

واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها التجربة الماليزية " نموذجاً "

The reality and challenger of the Islamic sukuk industry The Malaysian experience "a model"

ضويحي حمزة مخبر الاقتصاد الحديث والتنمية المستدامة جامعة أحمد بن يحيى الونشريسي -تيسمسيلت- -الجزائر- hamzadhoui@gmail.com	حات أبو بكر* مخبر الاقتصاد الحديث والتنمية المستدامة جامعة أحمد بن يحيى الونشريسي -تيسمسيلت- -الجزائر- aboubakr.haouat@cuniv-tissemsilt.dz
--	---

تاريخ النشر: 2021/07/ 12

تاريخ القبول: 2021/06/ 12

تاريخ الاستلام: 2021/05/30

الملخص:

هدفت الدراسة إلى عرض واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها، من خلال تحليل حجم إصداراتها العالمي ككل، وماليزيا على وجه الخصوص كونها من الدول الرائدة في هذا المجال. وقد خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية واصلت استقطاب عددا متزايدا من المصدرين الجدد في مجال صناعة الصكوك الإسلامية وهذا يعكس النتائج الايجابية التي حققتها على المستوى الدولي وتوفير التمويل المناسب لمختلف المشاريع، كما تبين أن نجاح التجربة الماليزية في مجال إصدار الصكوك الإسلامية يعزى إلى مجموعة من العوامل أبرزها الأطر القانونية والبيئة التنظيمية والرقابية، غير أن هنالك عراقيل تحد من تطورها من بينها المتطلبات الشرعية.

الكلمات المفتاحية: صكوك إسلامية، أدوات التمويل التقليدية، تجربة ماليزيا، صناعة مالية إسلامية.

تصنيف JEL: G39, G1.

Abstract:

The study has been aimed at exposing the reality of Islamic sukuk production and the challenges it faced through analyzing the amount of the production worldwide in general, and in Malaysia in particular because this latter is among the leading countries in this field.

The study has resulted at the fact that Islamic sukuk production has always continued attracting increasing numbers of new Islamic sukuk producers, and this reflects the positive consequences that have been realized worldwide and providing suitable finance for various projects moreover, it shows that the success of the Malaysian example in Islamic sukuk production is thanks to several factors like legal framework and organizational and observational environment. Yet, there are some obstacles preventing its development like religious factors.

Keywords: islamic sukuk, conventional financial tools, Malaysian example islamic finance industry

JEL classification codes: G39, G1.

مقدمة:

تعد الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة، والتي شهدت انتشارا ونموا واسعا واستثنائيا في السنوات الأخيرة، حيث باتت الأكثر حظا لقيادة القطاع المالي العالمي ومن ثم قيادة الاقتصاد العالمي، في ظل عدم قدرة قنوات وأدوات التمويل التقليدية المتعارف عليها على تلبية متطلبات التنمية والاستثمار الذي يأخذ صفة العالمية، ومع تزايد قوة ونفوذ الأدوات الاستثمارية الإسلامية في العمليات المصرفية والاقتصادية المختلفة، تمكنت الصكوك الإسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف أنحاء العالم وليس العالم الإسلامي فحسب، وهذا يعكس النتائج الإيجابية التي حققتها الصكوك الإسلامية على الصعيد العالمي لدورها البارز في توفير التمويل وإدارة السيولة، وتعد الدول العربية ودول شرق آسيا من الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، حيث احتلت ماليزيا الريادة العالمية في إصدار الصكوك الإسلامية حسب تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية لسنة 2018، بمعدل إجمالي بلغ 32.8 مليار دولار، ورغم كل التطلعات الايجابية للصكوك الإسلامية إلا أن هناك العديد من التحديات التي لازالت تواجه سوق الصكوك، وتعتبر حجرة عثرة في طريق نموها.

الاشكالية العامة للدراسة:

ما هو واقع صناعة وتداول الصكوك الإسلامية عالميا؟ وما مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في

تمويل التنمية الاقتصادية في ماليزيا ؟

الأسئلة الفرعية:

من خلال الاشكالية الرئيسية يمكننا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ❖ ما الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية على مختلف المستويات؟
 - ❖ ما تفسير الإقبال العالمي المتزايد على الصكوك الإسلامية؟
 - ❖ ما هو واقع اصدار صكوك الاسلاميه في ماليزيا وماهي التحديات والعقبات التي تواجهها ؟
- فرضيات الدراسة:

❖ تؤدي الصكوك الإسلامية نفس الأدوار التي تؤديها الأوراق المالية التقليدية، مع احترامها للضوابط الشرعية؛

❖ الإقبال العالمي المتزايد على الصكوك الإسلامية يفسر أنها تعد من أهم مصادر التمويل التي تساهم في التنمية الاقتصادية؛

❖ في ظل المتطلبات القانونية والشرعية للصكوك الإسلامية الصعبة تعتبر التجربة الماليزية من التجارب الناجحة في تجسيد المشاركة الاستثمارية في التنمية الاقتصادية.

أهمية الدراسة:

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية الصكوك الإسلامية، التي عرفت انتشارا عالميا واسعا وتزايد دورها في تمويل مختلف المشاريع ودفع عجلة النمو الاقتصادي في الدول.

أهداف الدراسة:

هدفت الدراسة إلى عرض واقع تطور الصكوك الإسلامية في السوق المالية العالمية، وتقييم التجربة الماليزية في هذه الصناعة، ومحاولة إبراز التحديات التي تواجه سوق الصكوك الإسلامية خاصة المتعلقة بالنواحي القانونية والشرعية.

منهج الدراسة:

تماشياً مع متطلبات الدراسة اعتمدنا المنهج الوصفي التحليلي، من خلال تناول الجوانب النظرية من تعريف الصكوك الإسلامية وكذا خصائصها وأنواعها، ومن ثم استعراض مؤشرات إصدار الصكوك الإسلامية على الصعيد العالمي والماليزي وتحليلها.

الدراسات السابقة: من بين أهم الدراسات الحديثة التي تناولت موضوع الصكوك الإسلامية نجد:

❖ دراسة عبد الحميد فيجل بعنوان "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية نموذجاً- (2015)، حاول الباحث التعريف بسوق رأس المال الماليزي، وكذا التعريف بالتصكيك الإسلامي، وتأثير التعامل بالصكوك على سوق رأس المال الإسلامي وحدود التعامل به، وتوصل الباحث إلى أن هنالك دور مهم وعلاقة ايجابية للصكوك الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال الماليزي، وتعتبر وسيلة فعالة في مواجهة الأزمات المالية نظراً للمزايا والخصائص التي تتمتع بها الصكوك الإسلامية؛

❖ زاهرة بن عامر، التصكيك ودوره في تطوير الأسواق المالية الإسلامية (2008)، ركزت الدراسة على توضيح عملية التصكيك الإسلامي ومقارنتها بالتصكيك التقليدي مع بيان الأهمية الاقتصادية للتصكيك الإسلامي فقد أعطت صكوك مقترحة لتمويل مشاريع البنية التحتية مثل صكوك B.O.T؛

❖ سعود بن ملوح العنزي، الصكوك الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة (2010)، تطرقت الدراسة إلى مفهوم الصكوك الإسلامية وتكييفها الفقهي، أنواع الصكوك الإسلامية وضوابطها، والأحكام الشرعية المتعلقة بها، التطبيقات المعاصرة للصكوك الإسلامية وتقييمها، وخلصت الدراسة إلى جملة من النتائج قدم الباحث على ضوءها جملة من التوصيات تعلق بضرورة إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث حول الصكوك الإسلامية وضرورة تفعيل الجهات الرقابية الشرعية بالشكل الذي يضمن ميلاد سوق مالية إسلامية وتطور وتفعيل دور الصكوك الإسلامية على مستواها وتزيد من مستويات شفافيتها؛

ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة:

❖ استكمالاً لهذه الدراسات، وانطلاقاً من أهمية الصكوك الإسلامية والدور الذي تساهم به في تنشيط الأسواق المالية، فإننا سنقوم من خلال دراستنا بتقديم عدد من السياسات والآليات التي تساهم في تحقيق هذا الدور وتوسيعه، ولذلك فإن ما يميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات الأخرى:

❖ تقتصر دراستنا لهذا الموضوع على الجوانب الاقتصادية للصكوك الإسلامية، ولا تعنى بتفاصيل المسائل والخلافات الفقهية إلا بقدر ما يخدم الهدف الأساسي من البحث؛

❖ تسعى الدراسة لعرض أهم التحديات المعاصرة التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا وسبل تفعيل دورها في تنشيط الأسواق المالية؛

تعتبر هذه الدراسة خطوة للتعريف بصناعة الصكوك الإسلامية والتحسيس بأهميتها باعتبارها إحدى الأدوات المالية الإسلامية المهمة والضرورية لتنشيط الأسواق المالية بغرض تنمية هذه الصناعة ودعم توسيع استعمال سياساتها في العديد من لأسواق المالية حول العالم.

هيكل البحث:

سيتم الاجابة على الاشكالية العامة من خلال التعرض الى النقاط الأساسية التالية التي تمثل أقسام هذه الورقة:

يحتوي القسم الأول على الجانب النظري والدراسات السابقة، فيما يتضمن القسم الثاني تحليل وصفي يتضمن مراحل تطور الاصدار العالمي للصكوك الاسلامية، أما القسم الثالث فيتضمن اصدار الصكوك في ماليزيا وأهم التحديات التي تواجهها، وفي الأخير نقدم نتائج البحث وكذا اقتراح بعض التوصيات في الخلاصة.

I. ماهية الصكوك الإسلامية:

تعتبر الصكوك الإسلامية أحد أهم مصادر تمويل المشروعات، كونها توفر الاطار الشرعي لكثير من العملاء الذين يرغبون في الحصول على تمويل يجنبهم المعاملات الربوية.

1. التعريف اللغوي والاصطلاحي للصكوك الإسلامية:

تتعدد تعاريف لصكوك الإسلامية سواء من حيث التعاريف اللغوية والاصطلاحية.

1.1 مفهوم الصكوك لغة

الصكوك جمع صك، والصاد والكاف أصل يدل على تلاقي شيئين بقوة وشدة، حتى كأن أحدهما يضرب الآخر، ومن ثم قولهم: صككت الشيء صكا، وصك الباب أغلقه بعنف وشدة، ويقال بغير مصكك، اذا كان اللحم قد صك فيه صكا، ورجل مصك: شديد، ويقال ذلك في الخيل والحرر وغيرها. (عمارة، 2018، صفحة 109)

كما تعني وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه، أي وثيقة تمثل حقا في الملك، والصكاك إما أن يكون حافظ الصكوك أو كاتب الصكوك أو مسدد الصكوك. (الدماغ، 2012، الصفحات 67-68)

2.1 مفهوم الصكوك اصطلاحا:

عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك أنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان، أو منافع أو خدمات أو وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها في ما أصدرت من أجله. (بن عمارة، 2011، صفحة 254)

كما عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها " أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه". (السالوس، 2002، صفحة 594)

وعرفت وزارة الخزانة البريطانية وهيئة الخدمات المالية الصكوك على أنها: تعتبر مصطلحاً عاماً يستخدم ليشمل نطاقاً واسعاً من الأدوات المالية المصممة لتتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. (HM Treasury and FSA, 2009, p. 03)

من خلال التعاريف السابقة يمكن صياغة التعريف التالي للصكوك الإسلامية: هي وثائق استثمارية متساوية القيمة تصدر وفقاً للضوابط الشرعية، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات سواء كانت أعياناً أو منافع أو خدمات، وذلك بعد تحصيل قيمتها وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

2. خصائص الصكوك الإسلامية:

- ❖ للصكوك الإسلامية عدة خصائص نوجزها فيما يلي: (غزال، 2012-2013، الصفحات 82-83)
- ❖ صكوك الاستثمار لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون، أو نشرة الإصدار، أو مكتوبة في الصك عينه، مع تحديد العائد بنسبة شائعة من الربح يتم اتفاق الأطراف عليها؛
- ❖ تمثل وثائق متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة محددة ومسجلة عليها، لأنها تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتسيير شراء وتداول هذه الصكوك؛
- ❖ الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: إن الصكوك الاستثمارية تمثل ملكية لحصة شائعة في أصول الشركة تدرجها أو عائداً، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها كما هو الشأن بالنسبة للسندات، وهذه الأصول قد تكون أعياناً، أو منافع أعيان، أو خدمات، وتستثمر حصيلة الأموال في مشروع تجاري أو صناعي أو في شركة استثمار، وقد يكون مزيجاً من كل ذلك، كما لملك الصك الحق في الرقابة ورفع الدعوى على المسؤولين الإداريين والحق في الأرباح والاحتياطات والتنازل عن الصكوك والتصرف فيها واقتسام أصول المشروع عند التصفية إلا بما جاء بخلاف ذلك حسب نشرة الإصدار؛
- ❖ الصكوك تقوم على المشاركة في الغنم (الربح) والغرم (الخسارة): يتحصل حامل الصك الاستثماري على حصة من الربح حسب ملكيته أو حسبما نصت عليه نشرة الإصدار، وليس على قيمة محددة معلومة مسبقاً وإلا كانت شبيهة بالسندات التقليدية، وفي نفس الوقت حسب مبدأ المشاركات لقواعد المالية الإسلامية، حيث يلتزم صاحب الصك بتحمل أخطار الاستثمار كاملة في حال تعرض المشروع للخسارة، فحملة الصكوك كل حسب حصته يشارك في هلاك أو تلف المال؛
- ❖ الصكوك تصدر وفق عقد شرعي: تصدر الصكوك الإسلامية وفق عقد شرعي حسب صيغ التمويل الإسلامي، فكل صيغة يقابلها نوع من الصكوك، وتختلف أنواع الصكوك باختلاف العقد أو الصيغة التمويلية، وتحكمها أحكام وضوابط متعلقة بتلك الصيغة أو العقد كالمضاربة والمشاركة والسلم والاستصناع، ويقاس على ذلك ما سواهم من العقود؛

❖ اتفاق الصكوك الاستثمارية مع أحكام الشريعة الإسلامية: ونعني بذلك خلوتعاملاتها من الربا، أي نشاطها خلال من الناحية الشرعية، أي لا تتعامل وفق عوائد مبنية على معدل الفائدة، والإزامية استثمار رؤوس الأموال المجمعة من حصيلة الاكتتاب في هذه الصكوك في إنشاء مشاريع استثمارية متوافقة مع مبادئ الشريعة السمحاء، وإن لم يتحقق ذلك فلا يجوز إصدارها ولا تداولها ولا الأرباح المحققة منها؛

❖ تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الأصول الممثلة في الصك: ويقصد بذلك مجموع التكاليف والمصاريف المترتبة على ملكية الأصول المصكّكة، من أعيان ومنافع والتبعات المترتبة عنها، فهي تقع على حامل الصك وليس على المستفيد.

3. أنواع الصكوك الإسلامية:

تعتمد التصنيفات الأكثر شيوعاً للصكوك على العقود الشرعية، وتشتمل هذه العقود على: البيع بضمن أجل، والمرابحة والسلم، الاستصناع، الإجارة، المضاربة والوكالة، مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذه العقود ليست خاصة بسوق الصكوك، بل يمكن استخدامها في مجالات الصيرفة الإسلامية، وإدارة الأصول والسوق النقدي.

ومن وجهة نظر الشريعة فلا يوجد ما يمنع من استخدام العقود الشرعية في هيكلية الصكوك دون تفضيل عقد على آخر، لذلك فإن اختيار نوع العقد الشرعي من قبل المصدر في هيكلية صفقة الصكوك يعتمد على عوامل أخرى إلى جانب متطلبات الشريعة، ومن بين هذه العوامل: الأهداف الاقتصادية للمصدر، وتوافر الأصول، والتصنيف الائتماني للمصدر، والإطار القانوني للسلطة القضائية والآثار الضريبية للهيكل. (بازينة و الشيباني، 2017، صفحة 25)

الشكل رقم (1): أنواع الصكوك المبنية على العقود الشرعية



المصدر: (بازينة و الشيباني، 2017، صفحة 25)

من خلال الشكل السابق يتضح لنا أن للصكوك الإسلامية أنواع متعددة فمنها الصكوك المبنية على الوكالة، ومنها المبنية على الشراكة التي تتفرع بدورها الى صكوك مضاربة استثمارية وصكوك مشاركة في مشروع معين وكلاهما قابلتين للتداول، صكوك مبنية على التأجير وتنقسم الى صكوك اجارة منتهية بالتمليك تعود ملكيتها عند نهاية المشروع للمصدر الأصلي ، وصكوك الاجارة الموصوفة بالذمة وتعني تمليك المنفعة بعوض معلوم.

الصكوك المبنية على البيع تنقسم الى صكوك مرابحة ويكون الربح لحامل الصك بشراء الأصل وبيعها بالمربحة، صكوك السلم وهي صكوك غير قابلة للتداول تصدر لتحصيل رأس مال السلم، صكوك الاستصناع تصدرها الحكومة لتمويل المشاريع الضخمة.

4. الفرق بين الصكوك، الأسهم والسندات:

هناك بعض الفروقات التي من تميّز بها الصكوك عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى كالأسهم والسندات، نوجزها في ما يلي: (الغزالي، 2015، الصفحات 31-32)

1.4 التمييز بين الصكوك والسندات: تتفق الصكوك الإسلامية مع الأسهم في بعض الجوانب وتختلف عنها في جوانب أخرى كما يتضح فيما يلي:

❖ أوجه الاتفاق بين الصكوك الإسلامية والسندات:

- كلاهما أوراق مالية متداولة، غرضهما الأساس هو التمويل؛
- من خلال الصكوك أو السندات يمكن أداء وتنفيذ كثير من الوظائف المهمة، كالتحكم في حجم السيولة النقدية، وتمويل الأغراض المختلفة؛
- تصنف الصكوك والسندات بشكل عام بأنها أوراق مالية ذات استقرار كبير، ومخاطر متدنية.

❖ أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات:

- السندات ورقة مالية محرّمة، والصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلّة على عقود شرعية؛
- الصك يمثل حصة شائعة في العين أو الأعيان المصكّكة، أو في العقود والأعيان المدرة للربح والممثلة في صيغة صكوك متداولة، في حين أن السند التقليدي يمثل قرضاً في ذمة مصدره؛
- عوائد الصكوك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما عوائد الصكوك ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بنيت هيكلّة الصكوك عليها، فلو كان الصك صك أعيان مؤجرة فعائد الصك متحقق من الأجرة التي يدفعها مستأجر الأعيان المصكّكة، وإن كان صك مضاربة فعائد الصك يتحقق من ربح المضاربة والمتاجرة في المجال الذي أنشئت الصكوك لأجله، بينما عوائد السندات هي التزام من المقترض (مصدر السند) وهي ثابتة في ذمته يلزمه الوفاء بها في مواعيد استحقاقها، وعليه فيكون عائد السند التقليدي زيادة في القرض، ويكون بذلك من الربا المحرم.

2.4 التمييز بين الصكوك والأسهم: للمقارنة بين الصكوك الإسلامية يجب ذكر أوجه التشابه والاختلاف، ونوضحه فيما يلي: (الصوفي ، 2015 ، صفحة 11)

❖ يمثل كل من الصك والسهم أداة ملكية، ولكن الصك يتميز بكونه يمثل ملكية لأصل من الأصول التي تستفيد بها الجهة المصدرة أما السهم فهو يمثل ملكية لصافي كل أصول الشركة بعد استبعاد الخصوم؛

❖ يستحق ملاك الأسهم الأرباح الناتجة عن نشاط الشركة، وذلك بعد استبعاد التكاليف من إيرادات الشركة ككل، بينما مالك الصك يحصل على عائد نتيجة لتملكه الأصل الذي تستغله الشركة المصدرة، وقد يكون هذا العائد ثابتا كما هو الحال في صكوك الإجارة مثلا، كما أنه قد يكون متغيرا كما هو الحال في صكوك المشاركة؛

❖ حامل السهم شريك في الشركة بشكل دائم ما لم يقرر الانسحاب منها، وبالتالي فهو يشارك في إدارتها عن طريق التصويت في الجمعية العامة، أما مالك الصك فلا يشارك في الإدارة، والصك الذي يملكه له أجل استحقاق محدد؛

❖ الصكوك بشكل عام هي أوراق قليلة المخاطر، بينما الأسهم أوراق مالية ذات مخاطر عالية؛

❖ الفروق من جهة الشركة المصدرة أن الصكوك في أغلب هياكلها 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.

II. دراسة حالة الصكوك المصدرة عالميا

ل للوصول الى أهداف البحث سوف نقوم بعرض احصائيات تطور الصكوك الإسلامية، بالاعتماد على التقارير السنوية المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية في العالم، ومحاولة التطرق الى تقييم دول الاصدار العالمي من خلال هذه المؤشرات.

1. حجم الإصدارات الإجمالي في سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2019:

سنستعرض بعض الإحصائيات الأساسية حول تطورات سوق الصكوك الإسلامية منذ انطلاق سوق الصكوك في عام 2001، ويشير تقرير الصكوك السنوي الأخير للسوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM)، أن إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية خلال عام 2019 قد بلغت 145.702 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل زيادة قدرها 18.31 بالمئة عن إصدارات سوق الصكوك الأولية لعام 2018 البالغة قيمتها 123.150 مليار دولار أمريكي، كما يشير التقرير البحثي أيضا إلى أن 90.44 بالمئة من الصكوك القائمة والبالغة قيمتها 443.78 مليار دولار أمريكي تصدر حاليا من عدد قليل من الأسواق الرئيسية في إصدار الصكوك وهي ماليزيا، المملكة العربية السعودية، الإمارات المتحدة، إندونيسيا والبحرين، (international islamic financial market 9th edition, 2020, p. 28)

والجدول التالي يبين حجم إصدار الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2001-2019

الجدول رقم (1): حجم إصدار الصكوك في العالم خلال الفترة 2001-2019

السنوات	قيمة الإصدار (مليون دولار أمريكي)	النسبة %
2006 - 2001	66.830	-
2007	50.184	-24.90

2008	24.337	-51.504
2009	37.927	55.84
2010	53.125	40.071
2011	93.173	75.384
2012	137.599	47.681
2013	135.557	-14.84
2014	107.3	-20.845
2015	67.818	-36.795
2016	87.784	29.44
2017	116.717	32.959
2018	123.150	5.511
2019	145.702	18.312

المصدر: (international islamic financial market 9th edition, 2020, p. 28)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك نمواً سريعاً في الحجم الإجمالي للصكوك المصدرة، فبعد أن كان الحجم الإجمالي للصكوك المصدرة عام 2000 يقدر بـ 336 مليون دولار بمعدل ثلاثة إصدارات فقط، فقد وصلت قبل الأزمة المالية العالمية إلى حوالي 50 مليون دولار أمريكي، ويرجع السبب في ذلك إلى ارتفاع أسعار النفط والنمو الاقتصادي السريع للدول العربية النفطية بشكل عام ومجلس التعاون الخليجي بشكل خاص.

ولكن في عام 2008 تسبب النقص العالمي للسيولة نتيجة أزمة الرهن العقاري في العالم الغربي، نتيجة الخلاف بين الفقهاء حول الأساليب التي كانت تستخدم في تقديم ضمانات لحملة الأسهم، في انحسار النمو في إصدارها بدرجة كبيرة، حيث لم يتجاوز ما أصدر منها ذلك العام حوالي 24.337 مليار دولار مسجلة بذلك تراجعاً كبيراً مقارنة بعام 2007 والتي بلغ فيها حجم الإصدار العالمي للصكوك قيمة 50.184 مليار دولار.

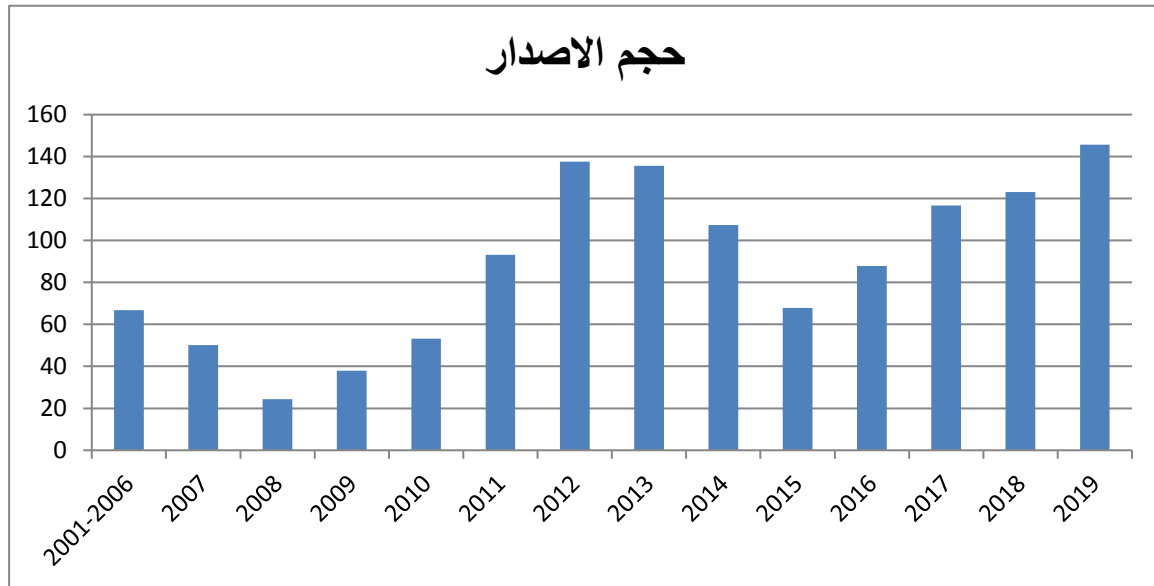
ولقد بلغ حجم الإصدار العالمي للصكوك أعلى مستوياته عام 2012 بقيمة 137.599 مليار دولار بعدما كانت 93.173 مليار دولار عام 2011، لكن حجم الإصدارات العالمية سجل تراجعاً خلال سنة 2013، ويرجع المحللون الاقتصاديون سبب هذا التراجع إلى تباطؤ النمو العالمي سنة 2013 خاصة في دول الشرق الأوسط جراء الأحداث السياسية التي تشهدها مناطق كثيرة، ولكن رغم هذا التراجع في إصدارات سوق الصكوك الإسلامية، إلا أن هذه السوق شهدت دخول مصدريين جدد من جزر المالديف، نيجيريا وسلطنة عمان.

في حين سجل عام 2015 تراجعاً كبيراً في الحجم الإجمالي للصكوك العالمية مقارنة بـ 2014 و2013، وهذا راجع إلى تراجع أسعار النفط من 115 دولار أمريكي للبرميل في جوان 2015، إلى حوالي 80 دولار أمريكي للبرميل في الربع الأخير من 2014، و58 دولار أمريكي للبرميل في الربع الأول من 2015، بالإضافة إلى تقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة.

أما في سنة 2016، فقد حقق سوق الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية أداء جيد، حيث بلغ حجم الإصدارات العالمية للصكوك في هذه السنة 87.784 مليار دولار أمريكي، ويرجع الجزء الأكبر في زيادة حجم الإصدارات العالمية للصكوك خلال هذه السنة إلى دول آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وبدرجة أقل اندونيسيا وتركيا التي تعرف هي الأخرى اتساعا في حصتها السوقية، في حين تواصل هيمنتها على سوق الصكوك.

أما الاستقرار الذي حققه سوق الإصدارات العالمية خلال السنوات الأخيرة، أين سجل زيادة طفيفة بـ 5% عام 2018 مقارنة بـ 2017، فمرده بشكل أساسي إلى إصدارات الصكوك السيادية في آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وإفريقيا ومناطق أخرى، بينما استمرت ماليزيا في هيمنتها على سوق الصكوك العالمي، إلى جانب زيادة الحصة السوقية لبعض الدول كإندونيسيا، الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية، والشكل التالي يبين حجم إصدارات الصكوك في العالم خلال الفترة 2001-2019:

شكل رقم (2): حجم إصدار الصكوك في العالم خلال الفترة 2001-2019



المصدر: (international islamic financial market 9th edition, 2020, p. 28)

2. إصدارات الصكوك الدولية خلال الفترة 2001-2019: سنستعرض من خلال الجدول الموالي أهم إصدارات الصكوك الدولية خلال الفترة 2001-2019.

الجدول رقم (2): حجم إصدارات الصكوك الدولية خلال الفترة 2001-2019

السنوات	قيمة الإصدار (مليون دولار أمريكي)	النسبة %
2006-2001	45.275	-
2007	36.182	-20.083
2008	22.127	-38.839
2009	30.904	39.666
2010	48.877	58.15
2011	84.490	72.862

2012	117.331	38.869
2013	112.565	-4.062
2014	80.570	-28.423
2015	45.938	422.983
2016	56.574	23.152
2017	79.069	39.762
2018	90.162	14.029
2019	107.226	18.925

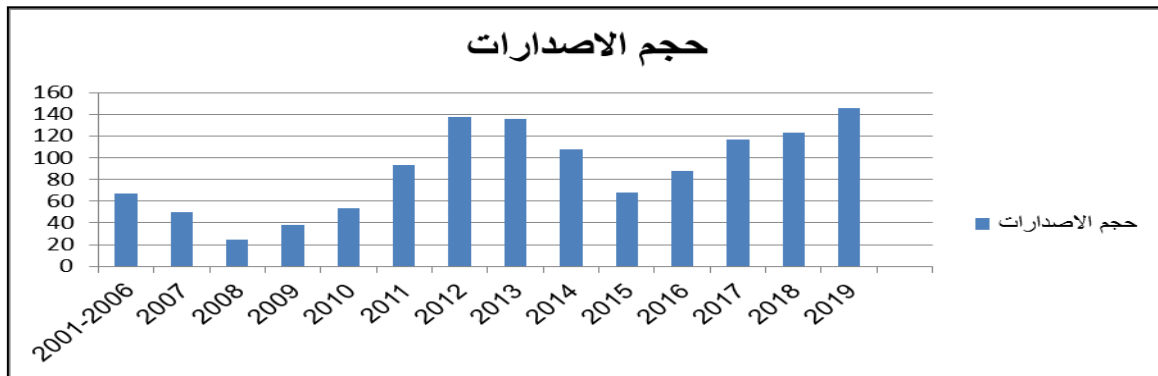
المصدر: (من اعداد الباحثين، 2019، صفحة 32)

بلغت القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك الدولية عام 2019 ما قيمته 38.476 مليار دولار مقارنة بـ 32.988 مليار دولار عام 2018، مسجلة بذلك ارتفاعاً طفيفاً قدره 5.488 مليار دولار أي بنسبة 16.636%، في حين بلغت القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك الدولية عام 2018 بـ 32.98 مليار دولار مقارنة بـ 37.64 مليار دولار عام 2017، مسجلة بذلك انخفاضاً قدره 4.66 مليار دولار أي بنسبة 14%، وبهذا تكون سنة 2017 قد سجلت أعلى قيمة في حجم الإصدارات الدولية للصكوك منذ بداية سوق الصكوك منذ بداية سوق الصكوك عام 2001.

والجدير بالذكر أن إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً خلال الستة أشهر الأولى من عام 2020 قد انخفض بفعل أزمة تفشي فيروس كورونا إلى 77 مليار دولار، بما نسبته 12% مقارنة بنفس الفترة العام الماضي بسبب ضعف النشاط في ماليزيا واندونيسيا كما تراجعت في جنوب شرق آسيا بنسبة 25%، بينما ارتفع حجم الإصدارات في الشرق الأوسط بنسبة 7%.

الموالي يوضح حجم إصدارات الصكوك الدولية:

الشكل رقم (3): تطور حجم إصدارات الصكوك الدولية خلال الفترة (2019-2001)



source: (international islamic financial market 9th edition, 2020, p. 33)

3. تأثير جائحة كورونا المستجد على واقع الصكوك الاسلامية:

على الرغم من تأثير الوباء على الاقتصاد العالمي والحياة الاقتصادية، وفي ظل سعي الحكومات إلى جمع الأموال لتمويل تدابيرها لمواجهة أزمة كورونا، وتراجع أسعار النفط وتوسع نطاق العجز وزيادة الاحتياجات التمويلية لدى المصدرين من الشركات المصدرة للنفط في دول الخليج بشكل أساسي، ودخول بعض المصدرين السياديين والشركات من إفريقيا إلى السوق اقتداء بما فعلته مصر ونيجيريا سابقاً، فقد ارتفع إصدار الصكوك العالمية إلى 152.6 مليار دولار خلال سنة 2020 بعدما كان 130.6 مليار دولار سنة 2019 محققاً ارتفاعاً بنسبة 16.8٪، واحتلت ماليزيا الهيمنة العالمية على أسواق الصكوك بحصة سوقية تبلغ 39.2٪، تليها المملكة العربية السعودية 20.4٪ واندونيسيا 17.5٪ وساهمت هذه الأسواق بنسبة 77.1٪ من إجمالي إصدارات الصكوك العالمية.

شهد تأثير عدوى COVID-19 إصدارات مطردة من الدول في عام 2020 لتمويل لدعم وتحفيز الاقتصاديات التي دمرها هذا الوباء، فكانت السياسة النقدية الداعمة والانفاق الحكومي القوي عاملين أساسيين في تعزيز الاقتصادات المحلية، ونتيجة لذلك ارتفعت الإصدارات السيادية بنسبة 9.2٪ على أساس سنوي 87.5 مليار دولار أمريكي في عام 2020 مقارنة بـ 80.1 مليار دولار سنة 2019، ومن أبرز الدول المصدرة للصكوك السيادية نجد اندونيسيا بحصة سوقية تبلغ 29.9٪ (26.2 مليار دولار)، ماليزيا بحصة 28.2٪ (24.6 مليار دولار)، والمملكة العربية السعودية بنسبة 20.7٪ (18.1 مليار دولار). (Global sukuk issuance in 2020 fueled by sovereign stimulus packages، 2021)

4. واقع صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة 2014-2020:

يرجع أول ظهور للصكوك الإسلامية في السوق الماليزية إلى عام 1990، عندما قامت شركة Shell MDS SdnBhd بإصدار صكوك مبنية على البيع الآجل، بقيمة 50 مليون دولار أمريكي، وفي عام 1997 قامت شركة khazanah، جهاز الاستثمار التابع لحكومة ماليزيا بإصدار صكوك مبنية على بيع الدين والمربحة بقيمة 750 مليون دولار أمريكي ولمدة 5 سنوات، وتعد هذه الصكوك أول صكوك قابلة للتداول تم إصدارها في سوق ماليزيا، والجدول التالي يوضح تطور إصدار الصكوك في ماليزيا:

الجدول رقم (3): "تطور إصدار الصكوك في ماليزيا للفترة (2014-2020)" (الوحدة مليار رينجيت ماليزي)

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
حجم الإصدار	262.76	117.70	129.40	168.70	199.90	235.20	223.94

المصدر: (securities commission malaysia annual report، 2015-2016-2017-2018-2019-2020)

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن سوق الصكوك الماليزي سجلت سنة 2015 تراجعاً كبيراً مقارنة بسنة 2014، وذلك بقرار من البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا"، وذلك من أجل توفير أدوات أخرى لإدارة السيولة، لأن الصكوك المصدرة لم تصل إلى المستثمرين المقصودين، فقد توجه عدد كبير من

المستثمرين إلى الاكتتاب في هذه الصكوك بدلا من البنوك الإسلامية الماليزية التي يستهدفها البنك بشكل خاص لغرض إدارة السيولة.

بعدها عرف انتعاشا بداية من سنة 2016 (129.40 رينجيت ماليزي) محققا نموا قدره 9.94%، وتزايد الإقبال على إصدار صكوك شركات (sukuk Corporate) التي قدرت بـ 87.65 مليار رينجيت ماليزي في سنة 2017 نتيجة لتزايد الطلب على الصكوك من طرف المتعاملين والشركات، واصلت ماليزيا هيمنتها في إصدار الصكوك على المستوى العالمي سنة 2018 بإصدار قدره 199.90 مليار رينجيت ماليزي بنسبة 18.49% مقارنة بسنة 2017، نظرا لتوجه الدولة لتمويل مشاريع البنى التحتية بالاعتماد على مختلف الصيغ الإسلامية، وفي سنة 2019 ارتفع إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا عن السنة السابقة بمقدار 17.65% ، بينما في سنة 2020 عرف إصدار الصكوك انخفاضا بمقدار 11.26% مليار رينجيت ماليزي نتيجة لتداعيات فيروس كورونا وتأثيرها على اقتصاد البلد.

1.4. التحديات التي تواجه إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

رغم كل التطورات التي حققتها الصكوك الإسلامية في ماليزيا إلا أن هناك تحديات عديدة تعيق تطور الصكوك الإسلامية في المستقبل، من أجل أن تكون الرائد الوحيد للأوراق المالية في سوق رأس المال الماليزي، ومن أهم التحديات نذكر: (نزار، 2015-2016، الصفحات 219-220)

- المتطلبات الشرعية: لعل من بين أهم التحديات التي تواجهها الصكوك في ماليزيا، تلك المتعلقة بعدم توفر هيئات شرعية ذات مستوى عال في إصدار الأحكام الشرعية، مما يثير جدلا لدى المتعاملين بهذه الصكوك حول مشروعيتها والتخوف من عدم توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا يؤدي إلى نقص الثقة بها وبالتالي عدم الإقبال عليها.
- تتميز الصكوك الإسلامية في ماليزيا بزيادة حجم إصداراتها مع قلة التداول في سوق رأس المال الماليزي، ويرجع ذلك إلى أمرين أساسيين هما:
- هناك أنواع من الصكوك كالصكوك القائمة على المدائينات مثل صكوك الاستصناع، السلم وغيرهما، والتي تكون غير قابلة للتداول، وبالتالي تؤثر على نشاط السوق الثانوي في ماليزيا؛
- رغبة حائزي الصكوك الإسلامية بالاحتفاظ بها باعتبارها تدر عائدا مضمونا؛
- إن سوق رأس المال الماليزي سوق مزدوج، أي يحتوي على قسمين قسم يتعامل بالنظام الإسلامي وقسم يتعامل وفق النظام التقليدي، هذا ما يزيد حجم المنافسة على الصكوك الإسلامية، وبالتالي قد يؤثر على حجم تداول الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا؛
- محدودية عدد أنواع الصكوك الإسلامية المعروضة في ماليزيا مقارنة بالأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي؛

- يتأثر حجم الصكوك الإسلامية بالأزمات المالية مثل أزمة 2008، وبالتالي يرى البعض أنها مثلها مثل الأدوات المالية التقليدية التي تتأثر بالأزمات المالية؛

- ارتفاع تكاليف إصدار الصكوك الإسلامية.

2.4. بعض الحلول المقترحة من أجل مواجهة تحديات الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

انطلاقاً من استعراض أهم التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية تم اقتراح بعض الحلول لمواجهة هذه التحديات: (نزار، 2015-2016، الصفحات 220-221)

- بالنسبة للمتطلبات الشرعية لا بد من توفير هيئات شرعية ذات مستوى عال في إصدار الأحكام الشرعية، وذلك لتوفير الإطار الشرعي الصلب الذي يشجع الاجتهاد والتنوع في الصكوك الإسلامية دون المساس بالجانب الشرعي، وبالتالي اكتساب ثقة جمهور المستثمرين في سوق رأس المال الماليزي؛

- لا بد من زيادة إصدار الصكوك الإسلامية القابلة للتداول مثل صكوك المشاركة والمضاربة، وبالتالي تساهم في تنشيط السوق الثانوي في ماليزيا، مع فتح المجال من أجل تطوير أنواع جديدة للصكوك، حيث تكون قابلة للتداول ومقبولة شرعاً؛

- السماح بتداول الأدوات المالية الإسلامية من أجل أن تصبح ماليزيا مركزاً عالمياً لإصدار وتداول الأدوات المالية الإسلامية المحلية والأجنبية؛

- تشجيع الحكومة الماليزية للشركات المصدرة للصكوك الإسلامية من خلال زيادة الإعفاءات الضريبية وبالتالي التقليل من تكاليف الإصدار؛

- تشجيع مراكز البحث العلمي على البحث والتطوير في مجال المالية الإسلامية.

III. الخاتمة

من خلال ما تم عرضه في الدراسة يمكن استخلاص النتائج التالية:

- واصلت الصكوك الإسلامية استقطاب عدد متزايد من المصدرين الجدد وإثارة انتباههم بالإضافة إلى اتساع قاعدة المستثمرين، وهذا ما يعد اتجاهاً إيجابياً في صناعة الصكوك الإسلامية العالمية؛

- نجاح دولة ماليزيا في مجال التمويل الإسلامي، جعلها تصدر قائمة الدول في إصدار الصكوك الإسلامية؛

- يعزى نجاح تجربة الصكوك الإسلامية في ماليزيا إلى مجموعة من العوامل أبرزها الأطر القانونية والبيئة التنظيمية والرقابية؛

- رغم كل التطورات التي حققتها الصكوك الإسلامية في ماليزيا إلا أن هناك تحديات عديدة تعيق تطور الصكوك الإسلامية ومن أهمها المتطلبات الشرعية؛

- تعتبر الصكوك الإسلامية من الملاذات الآمنة لتمويل ودعم وتحفيز الاقتصاديات في فترات الأزمات وهذا مايفسر ارتفاع اصدارها عالميا في فترة فيروس كورونا المستجد .
التوصيات:

- زيادة الوعي بالأدوات الاستثمارية الإسلامية مثل الصكوك وغيرها لدى العملاء من خلال التثقيف والندوات العلمية؛

- ضرورة تنوع الصكوك الإسلامية وفقا للصيغ الإسلامية المتعددة، وعدم الاقتصار على صيغ معينة، وهو ما أضعف الدور التنموي للصكوك؛

- على الحكومة الماليزية توفير هيئات شرعية ذات مستوى عال في إصدار الأحكام الشرعية، لتوفير الإطار الشرعي الصلب الذي يشجع الاجتهاد والتنوع في الصكوك الإسلامية دون المساس بالجانب الشرعي؛

- السعي إلى توحيد المعايير الشرعية الخاصة بإصدار الصكوك بين هيئة المحاسبة والمراجعة والمؤسسات المالية الإسلامية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية تحت رعاية مجمع الفقه الإسلامي العالمي حتى تتمكن البنوك من تبنيها.

- نشر الثقافة الدينية في مجال البيوع والاستثمار ومعرفة مختلف الأحكام، وذلك لتصحيح الأفكار التي تنتقد وتخالف الاستثمار الإسلامي دون اطلاق مسبق أو تحليل للمعلومات.

IV. المراجع

❖ العرابي، م، &، حمو، س. (2017). دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد -ماليزيا نموذجاً -. البشائر الاقتصادية. 74،

❖ الغزالي، س. ك. (2015). معوقات اصدار الصكوك الاسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية -دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في -فلسطين-، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل. غزة، كلية العلوم الاقتصادية فلسطين.

❖ بختي عمارة. (2018). مساهمة الصكوك الإسلامية في تنمية الصكوك الإسلامية في سوق الإمارات. الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 4 (العدد 1)، 109.

❖ زياد جمال الدماغ. (2012). الصكوك الاسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية. عمان -الأردن:- دار الثقافة للنشر والتوزيع ط1.

❖ سناء نزار. (2015-2016). دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الاسلامي في سوق رأس المال - دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي- خلال الفترة (2001-2015)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية. بسكرة، جامعة محمد خيضر.

❖ شكري رجب العشماوي. (2020). الأهمية الاقتصادية للصكوك الاسلامية. دائرة المالية: حكومة دبي.

- ❖ علي أحمد السالوس. (2002). *القضايا الفقهية المعاصرة والاقتصاد الإسلامي*. قطر، دار الثقافة، مكتبة دار القرآن مصر، سلسلة إصدارات المجمع 19: دار الثقافة.
- ❖ عيسى يوسف بازينة، و منى محمد الشيباني. (2017). *امكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات التنمية في ليبيا*. مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 6، العدد 01، 25.
- ❖ محمد غزال. (2013-2012). *دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية*. مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. 82-83. سطيف، كلية العلوم الاقتصادية فرحات عباس.
- ❖ من اعداد الباحثين. (2019). *بالاعتماد على التقرير السنوي لسوق الصكوك المالية الإسلامي*.
- ❖ نوال بن عمارة. (2011). *الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الدولية – البحرين*. الباحث، العدد 09، جامعة ورقلة، 254.
- ❖ ولد الشيباني الصوفي . (2015). *التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية*. مجلة الفقه والقانون، العدد 34، 11.

References in English:

- ❖ HM Treasury and FSA. (2009, october). *Legislative Framework for the regulation of alternative finance investment bonds (sukuk): summary of responses*. 03.
- ❖ international islamic financial market 9th edition. (2020). *SUKUK Report*
- ❖ *Global sukuk issuance in 2020 fueled by sovereign stimulus packages*. (2021). Retrieved from <https://www.ram.com.my/pressrelease/?prviewid=5636>
- ❖ *Global sukuk issuance in 2020 fueled by sovereign stimulus packages*. (2021). Récupéré sur <https://www.ram.com.my/pressrelease/?prviewid=5636>
- ❖ (2015-2016-2017-2018-2019-2020). *securities commission malaysia annual report*.