

دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية

The role of Islamic Instruments in Activating the Malaysian Stock Market

أ. عمر عبو

أستاذ محاضر قسم "ب" بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف -
عضو في مخبر الأنظمة المالية والمصرفية والسياسات الاقتصادية بجامعة حسيبة بن بوعلي الشلف

amarabbou@gmail.com

ملخص

تعتبر الصكوك الإسلامية أدوات مالية إسلامية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، فهي تهدف إلى جلب رؤوس الأموال من أجل توظيفها وفق الشريعة، وجلب العديد من الفئات للاستثمار في السوق المالي، بالإضافة إلى قيام بعض حكومات الدول إلى اللجوء إلى هذا النوع من الأدوات المالية من أجل تمويل التنمية الاقتصادية وبرامج البنى التحتية، بالإضافة إلى استخدام البنوك المركزية للصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائض لديها، حيث بلغت نسبة الصكوك المصدرة خلال سنة 2016 في ماليزيا من إجمالي الصكوك المصدرة دوليا حوالي 34.7 بليون دولار، مما أدى إلى اعتبار ماليزيا مركز مالي اسلامي دولي، ويعود السبب إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل سوق الأوراق المالية الماليزي سوق جذاب لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بتوفير القوانين والتشريعات الخاصة بهذه الأدوات المالية، مما أدى إلى اقبال خاص من طرف المستثمرين الماليزيين إلى الاستثمار فهذه الأدوات لأنها أقل مخاطرة من الأدوات المالية الأخرى هذا من جهة، ومن جهة أخرى تلبية أغلبية رغبات فئات المستثمرين الماليزي.

الكلمات الدالة: الصكوك الإسلامية، صيغة المشاركة، صيغة المضاربة، صيغة المرابحة، سوق الأوراق المالية الماليزي.

Abstract

Islamic Sukuk is an Islamic financial instrument that is traded in the stock market. It aims to bring capital to be used in accordance with Shari'a. It has brought in many groups to invest in the financial market. In addition, some governments resort to this type of financial instrument. Financing of economic development and infrastructure programs, as well as the use of Islamic banks by Islamic banks within the framework of monetary policy according to the Islamic perspective, which contributes to the absorption of liquidity, and then reduce inflation rates, and the opportunity for Islamic financial institutions to manage excess liquidity. The number of sukuk issued in Malaysia in 2016 reached 34.7 billion dollars, which led to Malaysia being considered as an international Islamic financial center. This is due to the measure taken by the Malaysian government to make the Malaysian stock market an attractive market. To domestic and foreign capital by providing laws and legislations for these financial instruments, which led to a special interest of Malaysian investors to invest these instruments because they are less risky than other financial instruments on the one hand, and on the other hand meet the majority of the wishes of financial investor groups.

Keywords: *Islamic Sukuk, Musharaka, Mudaraba, Murabaha, Malaysian Stock Exchange.*

مقدمة

التعريف الرابع: " أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارها رسم يملكون حصصا شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة كل قسم فيه"⁽⁴⁾.

وعليه يمكن اعطاء تعريف شامل للصكوك الاسمية هي عبارة عن وحدات متساوية القيمة، تكون مسجلة بأسماء حاملها، ولهم نصيب من الأرباح والخسائر، تكون هذه الوحدات عبارة عن حصص شائعة من إجمالي رأس المال أو قيمة المشروع.

ثانيا: خصائص الصكوك الاسلامية

يمكن ابراز اسم خصائص الصكوك الاستثمارية الاسلامية فيما يلي:

- أنها وثيقة تصدر باسم مالكيها بصفات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها⁽⁵⁾؛

- تمثل الصكوك حصص شائعة في ملكية موجودات لها عائد⁽⁶⁾، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها وبذلك فإن ملكية حامل الصك تتعلق بحصة في الموجودات وليس في العائد فقط⁽⁷⁾؛

- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها، كما يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها⁽⁸⁾.

- لكل صك قيمة مالية محددة مسجلة عليه⁽⁹⁾.

- صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد، ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك باعتباره رب المال في اختصاصه يملكه وما يطرأ عليه من عوارض، كما أن شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك وهي تشمل على البيانات والمعلومة المطلوبة شرعا في التعاقد⁽¹⁰⁾.

ثالثاً. أهداف وأهميه الصكوك الاستثمارية الاسلامية

1- الأهداف الصكوك: تكمن أهداف الصكوك الاستثمارية الاسلامية في⁽¹¹⁾:

- الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشروع وتطويره، وذلك من خلال التصكك وهو الاجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات أو الشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك، وعرضها في سوق لجذب المدخرات لتمويل المشروعات طويلة الأجل.

- جمع رأس المال اللازم لتمويل إنشاء مشروع استثماري، وذلك من خلال طرح صكوك مختلفة وفق صيغ التمويل الاسلامية في أسواق المال لتكون حصة الاككتاب فيها هي رأس مال المشروع.

تنوعت الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وذلك من أجل تنشيط وتطوير سوق الأوراق المالية، حيث تعبر هذه الأخيرة الوسيط بين أصحاب الفوائض المالية الذين يرغبون في استثمار أموالهم وبين أصحاب العجز المالي من أجل تمويل مشاريعهم الاستثمارية، فكانت الأدوات المالية التقليدية هي المسيطرة على السوق من حيث حجم وقيمة التداول، هذا مما أدى إلى امتناع الكثير من المستثمرين في توظيف أموالهم في أدوات مالية يكون فيه التعامل مخالف لأحكام الشريعة الاسلامية، فكانت بدائل جديدة متمثلة في الصكوك، مما سمحت هذه الأخيرة إلى هذه الفئات إلى الولوج واستثمار فائض أموالهم، وبالتالي جذب المزيد من الأموال سواء كانت محلية أو أجنبية إلى السوق، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزي مركزا دوليا للتمويل الاسلامي. وعليه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

كيف تساهم الصكوك الاسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي؟

وللإجابة على هذا التساؤل تم تقسيم هذه الورقة البحثية إلى ثلاثة محاور

المحور الأول: مفهوم الصكوك الاسلامية؛

المحور الثاني: أنواع الصكوك الاسلامية؛

المحور الثالث: الصكوك الاسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية.

المحور الأول: مفهوم الصكوك الاسلامية

أولاً: تعريف الصكوك الاسلامية

التعريف الأول: "أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الاسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حصة الاككتاب وهي قابلة للتداول والإطفاء والاستيراد عند الحاجة بضوابط وقيد معينة"⁽¹⁾

التعريف الثاني: "هي عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداولها وبشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار"⁽²⁾

التعريف الثالث: "هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أوخدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاككتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجلها"⁽³⁾

2. الأهمية الصكوك: تبرز أهمية الصكوك فيما يلي⁽¹²⁾:

الأسهم أوراق مالية ذات مخاطر عالية:

- إن الصكوك من جهة الشركة المصدرة في أغلبها أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة، وأما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.

- لما كانت الصكوك أداة مالية عرضها تمويل المصدر، فإنها في الغالب لا بد أن تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق "إطفاء"، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة:

- يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس للإدارة من بينهم، أما مالكو صكوك الاستثمار فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع بطريق مباشر، بل يكتفون بتوكيل المضارب وحده، حيث يلتزم المضارب في إدارته للمشروع بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية، ومالك الصكوك أن يكونوا من بينهم أو غيرهم مجلس مراقبة يرضى مصالحهم ويحمي حقوقهم في مواجهة المضارب، ويكون مسؤولاً عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الاصدار.

2. الفرق بين الصكوك والسندات

تتجلى فروقات بين الصكوك والسندات فيما يلي:

- السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المدين مصدر الدين لصالح دائنيه (حامل الصك)، فالعلاقة بينهما علاقة المدانية، أما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة المشاركة وليست علاقة المدانية، فهي أداة استثمارية يتم فيها استثمار الاموال وفق صيغ شرعية⁽¹⁶⁾

- السندات تحدد لها فائدة ثابتة أو متغيرة من زمن لآخر، لذلك صدرت قرارات المجامع الفقهية تحرم السندات لأن تلك الفائدة هي الربا المحرم، وأما الصكوك فليست لها فائدة ثابتة أو متغيرة وإنما الأمر فيها إذ تحقق لها الربح فهي تأخذ نصيبها منه⁽¹⁷⁾، وإذ خسرت الشركة فإن الموجودات التي يمتلكها الصك الاستثماري قد قلت، أي أن الصك الاستثماري خاسر بنسبة نصيبه من الخسارة⁽¹⁸⁾.

- عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الاستثماري فليس له الأولوية وإنما تصرف له نسبه مما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك⁽¹⁹⁾.

خامساً: الضوابط الشرعية للصكوك الاستثمارية الاسلامية

تكمن الضوابط الشرعية للصكوك الاستثمارية الاسلامية في⁽²⁰⁾:

- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء أكانت أعياناً أم منافع أم

- تمثل أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي لا تطيقها جهة واحدة.

- تقدم قناة جديدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم ويرغبون في الوقت نفسه أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها؛

- توفر أسلوباً جيداً لإدارة السيولة المالية، إذ تستطيع المصارف والمؤسسات الاسلامية أن تدير سيولتها من خلالها بانسيابية أكثر؛

- تعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، إذ إنها تمكن المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فالصكوك بهذه الكيفية تمثل واحد عن القنوات التيسيرية في التعامل والأرباح بالإضافة إلى أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين حيث تعتبر أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراف المصرفي، وذلك بسبب قلة الوسطاء وانخفاض درجة المخاطرة المتعلقة بالصكوك، إضافة إلى أن العوائد المصاحبة للصكوك في العادة تكون أكبر مقارنة بغيرها، كما أنها لا ترتبط بالتصنيف الائتماني للمنشأة المصدرة، حيث تتمتع بتصنيف إئتماني عال نتيجة لدعمها بتدفقات نقدية محددة معروفة بدقة. أما فيما يخص أهميتها بالنسبة لسوق الأوراق المالية فهي تلعب دوراً كبيراً في تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية بشكل عام والأسواق المالية الاسلامية بشكل خاص، وذلك من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة التداول (كما ونوعاً) بسوق المنتجات الاسلامية من جهة واستقطاب المزيد من المتعاملين وأصحاب رؤوس الأموال إلى تلك الأسواق من جهة أخرى. كما تساهم الصكوك في حل المشاكل التي تعترض نمو وتطوير الأسواق المالية في الدول الاسلامية ومنها عجز الأدوات المالية التقليدية عن أن تكون أداة فعالة لتعبئة المدخرات وتمويل التنمية الاقتصادية، فبعض من فئات المستثمرين يمتنعون عن توظيف أموالهم في المعاملات والأدوات المالية التقليدية، وبالتالي عملت الصكوك الاسلامية على فتح المجال أمام هذه الفئات من المستثمرين⁽¹³⁾.

- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الاسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الاسلامية لإدارة السيولة الفائض لديها⁽¹⁴⁾.

رابعاً: الفروقات الجوهرية بين الصكوك والأدوات المالية الأخرى

هناك عدة فروقات جوهرية بين الصكوك الاسلامية وبين الأدوات المالية التقليدية

1. الفرق بين الصكوك والاسهم

يكمن الفرق بين الصكوك والاسهم في النقاط التالية⁽¹⁵⁾:

- الصكوك (بشكل عام) ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما

توجه نحو انشاء مشروع استثماري معين، مثل مشاريع البنية التحتية والمرافق العامة، وهذا يتم من خلال طرح الصكوك على أساس صيغة تمويل اسلامي في السوق الأولية لتكون حصيلة الاكتتاب رأس المال المشروع المراد انجازه.

- طريقة التصكيك المهيكل أو التصكيك الخاص أو غير المباشر: تصدر الصكوك لغاية تحويل المشاريع أو الاصول القائمة إلى سيولة نقدية، وهذا يتم من خلال تحويل الاصول المالية أو المعنوية المدارة للدخل إلى وحدات متساوية تتمثل في الصكوك ثم طرحها في السوق المالي لجذب الأموال.

المحور الثاني: أنواع الصكوك الاسلامية

يتمحور هذا المحور حول صيغ التمويل الاسلامي في سوق الأوراق المالية

أولاً- صكوك المقارضة (المضاربة): وهي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض (المضارب) وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وقد حدد مجمع الفقه الإسلامي شروط الواجب توفرها ما يلي (23):

- أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه وتمويله، وتستثمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه؛

- يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس شروط التعاقد التي تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه بالاكتتاب في هذه الصكوك، وأن القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. ولا بد من أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الأرباح؛

- أن تكون صكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب مع مراعاة الضوابط الشرعية؛

- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص ضمان عامل المضاربة لرأس المال أو الربح المقطوع؛

- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المضاربة على نص يلزم بالبيع، وإنما وعداً بالبيع ولا يتم إلا بعقد القيمة المقدرة من الخبراء وبرضا من الطرفين؛

- إعداد حساب أرباح وخسائر للمشروع، ويكون معاناً وتحت تصرف حملة الصكوك.

وانبثق عن هذه الصكوك عدة أنواع (24):

1. صكوك المضاربة المطلقة الإسلامية: وهي صكوك تصدرها الشركة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها، وتعطى هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة

خدمات وفق لما جاء في المعيار الشرعي رقم (17) بشأن صكوك الاستثمار؛

- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الايرادات أو الديون، إلا اذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم (21) بشأن الأوراق المالية.

أما فيما يخص الضوابط الشرعية لعملية التداول تتمثل فيما يلي (21):

- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصّة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات بعد قفل باب الاكتتاب، أما قبل بدء النشاط فتراعي الضوابط الشرعية لعقد الصرف (التقايض والتماثل عند اتحاد الجنس والتقايض عند اختلاف جنس التبادل)، كما تراعي أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل؛

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

- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها؛

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

- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف معين قبل إعادة اجازة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الاجازة كأن الصك ممثلاً للأجرة؛

- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفي من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي عنه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك؛

- يجوز تداول صكوك المشاركة، صكوك المضاربة وصكوك الوكالة كاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع؛

- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط اذا كان حملة الصكوك مالكي الاراضي.

سادساً طرق التصكيك الاسلامية

تكمن طرق التصكيك الاسلامي في طريقتين (22):

- طريقة التصكيك البسيط أو التصكيك العام أو المباشر: تصدر الصكوك بحسب هذه الطريقة لجمع الموارد المالية أولاً، ثم

الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية⁽²⁵⁾، ويمكن أن تطفأ قيمة الصكوك بنقل ملكيتها للمستأجر أو طرف ثالث، وذلك يكون بالإجارة المنتهية بالوعد بالتمليك⁽²⁶⁾. وتعتبر صكوك الإجارة من أهم أساليب صيغ التمويل الإسلامي، وتنقسم الصكوك إلى أربعة أنواع وهي⁽²⁷⁾:

1- **صكوك التأجير المنتهي بالتمليك**: وهي صكوك مساهمة في مضاربة تقوم بشراء أصول عينية وموجودات ثابتة، ومن ثم تأجير هذه الأصول بعقد إيجار يتبعه عقد آخر مستقل تماما عنه، يعد بالهبة أو البيع؛

2- **صكوك التأجير التمويلي**: وهي أن يتفق المصرف وعميله على أن يشتري الأول الأصل وللعامل الحق الكامل في استخدام الأصل في مقابل دفع أقساط إيجارية محدودة وفي نهاية المدة المتفق عليها في عقد الإجارة يعود الأصل إلى المصرف، وهذا النوع من الصكوك عملية مصرفية بحثت من حيث الفكر والموضوع، ولكنه أئتمان عيني وليس نقديا؛

3- **صكوك التأجير التشغيلي**: يقوم هذا النوع على تأجير الأصول للقيام بعمل محدد، ثم يسترد المؤجر الأصول لتأجيرها مرة أخرى إلى شخص آخر، ويعد هذا النوع عملية تجارية بحثت أكثر منها مالية.

4- **صكوك الإجارة والأعيان**: وهي صكوك ذات قيمة متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع أو خدمات وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرفته الشريعة الإسلامية، ومن أنواعها صكوك الإجارة والأعيان (خدمات) والتي تكون الخدمة موصوفة في الذمة نحو صيانة أجهزة طبية في مستشفى أو صيانة أجهزة التكييف في مبان عامة... الخ؛

ثالثا: صكوك المرابحة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس عقد المرابحة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء بضاعة المرابحة لبيعها للواعد بشرائها، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، بعد تملكها وقبضها. ويمثل الصك حصنة شائعة في ملكية هذه البضاعة، بعد شرائها وقبل بيعها وتسليمها لمشتريها، وفي ثمنها بعد بيعها

رابعا: صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار⁽²⁸⁾

تتجلى صكوك المشاركة في نوعين هما⁽²⁹⁾:

شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للشركة طبقا لقاعدة الصندوق العام للتمويل والاستثمار؛

2- **صكوك المضاربة المقيدة الإسلامية**: الاختلاف بين صكوك المضاربة المطلقة وصكوك المضاربة المقيدة في أن متحصلات صكوك المضاربة المطلقة تستخدم كافة المجالات أو الأنشطة التي تعتقد الشركة إنها ضرورية، أما متحصلات صكوك المضاربة المقيدة فهي تستخدم لتمويل مشروع أو نشاط محدد، ومن ثم فإن المستثمر في هذه الحالة يكون له حق اختيار المشروع أو النشاط الذي يتم فيه استخدام أمواله في حين أن المستثمر في المضاربة المطلقة لا يتمتع بهذا الحق، ومن ثم فإن صكوك المضاربة المقيدة تقوم على فكرة الربط بين المصدر التمويلي ومجال الاستخدام والعائد المتوقع ودوريته؛

وعليه يمكن لصكوك المضاربة المقيدة التي تنقسم إلى نوعين:
- **صكوك المضاربة المقيدة بمشروع معين**: وهي صكوك تعطى للملكها الحق في المشاركة في تأسيس أو تمويل مشروع معين أو عملية معينة والمشاركة في العائد المتولد عنه، وتحمل النتائج إيجابا وسلبا؛

- **صكوك المضاربة المقيدة بمجال معين**: تعطى الحق للملكها الحق في المشاركة في العائد المتولد من تشغيل الأموال في نشاط معين، كنشاط المقاولات أو نشاط الثروة الحيوانية، وتستخدم حصيلة هذه الصكوك في أوجه التوظيف المختلفة داخل مجال النشاط المعين الذي تقوم به الشركة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وهي المضاربة، المشاركة والمرابحة.

- **صكوك التمويل القابلة للاستهلاك**: وهي أوراق مالية قابلة للاستهلاك أو السداد التدريجي حسب برنامج زمني محدد مسبقا بنشره في نشرة الإصدار؛

- **صكوك التمويل القابلة للتحويل إلى أسهم**: وهي أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم بعد فترة بموافقة صاحبها، ومن ثم يتحول صاحب هذا الصك من مشارك مؤقت للشركة في عوائد استثماراتها إلى مساهم أو شريك؛

- **صكوك صناديق التمويل المتخصصة**: وتقوم فكرة صناديق التمويل المتخصصة على أساس استقطاب أموال من شرائح المجتمع المختلفة، وتقديم مجالات للاستثمار تتم بمرونة وسرعة التسييل

ثانيا. صكوك الإجارة: عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصنة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا، والغرض منها هو تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية أو صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية، وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للملكي

على أساس عقد المساقاة، وتستخدم حصيلة إصدارها في تمويل رعاية أشجار قابلة للإثمار وتعهدها بالسقي حتى تثمر⁽³²⁾.

سابعاً: صكوك المغارسة: إن صكوك المغارسة هي عبارة وثائق يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها فيغرس أشجار وفي مايتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة.

ثامناً: صكوك الاستنواع: وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاككتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحاملي الصكوك⁽³³⁾.

تاسعاً: صكوك السلم: هي وثائق متساوي القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك⁽³⁴⁾.

المحور الثالث: الصكوك الإسلامية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية

سوف نتطرق في هذا المحور إلى حجم وقيمة تداول الصكوك في سوق الأوراق الماليزي، بالإضافة إلى أهم أنواع الصكوك المدرجة في السوق

أولاً: عدد السندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي

- **صكوك المشاركة المستمرة:** وهي مثل الأسهم يكون أجل الصكوك مستمرة في العمل والمكتتبون في الصكوك يشاركونالجهة المصدرة للصكوك طوال المشروع.

- **صكوك المشاركة المؤقتة:** وتمثل هذه الصكوك مشروعاً يكون محدداً بمدة زمنية معينة، ويمكن إسترداد القيمة الأسمية لهذه الصكوك بالتدريج، حيث يحصلون حملة الصكوك على جزء من القيمة الأسمية للصكوك في فترات توزيع الأرباح حتى يستردوا كامل القيمة الأسمية بالإضافة إلى الأرباح، وبذلك يكون الصك قدماً طفاً أو بتعيين زمن محدد : حيث يحصل حملة الصكوك على القيمة الأسمية والأرباح في تاريخ تصفية المشروع.

خامساً: صكوك المزارعة: عبارة عن وثائق تصدر متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك نصيب في المحصول وفق مايحده العقد⁽³⁰⁾.

سادساً: صكوك المساقاة: عبارة عن وثائق يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة⁽³¹⁾، ويصبح لحملة الصكوك حصّة من الثمرة وفق مايحده العقد. فهي وثائق متساوية القيمة تصدر

جدول رقم (1): تطور عدد السندات والصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الصكوك الإسلامية	20	44	41	49	47	25	32
السندات التقليدية	32	41	40	37	31	21	25
اجمالي الصكوك والسندات	52	85	81	86	78	46	57
نسبة الصكوك إلى الإجمالي	38.46	51.76	50.62	56.98	60.26	54.35	56.14

المصدر:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, p(6-46)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p(6-55)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p136
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2016, p(6-48)

56.98% وذلك نتيجة التحفيزات والتسهيلات المقدمة من طرف الحكومة الماليزية من أجل تشجيع المستثمرين بالتوجه إلى هذا النوع من الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية، ثم انخفضت في سنة 2014 إلى 47 صك، وذلك يعود إلى مخاوف المستثمرين من تداعيات انخفاض أسعار البترول خلال الثلاثي الأخير من سنة 2014، ثم وصلت إلى 32 صك سنة 2016 أي بنسبة 57%.

من خلال الجدول رقم (1) نلاحظ أن عدد الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية في تزايد مستمر حيث نجد أن هناك 20 صك مدرج في السوق خلال سنة 2010 أي بنسبة 38.46% من اجمالي الصكوك والسندات في السوق، إلا أنه خلال سنة 2013 نجد هناك تطور في عدد الصكوك المدرجة في السوق حيث وصلت إلى 49 صك أكثر من عدد السندات المدرجة في السوق أي بنسبة

ثانياً: تطور حجم تداول الصكوك والسندات في سوق الأوراق المالية الماليزي

جدول رقم (2) حجم تداول الصكوك والسندات في سوق الأوراق المالية الماليزي

الوحدة: بليون رينجت

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
63729	48334	76070	99129	71091	78903	38328	الصكوك الاسلامية
77260	61630	42076	48445	32208	29927	25255.24	السندات التقليدية
140989	118464	138146	148074	103299	112330	63583.24	اجمالي حجم التداول
45.20	40.8	55.06	66.95	68.82	70.24	60.28	نسبة حجم الصكوك الاسلامية من اجمالي حجم التداول

المصدر:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, p(6-55)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p(6-63)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p146
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2016, p(6-56)

المالية المتداولة في السوق، كما أدرجت الحكومة الماليزية في هذه الفترة صكوك حكومية من أجل تمويل عملية التنمية الاقتصادية، اما فيما يخص سنة 2014 فنلاحظ ان هناك انخفاض نتيجة المخاوف من انهيار أسعار النفط في الثلاثي الأخير من السنة، ثم عاودت الارتفاع سنة 2016 حيث وصلت إلى 63.72 بليون رينجت

من خلال الجدول رقم (2) أن حجم التداول للصكوك الاسلامية أكبر مقارنة بالسندات التقليدية بداية منذ سنة 2010 حيث بلغت 38.32 بليون رينجت أي بنسبة 60.28% من إجمالي حجم التداول في السوق إلى غاية سنة 2013 ويعود السبب في ذلك إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزيين، بالإضافة إلى الإعفاءات الضريبية على هذا النوع من الأدوات

ثالثاً: القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية

جدول رقم(3) القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية

الوحدة: بليون رينجت

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
1030.56	1086.18	1012.14	1029.62	942	806	756.1	القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي
1667.37	1694.78	1651.17	1702.15	1466	1285	1275.3	اجمالي القيمة السوقية لسوق رأس المال الماليزي
61.81	64.09	61.3	60.5	64	63	59.3	نسبة القيمة السوقية الاسلامية إلى إجمالي القيمة السوقية (%)

المصدر:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, p(6-55)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p(6-63)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p146
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2016, p(6-56)

أجل جعل سوق الأوراق المالية الماليزي سوق جذاب لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بتوفير القوانين والتشريعات الخاصة بهذه الأدوات المالية، مما أدى إلى إقبال خاص من طرف المستثمرين الماليزيين إلى الاستثمار فهذه الأدوات لأنها أقل مخاطرة من الأدوات المالية الأخرى، وأيضا إلى جعل ماليزيا مركزا ماليا دولي للتمويل الاسلامي.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3) القيمة السوقية لسوق لرأس المال الاسلامي تمثل حوالي 59.3% أي ما يقدر بـ 756.1 بليون رينجت أي أكثر من القيمة السوقية لسوق لرأس المال التقليدي، وقد استمرت هذه القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي السيطرة على السوق حيث وصلت هذه النسبة سنة 2016 ما يقارب 61.81% ويعود السبب في ذلك إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من

رابعا: تطور أنواع الصكوك المعتمدة وفق الشريعة الاسلامية في سوق رأس المال الماليزي

جدول رقم (4) تطور أنواع الصكوك المعتمدة وفق الشريعة الاسلامية في سوق رأس المال الماليزي

الوحدة: نسبة مئوية

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الايجار	34	13	9	4	1.31	7
المضاربة	6	5	2	-	2.63	-
المشاركة	42.1	64	19	30	8.42	12
المرايحة	8.2	9	55	32	79.49	66
بيع بالثمن الأجل	0.2	-	-	-	-	-
المزيج من الصيغ	14.9	-	7	10	4.21	5
وكالات الاستثمار	-	9	8	24	3.94	10

المصدر:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2010, p(6-54)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, p(6-53)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p(6-62)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p144
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2015, p169

سيطرة الصكوك الاسلامية بمختلف صيغها على السندات التقليدية المتداولة في السوق المالي الماليزي.

كما نجد في سنة 2016 أن إجمالي الصكوك المصدرة في العالم وصلت إلى حدود 74.8 بليون دولار، حيث كان حجم الصكوك الماليزية تقدر بـ 34.7 بليون دولار أي بحوالي 46.4% مما يؤكد على أن ماليزيا تعتبر مركز مالي اسلامي للتمويل الدولي مقارنة بدول اخرى مثل دول مجلس الخليج العربي.

خاتمة

من خلال الورقة البحثية المقدمة يمكن التوصل إلى النتائج التالية:

- تعتبر الصكوك الاسلامية أداة تمويلية متوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية في التعاملات المالية، والتي جاءت بديلا عن السندات التي حرمت الفائدة واعتبرت ربا؛
- تنوع وتعدد الصكوك الاسلامية بحسب أهداف ومتطلبات المستثمرين واحتياجات تمويل التنمية
- توفر الصكوك الاسلامية منفذا جديدا للمستثمرين الذين

من خلال الجدول (4) نجد أن في سنة 2010 كانت صكوك المشاركة تمثل 42.1% من إجمالي الصكوك المصدرة في سوق الأوراق المالية الماليزي أي بقيمة اجمالية تقدر بـ 16.11 بليون رينجت من إجمالي القيمة المصدرة للصكوك، أما فيما يخص سنة 2011 فنلاحظ أن الصيغة المسيطرة على التداول في السوق هي صيغة المشاركة، حيث وصلت نسبتها إلى حدود 64% من إجمالي الصكوك المصدرة بقيمة وصلت إلى حدود 50.49 بليون رينجت ويعود السبب في ذلك إلى سهولة التعامل مع هذه الصيغة، أما سنة 2012 فنجد أن صيغة المرايحة هي المسيطرة بدلا من صيغة المشاركة، حيث وصلت نسبتها إلى 55% إلى غاية سنة 2016.

ونلاحظ من خلال الجدول أن هناك تفوت من سنة إلى آخر في نسبة استحواذ كل صيغة استثمارية اسلامية في السيطرة على حجم اصدارات الصكوك، وذلك نتيجة دخول صيغ تمويل اسلامية جديدة لتتماشي مع متطلبات واحتياجات المستثمرين والسوق، بالإضافة إلى وجود سيولة فائضة لدى المستثمرين للبحث عن أدوات مالية متوافقة مع الشريعة وتحقيق رغباتهم وأهدافهم الاستثمارية وهذا مما أدى في العموم إلى

17- عصام خلف العنزي، صكوك المشاركة: دراسة شرعية تطبيقية عملية، مجلة الشريعة للدراسات الإسلامية، مج 30، ع100، الكويت، 2015، ص 436.

17- Essia Ries and otyer .contemporary challenges and prospects of sukuk. journal of self governance and management economics. vol 1(4).2013.p48 .

18- أنظر:

- علي محي الدين القره واعي، بيع الصكوك لحاملها . دراسة فقهية اقتصادية، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة مستقبل العمل المصري الإسلامي الرابع، جدة، السعودية، 2011، ص 41.

- عصام خلف العنزي، مرجع سبق ذكره، ص 436.

19- بدران أحمد جابر، مرجع سبق ذكره، ص ص 169 - 170.

20- كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 21-22.

21- أنظر:

- الصويفي وليد الشيباني، التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، مجلة الفقه والقانون، ع34، المغرب، 2015، ص 14.

- كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص 22-23.

- محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول والحصص والصكوك، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق)، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص ص 5-6.

22- عيسى يوسف بازينتة، مرجع سبق ذكره، ص ص 51-52.

23- خالد بن علي ثويني الثنيان، " صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية الواقع والآثار"، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1426 هـ، ص ص 156-157.

24- قتيبة عبد الرحمن العاني، " صكوك المضاربة الإسلامية، التخرج الفقهي والتصوير الفني"، ورقة بحثية في مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007، ص ص 28-29.

25- الصويفي وليد الشيباني، مرجع سبق ذكره، ص 15

26- عبدالرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية، ورقة بحثية مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2010، ص 92

27- خالد بن علي، ثويني الثنيان، مرجع سبق ذكره، ص 158-160.

28- عبد الحي هشام أحمد، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية- دراسة تطبيقية فقهية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2010، ص 304.

29- أحمد جابر بدران، مرجع سبق ذكره، ص 181-182.

30- هشام قشوط كامل البهلول، مرجع سبق ذكره، ص 177.

31- زكريا نيرمين الجندي، الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات، مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، مج 19، ع56، مصر، 2015، ص 36.

32- الصويفي وليد الشيباني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

33- كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص 13

قشوط هشام كامل الهلول، مرجع سبق ذكره، ص 176.

يرغبون في الولوج على سوق الأوراق المالية واستثمار مواردهم المالية وفق مبادئ الشريعة:

- فتحت الصكوك الإسلامية مجالات جديدة لتمويل التنمية الاقتصادية بمختلف صيغها (الاستصناع، المزارعة، المساقاة، السلم،...الخ)

- تعتبر الصكوك أداة تنشيط وتفعيل للأسواق المالية الإسلامية من أجل زيادة حجم وقيمة التداول في السوق؛

- تمثل الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الحصة الكبيرة من حجم وقيمة التداول مقارنة بالسندات.

الهوامش

1- أحمد جابري بدران، الصكوك كأداة للتمويل: بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر، مج38، العدد 152، مصر، 2014، ص 168.

2- عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 10.

3- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17): صكوك الاستثمار، سنة 1431 هـ / 2010، البحرين، ص 238.

4- أشرف محمد دوابية، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، مج34، ع1، مصر، 2010، ص 178.

5- صفية أبو بكر، الصكوك الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص 13.

6- عبد الله بن منيع، الصكوك الإسلامية: تجاوزا وتصحيحا، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، ماي 2010، ص 6.

7- قشوط هشام كامل البهلول، الصكوك الاستثمارية الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، كلية الاقتصاد والتجارة، الجامعة الأسمرية الإسلامية زلتين، ع4، ليبيا، 2014، ص 170.

8- أنظر:

- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق، ص 14.

- خير الدين معطي الله، رفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، ورقة بحثية مقدمة للملتقى دولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقنة، الجزائر، 2012، ص 242.

9- علي أحمد شعبان محمد، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 28.

10- نفس المرجع السابق، ص 28.

11- أشرف محمد دوابية، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2009، ص 27.

12- فارس فضيل عطوي، الصكوك الاستثمارية: حقيقتها، مشروعيتها، وبعض تطبيقاتها، مجلة الكلية الإسلامية، مج9، ع34، العراق، 2015، ص 709.

13- عيسى يوسف بازينتة، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية، حالة صكوك الاجارة، مجلة ريادة الاعمال الإسلامي، الهيئة العالمية للتسويق الإسلامي، المجلد1، العدد 2، لندن، بريطانيا، 2016، ص 51.

14- أحمد جابر بدران، مرجع سبق ذكره، ص 170.

15- أنظر

- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ورقة بحثية مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم بجامعة الملك بن عبد العزيز، جدة، السعودية، ماي 2010، ص ص 3-4.

- بدران أحمد جابر، مرجع سبق ذكره، ص ص 168-169.

- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص ص 15-16.