

# دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي

## التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية

### The role of Islamic instruments as a mechanism to activate the financial market

### Malaysian Experience in the Islamic Financial Market

بوخاري فاطنة

جامعة سيدي بلعباس-الجزائر

Email:boukharihanane22@gmail.com

Received:30/08/2017

Accepted:30/10/2017

Published:31/12/2017

#### ملخص:

تحتل الصكوك الإسلامية مكانة مميزة في السوق المالي الإسلامي، وتعتبر أحد أهم العناصر الأساسية في هذا القطاع وذلك لمساهمتها في تمويل مختلف الاستثمارات والمشاريع الاقتصادية، ولهذا فقد جاء هذا البحث ليسلط الضوء على مفهوم وأنواع الصكوك الإسلامية ومختلف الآثار الإيجابية التي تعود بها للأطراف ذات العلاقة، بالإضافة إلى التطرق إلى شروط إصدارها ومختلف طرق إصدار الصكوك. ولتحقيق أهداف هذا البحث قمنا بدراسة التجربة الماليزية التي تعتبر رائدة في مجال إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وللإحاطة بأهم عوامل نجاح هذه التجربة وجب علينا التعرف على نشأة ومفهوم السوق المالي الإسلامي في ماليزيا، حيث تبين لنا أن نجاح هذه الأدوات يرتبط ارتباطا وثيقا بين السوق المالي والشريعة لذلك وجب الإشارة إلى أهم عنصر في إصدار هذه الصكوك ألا وهي اللجان الشرعية التي تم إنشائها بهدف وضع معايير وشروط للإصدار والتداول، كما قمنا بجمع مختلف المعلومات والإحصائيات والقيام بتحليلها، الأمر الذي ساعدنا في الخروج بجملة من النتائج والتوصيات حول هذه التجربة.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، التجربة الماليزية، السوق المالي الإسلامي.

#### Abstract:

Islamic Bonds occupies a prominent position in the Islamic financial market and is one of the most important elements in this sector for its contribution in financing various investments and economic projects. Therefore, this research has highlighted the concept and types of Islamic Bonds and the various positive effects it has on the related parties. To address the conditions of their issuance and the various ways of issuance these Islamic tools.

In order to achieve the objectives of this research, we have studied the Malaysian experience, which is a pioneer in the issuance and circulation of Islamic Bonds In order to understand the most important factors for the success of this experience; we have to recognize the emergence and concept of the Bonds Islamic financial market in Malaysia. The Shari'a Law should therefore refer to the most important element in the issuance of these instruments: the Shari'ah committees that were established with the aim of setting standards and conditions for issuing and circulating. We also collected and analyzed various information and statistics, which helped us draw conclusions and recommendations about this experience.

**Keywords:** Islamic Bonds, Malaysien Expérience, Islamic Financial Market.

\* مرسل المقال: بوخاري فاطنة

## مقدمة

بعد العديد من الأزمات التي شهدتها أسواق رأس المال في الوضعية القائمة على عنصر الربا، ظهرت الحاجة إلى أسواق رأس المال الإسلامية والتي تقوم على أساس المعاملات المالية والتي تتوافق والشريعة، عن طريق العديد من الأدوات المالية كالصكوك الإسلامية والتي تختلف باختلاف طبيعة الاستثمار. وقد عرفت الصكوك بكل أنواعها نجاحا متميزا خلال السنوات الأولى من اعتمادها والتي بسبب تمويلها لمختلف المشاريع العقارية والبنية التحتية بالإضافة إلى المعاملات التجارية والاقتصادية الأخرى.

تعتبر ماليزيا نموذجا حقق ففزة نوعية في التنمية الاقتصادية الأمر الذي جعلها محل الدراسة، ويرجع سبب ذلك إلى اعتمادها على مبادئ الاقتصاد الإسلامي بمختلف أدواته ووسائله، الأمر الذي جعلها رائدة في مجال في الأسواق المالية الإسلامية وبالخصوص في الصكوك، سواء من حيث الحجم أو القيمة أو العملة أو من ناحية نوع الصكوك المصدرة التي ابتكرت لتتماشى والشريعة الإسلامية. كما أصبحت تلعب دورا مهما في تنشيط السيولة من خلال السوق المالي.

## مشكلة البحث

حققت ماليزيا ففزة نوعية في مجال إصدار الصكوك الإسلامية وذلك سواء على المستوى القاري أو العالمي، حيث أصبحت تستحوذ على أكثر من ثلثي تداولات هذه السوق على المستوى العالمي. وكل هذا يجعلنا نطرح الإشكال التالي: إلى ما يرجع سبب نجاح التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية؟

## أهمية البحث

تبرز أهمية البحث في إعطاء نظرة شاملة حول الصكوك الإسلامية ومختلف أنواعها، بالإضافة إلى الأهمية التي تتمتع بها سواء بالنسبة للمصدرين، المستثمرين أو حتى لتفعيل السوق المالي. كما تتجلى أهمية البحث في إسقاط الضوء على التجربة الماليزية في التعامل بالصكوك الإسلامية ومختلف الصكوك الأكثر إصدارا وتداولاً فيها.

## أهداف البحث

تتمثل أهم أهداف البحث فيما يلي:

- تحديد ماهية الصكوك الإسلامية إبراز مختلف وأهم أنواعها في السوق المالي، بالإضافة إلى تبيان مختلف خصائصها وأهمية هذه الصكوك بالنسبة للأطراف ذات العلاقة معها.
- التطرق إلى التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية والتعرف على مختلف اللجان الشرعية الخاصة بإصدارها، بالإضافة إلى تبيان مختلف مراحل إصدار الصكوك الأكثر تداولاً في ماليزيا.
- الخروج بنتائج وتوصيات تتعلق بمعايير نجاح إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

## منهج البحث

من أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي وذلك من خلال جمع المعلومات والبيانات من مصادرها الأولية حول الصكوك الإسلامية والتجربة الماليزية في هذا المجال، ثم تحليل تلك المعلومات والبيانات.

## الإطار النظري: ماهية الصكوك الإسلامية

### 1- تعريف الصكوك الإسلامية:

لقد ورد تعريف الصكوك لغة واصطلاحاً في العديد من المعاجم اللغوية وهي كالتالي:

**1-1 تعريف الصكوك لغة:** الصكوك جمع صك، وجاء بمعنى الضرب، لما جاء في قوله تعالى ﴿فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صَرَّةٍ فَصَكَّتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ﴾ (الذاريات: 29)، والصك هو الضرب الشديد بالشيء العريض، كما ورد أنه وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه.<sup>1</sup>

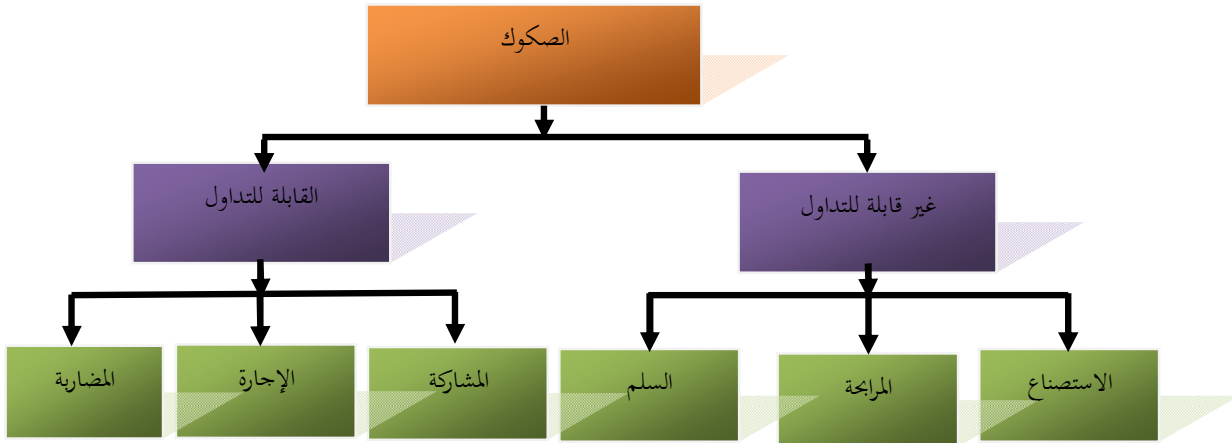
**1-2 تعريف الصكوك اصطلاحاً:** فقد ورد عن الإمام النووي أن "الصكوك جمع صك وهو الورقة المكتوبة بدين".

عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية "الصكوك وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله".<sup>2</sup>

وعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".<sup>3</sup>

**2- أنواع الصكوك الإسلامية:** تختلف طبيعة الصكوك الإسلامية وتتنوع وذلك باختلاف طبيعة العقد الشرعي وقد أوردت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، أكثر من أربعة عشر نوع من الصكوك الإسلامية، ولكن أكثرها انتشاراً والتي يمكن توضيحها في الشكل التالي:<sup>4</sup>

الشكل رقم (01): أنواع الصكوك الإسلامية



المصدر: سمرد نوال، رفيق بشوندة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية-الصكوك الإسلامية نموذجاً- المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، الأردن، 28-30/7/2015، ص: 8.

**1-2 صكوك المضاربة:** وهي "أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال.

**2-2 صكوك المشاركة:** وهي " عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، ويصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار".

في هذه الحالة يعتبر المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في المشروع، والمكتتبون هو الشركاء، وتحدد نسبة أرباح الطرفين على حسب نسبة الصكوك لكل طرف.

**2-3 صكوك المراجعة:** وهي " عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك".

يهدف إصدار هذا النوع من الصكوك بهدف تمويل عقد لشراء بضاعة أو معدات... الخ، وفي هذه الحالة يقوم المصدر للصكوك بشراء البضاعة وإعادة بيعها للمكتتب، ويكون ثمن الربح هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة و ثمن بيعها للمشتري.

**2-4 صكوك الإستصناع:** هي "صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمننا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة و ثمن البيع.

**2-5 صكوك السلم:** تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها. ومن ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج.

**2-6 صكوك المزارعة:** وتحمل هذه الصكوك قيمة متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق في العقد. في هذه الحالة يكون المصدر للصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتب هو المزارع في عقد المزارعة.

**2-7 صكوك المساقاة:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدامها محصلتها فيسقي أشجار مثمرة و الإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حددها العقد، وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محلا لتعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة.

وهي هذه الحالة المصدر للصكوك هو صاحب الأرض التي فيها الأشجار، والمكتتب هو الساقى في عقد المساقاة.

**2-8 صكوك الإجارة:** وهي التي تستخدم حصيلة إصدارها في شراء عين مؤجرة أو قابلة للتأجير أو موعود باستئجارها أو شراء منفعة عين حاضرة أو موصوفة في الذمة.<sup>5</sup>

**3- خصائص الصكوك الإسلامية:** يوجد العديد من الخصائص التي ميزت الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأوراق المالية الأمر الذي جعلها تعرف رواجاً كبيراً، ومن بين أهم هذه الخصائص نجد:<sup>6</sup>

- وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من الحقوق والمنافع الصادرة مقابلها؛
- تمثل حصة شائعة في ملكية أصول ومنافع وخدمات يتعين توفيرها ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك؛
- تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية ينظر فيها و آلية إصدارها وتداولها و العائد عليها؛
- يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع و الخدمات التي تمثلها؛
- قابلية الصك في التداول في البورصة وهذه تمثل ميزة مفيدة جدا للمؤسسات المالية تساعد في إدارة سيولتها عبر أدوات سوق النقد.

**4- أهمية الصكوك الإسلامية:** للصكوك عدة مزايا للأطراف التي تتعامل بها، كما لها أهمية بالنسبة للاقتصاد ككل، ويمكن تلخيص هذه الأهمية في العناصر التالية:<sup>7</sup>

#### 1-4 أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي:

- 1- تتيح الصكوك للمنشآت مصادر متنوعة للتمويل وذلك بمختلف آجالها، وذلك لتأمين السيولة التي تلزمها؛
- 2- تعتبر عملية الصكوك من العمليات خارج الميزانية وبالتالي تحسن كفاية رأس المال؛
- 3- تساهم الصكوك في التقليل من مخاطر عدم تماثل بين آجال الموارد واستخداماتها، أي يكون تحصيلها ومنحها على فترات مختلفة؛

- 4- للصكوك ميزة تتميز بها وهي إمكانية تحصيلها في فترة قصيرة، وبالتالي تجنب المصارف وجميع المؤسسات المالية وغير المالية تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها؛
- 5- تزيد الصكوك من قدرة المنشأة على زيادة نشاطها، وذلك دون اللجوء إلى زيادة رأسمالها.

#### 2-4 أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين:

- 1-2-4 تعتبر الصكوك بديل للقروض المصرفية، وذلك لأنها قليلة التكلفة وقلّة الوسطاء.
- 2-2-4 للصكوك الإسلامية ميزة وهي إمكانية التنبؤ بتدفقاتها المالية.
- 3-2-4 تتيح الصكوك للمستثمرين فرصاً استثمارية متنوعة (الأفراد، المؤسسات، الحكومات...)، وذلك لاستثمار السيولة المتوفرة بصورة مريحة.

4-2-4 تعطي الصكوك الإسلامية عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى كالأوراق المالية الحكومية.

#### 3-4 أهمية الصكوك بالنسبة للاقتصاد الكلي:

- 1-3-4 تساهم الصكوك في نمو الناتج الداخلي الإجمالي، وذلك دون الحاجة إلى استثمارات جديدة؛
- 2-3-4 تعتبر الصكوك كبديل للجهاز المصرفي، الذي يعتبر المزود الوحيد للتمويل؛
- 3-3-4 يمكن الاعتماد على الصكوك في تمويل البنية التحتية للدول كالمطارات والمدارس... الخ؛
- 4-3-4 تعتبر كبديل للمستثمر المحلي بحيث تمكنه من الاستثمار داخل البلد، وبالتالي الاستفادة من رؤوس أموال جديدة؛

4-3-5 يمكنها تغطية العجز في موازنة الدولة أو احد هيئاتها، حيث توفر موارد حقيقة لا تؤثر على المستوى العام للأسعار.

4-4 أهمية الصكوك في تفعيل الأسواق المالية: هناك أهمية كبيرة للصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية، وهذا يتضح من خلال العناصر التالية:<sup>8</sup>

4-4-1 تعد الصكوك الإسلامية بديلا للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوع هذه الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية تصبح أكثر إغراء للمدخرين (يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات، كالزراعة، الصناعة، العقار...).

4-4-2 إن تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسع في إصدار الصكوك وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، وبالتالي يساهم في تعظيم المدخرات وتوسيع الاستثمار؛

4-4-3 إن ارتفاع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية سينتج عنه ارتفاع كفاءة السوق المالي وهذا يترتب عليه تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد تداولات الصكوك، والذي يعود بالنفع على السوق المالية في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.

5- شروط إصدار الصكوك الإسلامية: وجب توفر العديد من الشروط لإصدار الصكوك وأهمها:<sup>9</sup>

5-1 لا بد من وجود أصول مملوكة للمنشأة المصدرة للصكوك، وان تكون قادرة على توليد دخل بشكل منتظم ومستمر، وعليه فالأصول التي تخضع للتصكيك هي مجموعة معينة من الموجودات، والتي تظهر في الميزانية العمومية للمنشأة؛

5-2 يجب أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمر، وهذا يتطلب وجود جدارة ائتمانية في الأصول، مثل انتظام السداد، ووجود ضمانات عينية؛

5-3 يجب أن تكون قيمة الأصول المراد تصكيكها كبيرة، لأنه إذا كانت المبالغ صغيرة لا يمكن تقسيمها، كما أن يجب تكون ذات آجال استحقاق طويل حتى يمكن تسويقها، ومن ثم الأصول ذات آجال استحقاق قصيرة لا تصلح للتصكيك؛

5-4 لا بد من توافر الضوابط الشرعية في جميع مراحل عملية التصكيك، ومن ثم إخضاعها إلى هيئة الرقابة الشرعية بالمؤسسة أو البلد؛

5-5 لا من وجود تشريعات قانونية، وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك، وحفظ حقوق المتعاملين.

6- طرق التصكيك: إن عملية التصكيك لها طريقتين رئيسيتين وهما:<sup>10</sup>

6-1 طريقة التصكيك البسيط (المباشر): تصدر الصكوك لجمع الموارد المالية، ثم يتم استثمارها في مشروع معين، وفي هذه الحالة يتم طرح الصكوك في السوق الأولية، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المشروع المراد إنجازه.

6-2 التصكيك المهيكّل (غير المباشر): في هذه الحالة تصدر الصكوك بهدف تحويل المشاريع والأصول القائمة إلى سيولة نقدية، ويتم هذا من خلال تحويل الأصول المالية أو المعنوية المدرة للدخل إلى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك، ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال.

## الجانب التطبيقي: التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية

تعتبر ماليزيا دولة رائدة في الأسواق المالية الإسلامية، وقد اكتسبت هذه المكانة بعد من الإصلاحات التي قامت بها على المستوى المحلي، وتعتبر الصكوك الإسلامية من بين الأوراق المالية المهمة وذلك نظرا للدور الكبير الذي تلعبه في تمويل وتزويد المشاريع الاستثمارية بمختلف أنواعها.

### 1- مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

لقد عرف السوق من المنظور الإسلامي بأنه " السوق التي تكون جميع عملياتها ونشاطاتها موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها، وأن يكون السوق موافقا لأحكام الشريعة الإسلامية يجب أن يتوفر على الشروط التالية:<sup>11</sup>

- خلوه من الفائدة والربا؛

- خلوه من كل نشاط البيع أو الشراء المنطوي على الغرر؛

- خلوه من الميسر ونحوه؛

- تحريم إنتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرمة شرعا.

كما عرفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه "سوق تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من كافة الأنشطة المحرمة، مثل الربا، المقامرة، الغرر، وما شابه ذلك".<sup>12</sup>

كانت أولى البدايات الحقيقية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا عام 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، وقد تضمن مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية التي تتماشى وطبيعة الشريعة الإسلامية، وتم إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي في يوليو 1983 وهو "بنك إسلام ماليزيا برهاد"، وتبع ذلك إنشاء شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي سنة 1984.

ولكن الانطلاقة الحقيقية للسوق المالي الإسلامي كانت مع التسعينيات، حيث أصدرت شركة شيل أم دي إس وهي شركة خاصة أولى الصكوك الإسلامية سنة 1990، الأمر الذي نتج عنه إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، وبعد اتساع السوق المالي الإسلامي ظهرت السمسرة وصناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا، وقد أدى هذا الأمر إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق من طرف وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية.

وفي 17 أبريل 1999م تم وضع مؤشرا لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المدرجة في البورصة وأطلق عليه مؤشر الشريعة « Shariah Index ».<sup>13</sup>

2- تعريف الصكوك الإسلامية في ماليزيا: تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية.<sup>14</sup>

3- دور اللجان الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية:

**1-3 هيئة الأوراق المالية الماليزية:** هي الهيئة الرقابية العليا لسوق الأوراق الماليزية، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية، أنشأت في 1 مارس 1993، وهي العديد من المهام وتمثل أهمها فيما يلي:<sup>15</sup>

- تشرف على السجلات وعمليات التبادل ومراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة، كما تقوم بتسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في البورصة؛
- تقوم بالمهام الرقابية على المعاملات الخاصة بالأوراق المالية، ومراقبة الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات و الاندماجات للشركات داخل ماليزيا؛
- الإشراف على السير الحسن لعمل المؤسسات في السوق المالي.

**2-3 الهيئات الرقابية الشرعية للسوق المالي الإسلامي:** لقد أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية عدة هيئات رقابية شرعية، كاللجنة الاستشارية الشرعية والتي تعتبر الجهة الشرعية العليا، ويساعدها في ذلك قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة والذي تتمثل أهم مهامه بدراسة الأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق، بالإضافة إلى المستشار الشرعي الذي لديه دور محوري في عملية إصدار الصكوك، وذلك راجع إلى ما يضيفه من شرعية على الأوراق المالية ومدى مطابقتها للتنظيمات والإرشادات المعمول بها، ومن بين أهم مسؤوليات المستشار الشرعي كالتالي:<sup>16</sup>

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

**ب- عملية إصدار الصكوك الإسلامية:** في المرحلة يقوم المستشار الشرعي بالتأكد من أن كافة الأمور المتعلقة بالصكوك وآليات إصدارها تتماشى والضوابط الشرعية، وللإفصاح عن المعلومات الشرعية، والتي تتمثل في:

- نوع الأصول المراد تصكيكها، الهدف الجوهري من استخدام الموارد المالية المتحصل عليها الصكوك الإسلامية؛
- يبين قيمة البيع والشراء، وحساب نسبة الربح أو حصة الاشتراك في الربح.

**ج- الأمور الإدارية والتشغيلية:** تشتمل عملية إصدار الصكوك الإسلامية على كثير من الإجراءات الإدارية والتشغيلية، ومن أهم الأمور الوضوح والشفافية للشركة المصدرة للأصول، ويقوم المستشار الشرعي بفحص وتدقيق في نشاط الشركة وذلك بصورة مستمرة، كما يدرس مدى احترام نسبة الأعمال المحرمة والتقييد بها، وكل هذا حتى يتمكن المستشار من التأكد من مطابقة هذه الأمور لأحكام الشريعة وإرشادات اللجنة الاستشارية الشرعية.

**4- أنواع الصكوك الإسلامية في ماليزيا:** يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية في ماليزيا على أساس الجهة التي أصدرتها وفي هذه الحالة نجد نوعين وهما:

**1-4 الصكوك الإسلامية الحكومية:** وهي التي تصدرها الحكومة الماليزية وتكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية مثل شهادات الاستثمار الحكومي والتي تم إصدارها سنة 1983، وهي أولى الشهادات المصرفية عن الحكومة الماليزية، وكان الغرض منها حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات، ولقد تم تطوير صيغة الاستثمارات الحكومية وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل.<sup>17</sup>

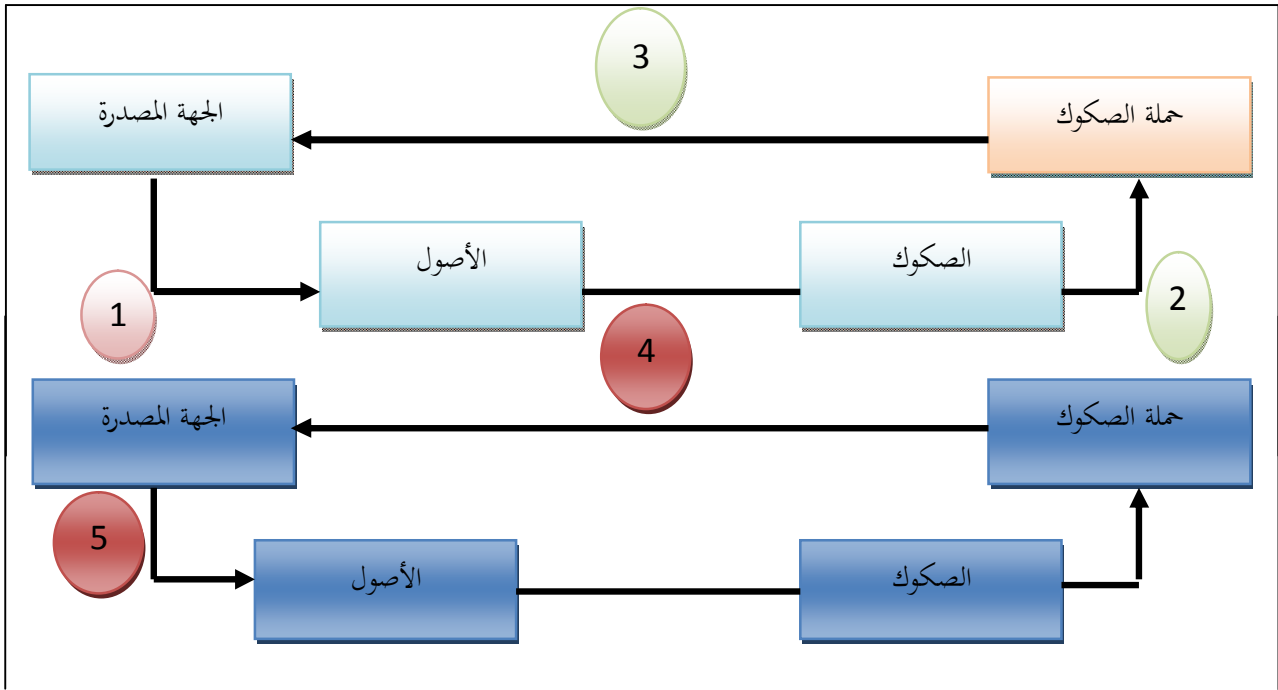


**4-2 الصكوك الإسلامية للشركات:** وهي مختلف الصكوك الإسلامية التي تصدرها الشركات المالية الخاصة وهي عديدة وسنقوم بالتركيز على أكثر الصكوك تداولاً، والتي تصدر وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل والمراجحة، الاستصناع والإجارة.

**4-2-1 صكوك البيع بالثمن الآجل والمراجحة:** تعرف هذه الصكوك بأنها "الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهة أخرى وإصدارها قائم على أساس البيع بالثمن الآجل" والذي يعرف بأنه "العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بثمن مؤجل ويزيد ثمنه نقداً وتسليمه حالاً، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين".

ويوجد هناك تقارب بين تعريف المراجحة والبيع بالثمن الآجل حيث تعرف "زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين".<sup>18</sup> والشكل أدناه يوضح كيفية إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا وفق مبدأ البيع بثمن آجل والمراجحة.

الشكل رقم (02): خطوات إصدار صكوك البيع بثمن آجل والمراجحة في ماليزيا



المصدر: محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 209

وتتم عملية إصدار صكوك المراجحة أو البيع بثمن آجل حسب الخطوات التالية

- 1- تقوم الشركة المصدرة للصكوك بمعاينة الأصول التي ستحوزها من قبل حملة الصكوك "المكتتبون"؛
- 2- تقوم الشركة المصدرة للصكوك بإصدار صكوك المراجحة أو البيع بثمن آجل وبيعها لحملة الصكوك "المكتتبون"، باعتبارها إثبات دين، وتكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للصكوك؛
- 3- يدفع حملة الصكوك ثمن الأصول نقداً للشركة المصدرة للنقود؛

4- يقوم حملة الأصول بالتعهد ببيع الأصول مرة ثانية إلى الجهة المصدرة للصكوك بثمان أعلى من الثمن الأول أقساطا مؤجلة أو عبر دفعة واحدة، حسب الاتفاق المبرم مسبقا؛

5- تقوم الشركة المصدرة للصكوك بإعادة شراء الصكوك المتداولة (الأصول) في السوق الثانوي بثمان البيع الأعلى.

الجدول رقم (01): يبين تطور صكوك المراجعة خلال الفترة 2011-2016

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مليار رنجيت ماليزي	10.10	109.31	47.38	109.81	113.56	119.39

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 210.

Securities Commission of Malaysia Annual Reports 2015.2016. p15

من خلال الجدول المبين أعلاه نلاحظ ارتفاع مستمر في إصدار صكوك المراجعة وذلك خلال الفترة 2011 و2012 إذ بلغ حجم الإصدار خلال سنة 2012 حوالي 110 مليار رنجيت ماليزي، ويرجع سبب ذلك إلى سهولة إصدار هذه الصكوك وكذلك قبول تداولها من طرف الماليزيين، لتراجع سنة 2013 إلى 47 مليار رنجيت وذلك بسبب زيادة إصدار صكوك المشاركة كما سنرى لاحقا، ثم ارتفعت من جديد خلال سنة 2014 و2016 لتفوق 119 مليار رنجيت، وذلك باعتبارها تمثل مصدر أساسي في عدة نشاطات استثمارية جديدة.

**2-2-4 صكوك المشاركة:** عرفت لجنة الاستثمار الشرعية صكوك المشاركة على أساس عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، وهي مشابهة كثيرا للمضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في إن صكوك المشاركة نجد فيها الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة.<sup>19</sup> يتم إصدار صكوك المشاركة في سوق الأوراق المالية الإسلامية للمليزية كمايلي:

- 1- تقوم شركة كاميدا برهاد بإبرام عقد بينها وبين شركة ثانية (غالبا تابعة لها) من أجل إقامة مشروع معين؛
- 2- تصدر شركة كاميدا برهاد صكوك عن طريق شركة ذات الغرض الخاص ويتم شراؤها من قبل المشاركون (حملة الصكوك)؛
- 3- يدفع المشاركون لحصتهم المثلثة في قيمة صكوك المشاركة شركة ذات الغرض الخاص وبدورها لشركة كاميدا برهاد للبدء في انجاز المشروع؛
- 4- في نهاية كل فترة دورية شهر أو سنة، تدفع شركة كاميدا برهاد لأرباح المشروع المحققة أو المحسوبة حسب النسبة المتفق عليها لمشروعها مسبقا للمشاركة؛
- 5- في نهاية المدة و انجاز المشروع، يعمل الضامن على نقل ملكية الصكوك من المشاركين إلى شركة كاميدا برهاد، وذلك بتحصيل قيمة الصكوك من طرف شركة كاميدا، ثم استرجاع صكوك المشاركة مقابل قيمتها السوقية، علما ان يعيد الضامن بيعها إلى شركة كاميدا برهاد، وهذا حتى تضمن هذه الأخيرة عدم بيعها إلى طرف آخر غيرها.

الجدول رقم (02): يبين تطور صكوك المشاركة خلال الفترة 2011-2016

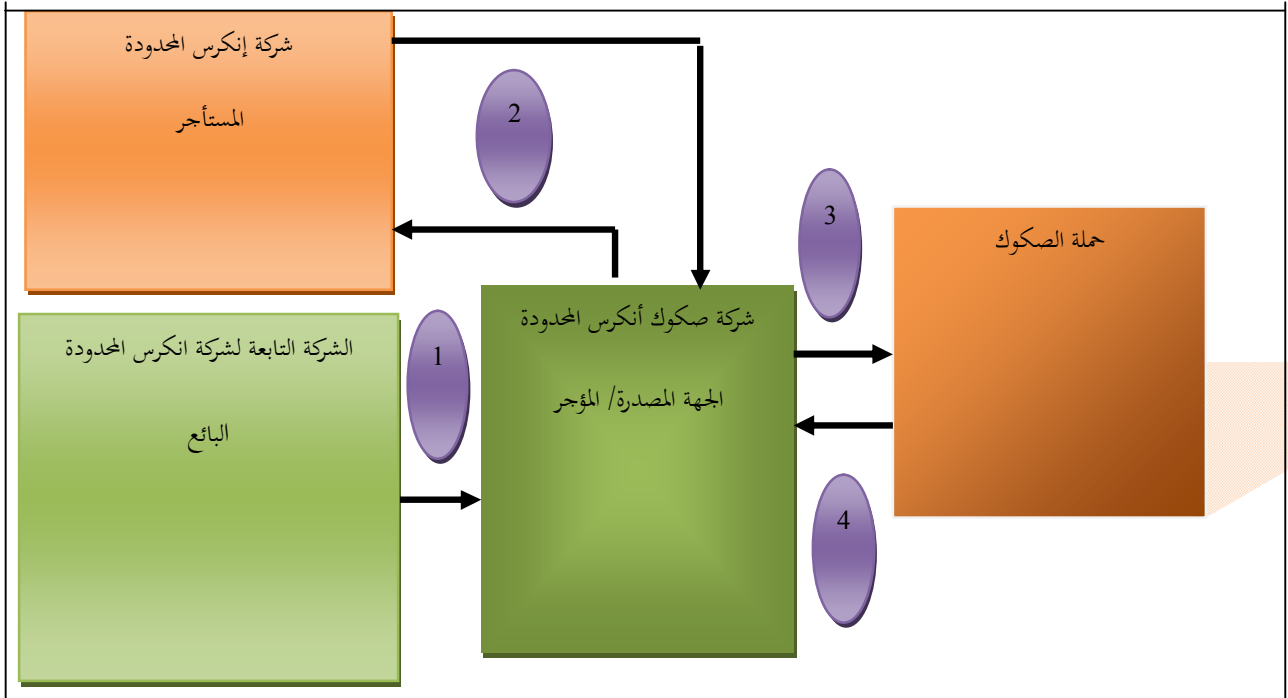
السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مليار رنجيت ماليزي	14.60	16.46	5.92	1.80	12.75	11.49

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 217  
Securities Commission of Malaysia Annual Reports 2015.2016. p17

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك تذبذب في إصدار صكوك المشاركة حيث بلغت سنة 2011 حوالي 15 مليار رنجيت ماليزي لينخفض عددها سنة 2014 إلى أقل من 02 مليار رنجيت، ويتواصل التذبذب صعودا وهبوطا، لتسجل ارتفاع لها سنة 2016 لتصل إلى 11,49 مليار رنجيت ماليزي وفي هذه الفترة تم الاعتماد على صيغة المراجعة بنسبة كبيرة كما رأينا سابقا.

**4-2-3 صكوك الإجارة:** تعرف صكوك الإجارة في التجربة الماليزية كالتالي "وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الايجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة. وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".<sup>20</sup> والشكل التالي يظهر كيف تتم عملة إصدار الصكوك الإسلامية وفق مبدأ الإجارة.

الشكل رقم (04): إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا وفق مبدأ الإجارة



المصدر: هيئة الأوراق المالية

- 1- تباع الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة (البائع) أصولها إلى شركة صكوك إنكرس المحدودة بقيمة معينة؛
- 2- تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة صكوك إنكرس المحدودة لمدة معينة بدفع الإدارة بصورة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجرة؛
- 3- لتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة إنكرس المحدودة، فتصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لاستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول. وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة؛

4- يدفع المستثمرون "حملة الصكوك" دفعة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بثمان الحال للحصول على الصكوك، وفي تاريخ الاستحقاق تقوم شركة صكوك انكريس المحدودة "الجهة المصدرة" بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة انكريس المحدودة.

الجدول رقم (03): تطور صكوك الإجارة خلال الفترة 2011-2016

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مليار رنجيت ماليزي	19.54	20.01	44.42	11.63	19.27	28.08

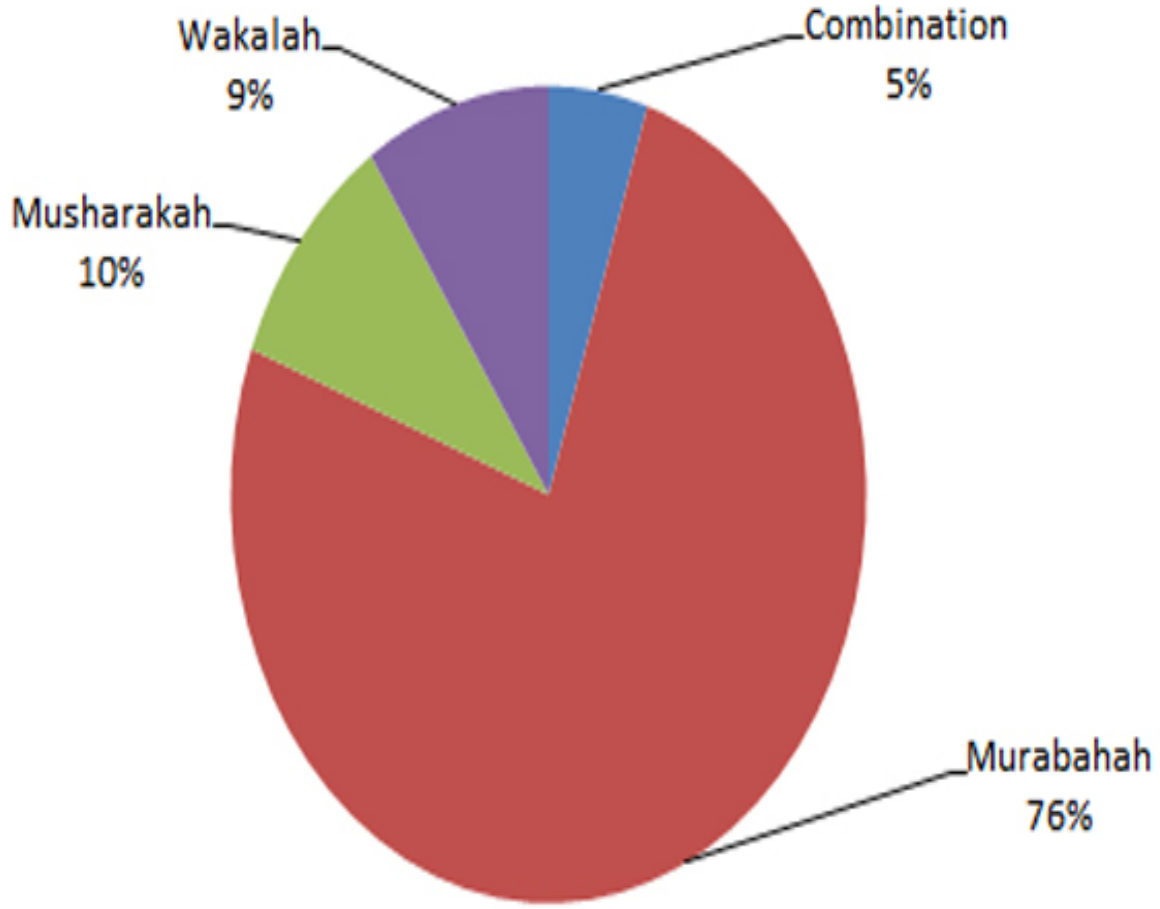
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 215

Securities Commission of Malaysia Annual Reports 2015.2016. p19

والشكل الموالي يبين تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا وذلك خلال الفترة 2009 إلى 2014

من خلال الجدول رقم 03، يتبين لنا أن هناك ارتفاع مستمر في إصدار صكوك الإجارة وذلك بدءاً من سنة 2011 حيث كان إصدار هذه الصكوك لم يتجاوز 19 مليار رنجيت ماليزي، لتتجاوز 44 مليار رنجيت سنة 2013، ويرجع سبب هذا الارتفاع زيادة الوعي لدى المستثمرين المحليين بالاستثمار بهذه الصكوك، وخلال سنة 2015 و2016 سجلت 19.27 و28.08 مليار رنجيت ماليزي على التوالي، ويرجع سبب هذا التراجع إلى زيادة إصدار صكوك المراجعة والمشاركة.

الشكل رقم (05): الصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا لسنة 2015



المصدر: <http://www.sc.com.my> اطلع عليه 2018/03/14

من خلال الشكل البياني نلاحظ أن المراجعة لا زالت تحافظ على نسبة الصكوك الأكثر تداولاً في ماليزيا وذلك بنسبة 76% وذلك بتراجع طفيف عن سنة 2014 حيث بلغت 79%، كما نلاحظ ارتفاع نسبة صكوك المشاركة وذلك بفارق حوالي 9% عن سنة 2014، ويرجع سبب هذه الزيادة إلى تراجع صكوك الإجارة.

## 5- إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا 2016-2017

يمكن توضيح إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2016 إلى السداسي الأول من سنة 2017 كما هو موضح في الجدول أدناه.

الجدول رقم (04): عدد صكوك الشركات المعتمدة في ماليزيا خلال الفترة 2016-2017

السداسي الأول 2017	السداسي الأول 2016	صكوك الشركات المعتمدة
21	19	عدد الصكوك
24.93	33.85	حجم الصكوك مليار رنجيت ماليزي
36.51	47.37	حجم إجمالي السندات الموافقة مليار رنجيت ماليزي
62.73%	68.06%	النسبة المئوية من حجم الصكوك على إجمالي السندات المعتمدة
72.81	137.43	حجم الصكوك الصادرة
119.82	238.14	حجم إجمالي السندات الصادرة
54.77%	58.92%	النسبة المئوية من الصكوك الصادرة من مجموع السندات الصادرة

المصدر: <http://www.sc.com.my> اطلع عليه 2018/03/14

من خلال الجدول الموضح أعلاه يتبين لنا أن عدد الصكوك التي تم اعتمادها خلال السداسي الأول من السنة 2016 كانت 19 لترتفع في السداسي الأول من سنة 2017 إلى 21 صك، لكن هذا الارتفاع قابله انخفاض في بـ 09 ملايين رنجيت، كما أن هناك انخفاض في حجم الصكوك مقابل السندات، وقد انخفض عدد الصكوك الصادرة بحوالي 70 مليار رنجيت ماليزي، ومن بين أسباب هذا الانخفاض قرار البنك المركزي الماليزي وقف إصدار الصكوك هو أن مجموعة واسعة من المستثمرين هم الذين اشتروا هذه الصكوك، ما حال دون وصول البنك إلى الجهات التي يستهدفها وهي البنوك الإسلامية الماليزية بشكل خاص.

ونتيجة لذلك قام البنك أنه قرر الاتجاه إلى استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك.

الجدول رقم (05): ترتيب الدول المصدرة للصكوك الإسلامية في آسيا 2016

الدولة	ماليزيا	السعودية	الإمارات	قطر	اندونيسيا	البحرين	تركيا	آخرون
النسبة المئوية	67%	10%	9%	5%	4%	2%	1%	3%

المصدر: International Monetary Fund اطلع عليه يوم 2018/03/13

تبين لنا من خلال الجدول الموضح أعلاه سيطرة ماليزيا على السوق الآسيوية للصكوك الإسلامية وذلك بنسبة 68% متبوعة بكل من السعودية والإمارات بنسبة 10% و 9% على التوالي، ويرجع ذلك إلى الاستراتيجيات التي اتبعتها الحكومة الماليزية، حيث ركزت على تطوير السوق المحلية وجعلت من البورصة الماليزية أكثر انفتاحا، كما أنها ركزت على الأدوات المالية الإسلامية في جذب الاستثمارات الأجنبية.

### الخاتمة

تناول هذا البحث موضوع الصكوك الإسلامية، فحاولنا أن نناقش هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة والتي كانت حول أسباب نجاح التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية، وقد تمحور هذا البحث حول دراسة هذه الصكوك من الجانب النظري لها كأنواعها وطرق إصدارها، بالإضافة إلى التطرق إلى التجربة

الماليزية فيما يخص الصكوك الإسلامية وعرض مختلف الإحصائيات حولها وتحليلها. من خلال هذا البحث توصلنا إلى عدة نتائج والتي تعتبر كإجابة لإشكالية البحث وهي كالتالي:

- تعتبر الصكوك الإسلامية كبديل لمصادر التمويل التقليدية، كما أن زيادة إصدارها يزيد من كفاءة أداء السوق المالي التي تنتمي إليه؛

- إن وجود العديد من البدائل المتاحة للمستثمرين في مجال الصكوك الإسلامية أدى إلى المزيد من التنوع في أشكال الاستثمار والخدمات؛

- قامت ماليزيا بإنشاء صكوك تتماشى وطبيعة الشريعة الإسلامية مما أدى إلى توفر العديد من وسائل وطرق تمويل الاستثمارات بمختلف أنواعها؛

- لقد هيئت ماليزيا الأرضية المناسبة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وذلك عن طريق إنشاء اللجان الشرعية لهيئة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من الأطر التنظيمية والتشريعية؛

- إن إجمالي الصكوك الإسلامية والقيمة الكبيرة التي يتم إصدارها وتداولها في ماليزيا كان له دورا إيجابيا في تنشيط سوق المالي الإسلامي.

### التوصيات

- تعتبر التجربة الماليزية نموذجا في الأسواق المالية الإسلامية عامة والصكوك خاصة، ويجب على البلدان الإسلامية تبني هذه التجربة؛

- لضمان قيام سوق إسلامية ناجحة يجب العمل مع الهيئات الإسلامية وإنشاء لجان شرعية وذلك لوضع مناهج صحيحة لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية مثل التجربة الماليزية؛

- يجب ابتكار وتطوير أدوات التمويل الإسلامية وذلك بهدف جذب المستثمرين من جهة وتمويل مختلف أشكال الاستثمار والمعاملات الاقتصادية؛

- الترويج للاستثمار في الصكوك الإسلامية وذلك من خلال تبيان أن هذه الصكوك منتج منفصل عن باقي الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية في مختلف البلدان النامية؛

- وضع عدة مؤشرات خاصة بالصكوك الإسلامية مثل مؤشرات أسواق الأوراق المالية وهذا يؤثر إيجابا على إصدار وتداول الصكوك.

### قائمة المراجع

<sup>1</sup> العيفة عبد الحق وزاهرة بني عامر، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البني التحتية، ملتقى دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس - سطيف - الجزائر، 5 و 6 ماي 2014، ص 5.

<sup>2</sup> حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي - الشلف - 2011، ص 87.

<sup>3</sup> أحمد طرطار، دور الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الإقراض والتمويل لتحقيق التنمية، ملتقى دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، 5 و 6 ماي 2014، ص 3.

- <sup>4</sup> نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 9، 2011، ص ص 255-256.
- <sup>5</sup> سليمان ناصر وربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، ملتقى دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف-الجزائر - 5 و6 ماي 2014، ص 6.
- <sup>6</sup> محمد الأمين خبيوة وحنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الواقع والتحديات ومناهج التطوير، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، الجزائر، العدد 12، 2011، ص 645.
- <sup>7</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، يوليو 2008، ص ص 10-12.
- <sup>8</sup> كفاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، العدد 14، 2014، ص ص 111-112.
- <sup>9</sup> سامي عبيد محمد وعدنان هادي جعاز، الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك)، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 38، آذار 2015، ص 111.
- <sup>10</sup> سامي عبيد محمد وعدنان هادي جعاز، نفس المرجع، ص 112.
- <sup>11</sup> محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2008، ص 13.
- <sup>12</sup> شافية كفاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، منشورة، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014، ص 117.
- <sup>13</sup> نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، رسالة ماجستير، منشورة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007، ص ص 99-100.
- <sup>14</sup> نبيل خليل طه سمور، نفس المرجع، ص 110.
- <sup>15</sup> محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية (دراسة سوق الأوراق المالية الماليزية)، رسالة ماجستير، منشورة، جامعة فرحات عباس- سطيف- الجزائر، 2013، ص 176.
- <sup>16</sup> محمد غزال، نفس المرجع، ص 189.
- <sup>17</sup> اسم الكاتب مجهول، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس- سطيف- الجزائر، 5 و6 ماي 2014، ص 3.
- <sup>18</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 144.
- <sup>19</sup> سعيدة حرفوش، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق ماليزيا، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة المدية، الجزائر، 2008-2009، ص 194.
- <sup>20</sup> هيئة الأوراق الماليزية، 2004، ص 14.

مواقع الكترونية:

<http://www.sc.com.my>

Securities Commission of Malaysia Annual Reports 2015.2016.