماليزية لتطوير الصكوك الإسلامية.

### 2.3. تأثير التمويل بالصكوك الإسلامية على بعض مؤشرات الاقتصاد الماليزي:

من المعلوم أن قياس مدى تطور أي اقتصاد و نموه يستند على جملة من المؤشرات الدالة على ذلك، و لإبراز مدى فعالية الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد الماليزي تنطرق في هذا الفرع لتأثير إصدار الصكوك السيادية المستخدمة لتمويل مشاريع البنية التحتية على بعض المؤشرات الرئيسية في الاقتصاد الماليزي.

أ. الناتج المحلي الإجمالي للفرد قبل و بعد إصدار الصكوك السيادية لغرض تمويل البنية التحتية في ماليزيا: إن الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد في ماليزيا شهد نموا مطردا خلال الفترة (2002 - 2006) قبل إصدار الصكوك السيادية في قطاع البنية التحتية؛ إذ أنها بدأت في الارتفاع بما يقرب من 600 \$ سنويا من عام 2003 حتى نهاية الفترة كما يوضح الشكل (02) أدناه، من ناحية أخرى فإنه يشير إلى أن هناك زيادة ملحوظة في قيمة الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد في ماليزيا بعد صدور الصكوك السيادية في القطاع؛ و الجدير بالذكر أن الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد في ماليزيا لم يتأثر بالأزمة المالية العالمية إلى حد كبير، حيث ارتفع إلى 8460 \$ في عام 2008 مبعداً أن كان 7218 \$ في عام 2007<sup>25</sup>، و استمر في الارتفاع بشكل ملحوظ حتى عام 2011 على الرغم من وجود انخفاض مفاجئ في عام 2009؛ كما يظهر الشكل أن معدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد بعد إصدار الصكوك كانت أكثر منها قبل الإصدار، ما يفسر المساهمة الإيجابية للصكوك السيادية في الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد.

الشكل 02: "الناتج المحلي للفرد الواحد قبل وبعد إصدار الصكوك السيادية لتمويل البنية التحتية في ماليزيا"  
 الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد قبل إصدار صكوك البنية التحتية



Source Malikov.A, (2016), "How Does Sovereign Sukuk Impact On The Economic Development Of Developing Countries?" An Analysis Of Infrastructure Sector, p :14.

ب. نسبة الصكوك السيادية إلى الناتج المحلي الإجمالي و ميزانية الدولة: يبين الجدول رقم (5) أن مساهمة إصدارات الصكوك السيادية في نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا كانت تساوي 0.61% في عام 2002، في حين كانت تمثل 2.76% من الموازنة العامة للدولة. وقد ارتفعت مساهمة الصكوك السيادية في الناتج المحلي الإجمالي الى 17.17% في عام 2011؛ و علاوة على ذلك فإن مساهمتها في الموازنة العامة للدولة عرفت زيادة إلى 57.37% في عام 2011؛ ومن الضروري الإشارة إلى أن ما يقارب 10% من الصكوك السيادية تم استثمار أموالها في عام 2011 في مشاريع البنية التحتية. هذا يشير بوضوح إلى أن صكوك البنية التحتية كان لها تأثير كبير على التنمية الاقتصادية في ماليزيا.<sup>26</sup>

الجدول (05): "نسبة الصكوك السيادية إلى الناتج المحلي الإجمالي و ميزانية الدولة (%)"

نسبة الصكوك السيادية ل :		السنوات
الموازنة العامة	الناتج المحلي الإجمالي	
2.76	0.61	2002
0.89	0.21	2005
10.83	2.70	2006
31.36	8.69	2007
5.50	1.66	2008
32.23	9.85	2009
56.66	16.24	2010
57.37	17.17	2011

Source :Khairunnisa Musari, OP-CIT, p : 40.

## خاتمة

تناولنا في هذه الدراسة موضوع الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل الاقتصاد وتحديدا دورها في تمويل الاقتصاد الماليزي، فحاولنا مناقشة هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة التي تمحورت حول مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد.

ولقد تبين لنا من خلال هذه الدراسة أن الصكوك الإسلامية أداة تمويلية ناجحة في الاقتصاد و ذلك لقدرتها على تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وتعتبر الصكوك من أهم مبتكرات الهندسة المالية الإسلامية لتحل بديلاً عن الأدوات المالية التقليدية.

وتعد ماليزيا تجربة رائدة في مجال المالية الإسلامية عموماً و في الصكوك الإسلامية خصوصاً، حيث أصبح سوقها المالي يعتمد على الأدوات المالية الإسلامية منصفة مع الأدوات المالية التقليدية و هذا ساهم كثيراً في اقتصادها فهي من النماذج التي بنت اقتصادها على المالية الإسلامية.

**اختبار الفرضيات:** سنحاول إثبات صحة أو خطأ الفرضيات المدرجة في المقدمة العامة كما يلي:

- لقد برهنت نتائج الدراسة التطبيقية على المساهمة الفعالة و البارزة للصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد وظهر ذلك جلياً في مساهمتها في تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية بماليزيا خاصة القطاع الحكومي، ما يؤكد صحة الفرضية الأولى؛

- إن اختلاف صيغ الصكوك الإسلامية بين المشاركة والمضاربة والإجارة... وغيرها؛ دليل واضح على مرونتها وتنوعها، الأمر الذي أكسبها صفة الشراكة الحقيقية بين عوامل الإنتاج في مختلف المشاريع المتعلقة بجميع الجوانب الاقتصادية التجارية، الصناعية، الخدمية والزراعية؛ وهذا ما أدى إلى كثرة الإقبال عليها والتعامل بها مقارنة بالسندات خاصة بعد أزمة 2008 لتلبية الاحتياجات المالية، حيث أظهرت النتائج أهمية الصكوك الإسلامية ومكانتها في سوق الأوراق المالية الماليزية، إذ وجد أن إصدارها يحاكي إصدار السندات التقليدية بل يتعداه لما تتميز به من خصائص، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الجزئية الثانية التي تنص على أن الصكوك الإسلامية تتفوق على السندات التقليدية في تمويل الاقتصاد الماليزي.

- تبين أيضاً من نتائج الدراسة أن الصكوك الإسلامية تؤثر بشكل إيجابي على المؤشرات الاقتصادية الماليزية و ظهر ذلك جلياً في الفرق في قيم بعض المؤشرات التي تناولتها هذه الدراسة قبل وبعد إصدار الصكوك السيادية في ماليزيا، وبالتالي فإن الفرضية الجزئية الثالثة هي صحيحة.



- نتائج الدراسة:** من خلال الجانب النظري والتطبيقي يمكن تلخيص أهم ما توصلت إليه الدراسة فيما يلي:
- للصكوك الإسلامية دور كبير في تمويل الاقتصاد وتحقيق تنميته وذلك من خلال قدرتها على تعبئة الموارد وتمويل المشاريع الاستثمارية؛
  - تساهم الصكوك الإسلامية بشكل كبير في تمويل الاقتصاد المالي، وقد تم الاعتماد عليها في تمويل مختلف القطاعات خاصة قطاع البنية التحتية؛
  - استطاعت الصكوك الإسلامية أن تؤثر بشكل إيجابي على أهم المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا من بينها الناتج المحلي الإجمالي، وميزانية الدولة.
- الاقتراحات والتوصيات:** على ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا لموضوع الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل الاقتصاد توصلنا لجملة من المقترحات والتوصيات أهمها:
- ضرورة بذل جهودات إعلامية وترويجية لثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية كمنتج جديد بديل عن أدوات الاستثمار التقليدية لاستقطاب الأموال الراضية للتعامل في الأدوات المالية التقليدية؛
  - ضرورة تطوير الصكوك الإسلامية في ماليزيا من خلال إضافة مزايا جديدة تعمل على جذب المستثمرين لها، بالإضافة إلى ضرورة إعادة النظر من قبل اللجان المختصة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية بخصوص بعض إصدارات الصكوك التي يشوبها بعض الإشكالات من الناحية الشرعية والفقهية؛
  - العمل على تخفيف أو إلغاء كافة القيود المفروضة على الصكوك الإسلامية كالضرائب بغرض تشجيع واستقطاب المؤسسات المالية الإسلامية وغيرها للدخول في هذا المجال؛
  - العمل على إعداد الكوادر البشرية اللازمة وتأهيلها للعمل في هذه الصناعة من خلال إنشاء المعاهد التعليمية ومراكز التدريب وعقد المؤتمرات في مجال الصكوك وأهميتها في تحقيق التنمية.

### الهوامش

- <sup>1</sup> مجمع الفقه الإسلامي، (2009)، قرار رقم 178(19/4)، الدورة 19، رابطة العالم الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 01.
- <sup>2</sup> بن عمارة نوال، (2011)، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين"، مجلة الباحث، العدد 9، ص: 254.
- \* يقصد بالتداول: تصرف في الحق الشائع بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غير ذلك من التصرفات الشرعية.

غير أنّ قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلاّ بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنّه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلاّ إذا تمّ تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المراجعة.

<sup>3</sup> محمد هلال الخيطي هناء، (2015)، "دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة)"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 42، العدد 2، ص ص: 555، 556.

<sup>4</sup> قرومي حميد، (2014)، "صناعة الصكوك الإسلامية واقع و آفاق"، ورقة عمل مقدمة في الملتقى الدولي الثالث حول المالية الإسلامية، تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، الصكوك الإسلامية و الصكوك الوقفية، يومي 16-17 جوان، صفاقس، ص: 04.

<sup>5</sup> عبيد محمد سامي، هادي جعاز عدنان، (2015)، "الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزيا"، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 38، ص: 113.

\*\* يعرف السّلم بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية.

<sup>6</sup> المرجع نفسه.

<sup>7</sup> المرجع نفسه.

<sup>8</sup> المرجع نفسه.

<sup>9</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، (2007)، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، ص: 315.

<sup>10</sup> شرياق رفيق، بريكة السعيد، (2013)، "أسواق الأوراق المالية بين تهديدات التوريق التقليدي و تطلعات التصكيك الإسلامي"، ورقة عمل مقدمة في الملتقى الوطني المنظم بالمركز الجامعي أمين العقال الحاج موسى أقي أمخوك، 9-10 أبريل، بتانغست، ص: 13.

\*\*\* المزارعة: هي عبارة عن دفع الأرض من مالكها إلى من يزرعها أو يعمل عليها، ويقومان باقتسام الزرع بينهما، وتعتبر المزارعة عقد شركة "بأن يقدم الشريك الآخر العمل في الأرض، وتمويل المصرف الإسلامي للمزارعة هي نوع من المضاربة بين طرفين.

<sup>11</sup> الدماغ زياد جلال، (2009)، "دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي"، ورقة عمل مقدمة في المؤتمر الإسلامي عن قوانين الأوقاف و إدارتها، واقع وتطلعات، يومي 20-22 أكتوبر، ص: 10.

<sup>12</sup> المرجع نفسه.

<sup>13</sup> الدماغ زياد جلال، (2012)، "الصكوك الإسلامية و دورها في التنمية الاقتصادية"، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ص: 122.

<sup>14</sup> معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، (2012)، "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية"، ورقة عمل مقدمة في الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، 3-4 ديسمبر، جامعة قلمة، ص ص: 252-255.

<sup>15</sup> المرجع نفسه.

<sup>16</sup> كتاف شافية، (2014)، "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، ص ص: 101، 102.

<sup>17</sup> المرجع نفسه، ص: 102.

<sup>18</sup> المرجع نفسه.

\*\*\*\* بالنسبة للبنوك الإسلامية قد تعاني من مشكلة نقص السيولة بسبب اختلاف طبيعة عملها عن نظيرتها التقليدية، فتنشأ أزمة السيولة من كون المصرف الإسلامي لا يستطيع في إطار المشاركة في الربح والخسارة أن يسترد تمويله ما لم يصل المشروع إلى مرحلة الإنجاز الناجح، ذلك لأن الاستثمار يكون في شكل أصول عينية يصعب تحويلها إلى سيولة جاهزة، لكن قيام البنك بتصكيك تلك الاستثمارات يمكنه من بيع هذه الصكوك في السوق والحصول على السيولة اللازمة، وذلك في حالة كون البنك هو المصدر.

<sup>19</sup> عبد الله المصري، (2015)، "ما جدوى الصكوك الإسلامية لإنقاذ الاقتصاد"، على الرابط: [www.masralarabia.com](http://www.masralarabia.com) (تم التصفح يوم 07 جانفي 2017)

<sup>20</sup> سمير نوال، بشوندة رفيق، (2015)، "دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية - الصكوك الإسلامية نموذجاً"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثامن للمالية والمصرفية الإسلامية 28-30 جويلية، كلية الشريعة، الجامعة الأردنية، ص: 15.

<sup>21</sup> Standard & Poor's, (2015) "Global Sukuk Issuance Stalls In 2015 As Major Issuer Exits The Market", p:2. available at : [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect) (accessed 11 January 2017).

<sup>22</sup> Ibid, p :05.

<sup>23</sup> فيحل عبد الحميد، (2014 - 2015)، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، التجربة الماليزية نموذجاً، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصات، بسكرة، جامعة محمد خيضر، ص 237-24. المرجع نفسه.

<sup>25</sup> Ahliddin Malikov, (2016), "How Does Sovereign Sukuk Impact On The Economic Development Of Developing Countries? An Analysis Of Infrastructure Sector", p :14.

<sup>26</sup> أنظر كل من:

Khairunnisa Musari, (2013), "Analysis of the Difference between before and after the Issuance of Sovereign Şukūk to the Financial of State and Well-Being of Society in Bahrain, Malaysia, and Indonesia", International SAMANM Journal of Finance and Accounting, Vol. 1, No.232, pp :39- 40.

Ahliddin Malikov, opcit, p :20.