

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

المدرسة العليا للتجارة-الجزائر

الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول:

" **اشكالية ادماج المنتجات المالية الإسلامية**

في السوق المالي الجزائري "

يومي: 09-10 نوفمبر 2015م الموافق ل: 26-27 محرم 1437 هـ

عنوان المداخلة:

"فعالية إدماج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الناشئة

—حالة سوق رأس المال الماليزي—"

محور المداخلة:

عرض تجارب رائدة في إدماج المنتجات المالية الإسلامية

من إعداد:

أ.شعيب يونس: أستاذ بكلية الشريعة و الاقتصاد

جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة

Email:y.chouaib@hotmail.com

المخلص:

تشكل الأسواق المالية جزء من منظومة المؤسسات المالية في أي دولة ويعكس تطور هذه الأسواق مدى تطور اقتصاديات تلك الدولة، لذا فقد اهتمت بها العديد من الدول الناشئة الباحثة عن رؤوس الأموال لتحقيق ترميتها الاقتصادية والرفع من المستوى المعيشي للأفراد وتحقيق الرفاهية للمجتمع، وتعتبر الصكوك الإسلامية أداة مثلى لتفعيل وتنشيط الأسواق المالية الناشئة، لقدرتها على تقديم حلول خلاقة ومبدعة لمشكلة التمويل، وذلك من خلال توفير السيولة النقدية اللازمة للاستثمار والتنمية، بالشكل الذي يجعل هذه الأسواق أكثر جاذبية للمستثمرين، من خلال الاقبال على اقتناء الصكوك، مع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة بسهولة وسرعة، أو إعادة تشكيل المحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد عنها، الأمر الذي يعزز أفاق النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

من هنا تبرز أهمية هذه الصكوك في سوق رأس المال، وبالتالي سوف تناقش هذه الورقة بصورة رئيسية موضوع الصكوك الإسلامية وإمكانية استخدامها كأداة لتفعيل الأسواق المالية وخصوصا الناشئة منها، مع الإشارة إلى حالة سوق الأوراق المالية الماليزي.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، الأسواق المالية الناشئة، سوق الأوراق المالية الماليزي.

Abstract:

Financial markets are part of the system of financial institutions in any country and reflects the evolution of these markets over the development of the economies of the State, so he focused on the many emerging countries searching for capital to achieve its economic development and increase the standard living of individuals and the welfare of the community, so the Islamic sukuk is considered like optimal tool to activate and energize the emerging financial markets, the ability to provide creative and innovative solutions to the problem of funding, through the provision of cash for investment and development, a way that makes these markets more attractive to investors, through the popularity of the acquisition of instruments, with a possibility converted into cash easily and quickly, or restructuring of the portfolio in order to achieve the greatest return them, which enhances the prospects for economic growth over the long term.

From here highlight the importance of these instruments in the capital market, and therefore this paper will discuss mainly the subject of Islamic instruments and can be used as a tool to activate the financial markets, especially emerging ones, with reference to the case of the Malaysian stock market.

Keywords: Islamic Sukuk, Finance Emerging Markets, Malaysian stock market.

تمثل الأسواق المالية بالدول الناشئة عموماً أداة أساسية من أدوات النمو، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال توفير السيولة النقدية اللازمة للاستثمار والتنمية، بالشكل الذي يجعل هذه الأسواق أكثر جاذبية للمستثمرين في الحصول على التمويل اللازم، من خلال الإقبال على اقتناء الأصول المالية، مع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة بسهولة وسرعة، أو إعادة تشكيل المحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد عنها، الأمر الذي يعزز آفاق النمو الاقتصادي على المدى الطويل.

غير أنه وبعد الأزمة العالمية الأخيرة ظهرت العديد من الصعوبات والعراقيل التي قللت من قدرة وفعالية هذه الأسواق على القيام بدورها الرئيسي، المتمثل في تجميع المدخرات وتحويلها إلى تمويل الاستثمارات الجديدة، مما ينعكس على التنمية الاقتصادية فيها، ويؤدي إلى الرفع من المستوى المعيشي للأفراد ويحقق الرفاهية للمجتمع.

فأصبحت أغلب الأسواق المالية الناشئة تشهد تسابقاً محموماً نحو ابتكار منتجات مالية تلبي واقع وتفي بالاحتياجات التمويلية المتزايدة، وقد كان للهندسة المالية الإسلامية الفضل في ابتكار وتصميم وتطوير أداة مالية مستحدثة، تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية، وقادرة على تقديم حلول خلاقة ومبدعة لمشكلة التمويل، وتتمثل هذه الأداة في الصكوك الإسلامية، فهذه الأخيرة ظهر الاهتمام بها جلياً من خلال إطلاق مؤشرات للصكوك الإسلامية، وإصدار جملة من الأنظمة والتشريعات المنظمة للتصكيك وما يتعلق به في العديد من الأسواق المالية للدول الناشئة.

و بناء على المعطيات السابقة يمكن صياغة إشكالية المداخلة على النحو التالي:

ما هو دور الصكوك الإسلامية الحكومية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية الناشئة؟

و من أجل الإجابة على هذه إشكالية، حاولت الدراسة الوقوف على المحاور التالية:

1. الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية.
 2. مكانة الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية العالمية.
 3. أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الماليزي.
- و ستختتم الدراسة بمجموعة من النتائج و الاقتراحات التي توصل إليها البحث.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

1. مفهوم الصكوك الإسلامية:

عرفت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها عبارة عن "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"¹.

و يمكن القول بأن الصك الإسلامي عبارة عن: وثيقة مالية متساوية القيمة، تصدر وفق عقد شرعي، تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب.

و تتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة و تحويل ملكيتها إلى جهة أخرى (صندوق أو مؤسسة)، تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول و بذلك تتيحها للتداول في أسواق الأوراق المالية، بعد أن يتم تصنيفها ائتمانياً، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية².

2. أنواع الصكوك الإسلامية:

بالرغم من تنوع و تعدد الصكوك الإسلامية إلا أننا سنهتم بالصكوك الأكثر انتشاراً، والتي يمكن إصدارها من قبل الحكومة، وهي كما يلي:

أولاً: صكوك الإجارة

تمثل صكوك الإجارة حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، سواء كانت أصول حقيقية، أو منافع، أو خدمات أو مزيج من ذلك كله. وهي أشهر أنواع الصكوك على الإطلاق، وهي كما يلي³:

1. صكوك ملكية الأصول: و هي أكثر أنواع الصكوك الإسلامية انتشاراً، و هي مالك موعود باستئجار

أصول ما، يعرض بيعها و استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، و تصبح مملوكة لحملة الصكوك.

2. صكوك ملكية المنافع: و هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها،

و استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب و تصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

3. صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو (الموصوفة في الذمة): هي وثائق متساوية القيمة يصدرها

مالك منفعة موجودة (مستأجرة) يعرض إعادة إيجارتها و استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها،

وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

¹ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2010، ص 238.

² كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 03 جوان 2009، ص 08.

³ صفية أحمد بوبكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 03 جوان 2009، ص 08.

4. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف في الذمة): هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين و استيفاء الأجرة من حصيللة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدة مملوكة لحملة الصكوك.

ثانيا: صكوك المشاركة

و تعرف بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، و يصبح المشروع ملكا لحاملي الصكوك، و تدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة¹، و يتم احتساب أرباح كل شركة من المكون وفق نسبة صافي ملكية الحكومة المخصصة لهذا الغرض و توزع الأرباح على مالكي الصكوك و الشهادات بنسبة حصتهم في متوسط صافي حقوق الملكية للمكون، و ذلك على مدى فترة الشراكة.

ثالثا: صكوك المضاربة

هي أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فتتمثل عامل المضاربة (المستثمر)، و يتمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال. و لها عدة أنواع²:

1. صكوك المضاربة التجارية.

2. صكوك المضاربة الصناعية.

3. صكوك المضاربة الزراعية.

رابعا: صكوك السلم

تسمح هذه الصيغة بأن تشتري الحكومة من الأفراد بثمن حال سلعة موصوفة وصفا كافيا مؤجلة التسليم، إلى موعد محدد، و له استخدامات مختلفة في التمويل أهمها ما يتعلق بتمويل النشاط الزراعي و الصناعي والإنتاجي، و ذلك بتوفير السيولة اللازمة للزراعة و الصناعة³.

و تكون صكوك السلم عبارة عن سندات قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها بائع السلعة أو الأصل و المشتري بصيغة السلم (شركة وساطة أو بنك أو من تتفق معه الحكومة) و ذلك بصفته مديرا لمحفظه صكوك السلم الإسلامية، و يشتري أو حاملي الصكوك حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشتريين و دفع ثمن السلعة الآن للحكومة و استلام السلعة و قيمتها لاحقا.

خامسا: صكوك الاستصناع

الاستصناع عبارة عن عقد يلتزم من خلاله البنك بتحقيق منشآت (بيوت، جسور، طرق سريعة...) لصالح عميله مقابل علاوة تدخل فيها تكلفة المنشأة مضافا إليها هامش الربح، و يكلف البنك مقاولا لتنفيذ الأشغال⁴.

¹ كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة، مرجع سابق، ص 13.

² المرجع نفسه ص 12.

³ عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية خصائصها و آلياتها، و تطورها، المؤتمر الأول للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، 2006، ص 21.

⁴ Muhammad Ayub, Securitization sukuk and fund management potential to be realized by Islamic

financial institutions, NIBAF, working paper, Karachi, 2005, p 353-354.

أما صكوك الاستصناع فهي "وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلع، و تصبح السلع المستصنع بها ملكا لحملة الصكوك"¹.

3. خصائص الصكوك الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص تشترك فيها مع الأدوات المالية الأخرى، وخصائص تتميز بها عن غيرها من الأوراق، و من أهم هذه الخصائص ما يلي:

- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية (موجودات مخصصة للاستثمار أعيانا أو منافع أو خدمات)²، يصدر بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكة فيما يمثله الصك من حقوق والتزامات مالية.
- تشترك الصكوك في استحقاق الربح بنسبة محددة و تحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثّلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقا من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع³.
- يلزم حامل الصك صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة، ولا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك، ويمكن شرعا ضمان طرف ثالث شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته ومستقلا في ذمته المالية عن طرفي العقد⁴.

- يصدر الصك على أساس عقد شرعي، و يأخذ أحكامه، كما يلتزم بالضوابط الشرعية عند التداول⁵، إضافة إلى تخصيص حصيلة الاكتتاب للاستثمار في مشروع أو نشاط يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- يتحمل حامل الصك كافة الأعباء المترتبة على ملكية الموجودات، سواء كانت مصاريف استثمارية أو هبوطا في القيمة، أو مصروفات الصيانة، أو اشتراكات التأمين⁶.
- تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك، لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم أرباب المال⁷.

رابعا: آلية إصدار و تداول الصكوك:

تتطلب عملية إصدار و تداول الصكوك إجراءات فنية و ضوابط شرعية تبدأ منذ الإعلان عن الاكتتاب فيها، ثم ترافق عمليات التداول، و تستمر حتى إطفاء الصكوك و انتهاء أجلها.

1. إصدار الصكوك:

تشتمل عملية الإصدار على مجموعة من الخطوات يمكن إجمالها فيما يلي⁸:

1. إعداد التصور و الهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك في نشرة الإصدار.

¹ كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة، مرجع سابق، ص 12.

² عادل عيد، الصكوك الإسلامية، جمعية النهوض بالأزهر و تطويره، مشهورة برقم 2012/8603، جامعة الأزهر، 2013، ص 8.

³ المرجع السابق نفسه، الصفحة نفسها.

⁴ وليد يوسف الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية -عالم الواقع و آفاق المستقبل، المنعقد أيام: 15-17 ماي 2005، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص938.

⁵ المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، مرجع سابق، ص 240.

⁶ عادل عيد، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 08.

⁷ وليد يوسف الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، مرجع سابق، ص 938.

⁸ أسامة عبد الحليم الجزوية، صكوك الاستثمار و دورها التتموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، بيروت، 2009، ص 42-43.

2. تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص SPV، يكون لها شخصية اعتبارية، و ذمة مالية مستقلة، و مملوكة بالكامل للمستثمرين.
 3. طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.
 4. تسويق الصكوك: و ذلك إما بطرحها مباشرة إلى الجمهور، و إما بيعها إلى مؤسسة وساطة مالية، و هي تقوم بتسويقها و بيعها إلى حاملي الصكوك.
 5. التعهد بتغطية الاكتتاب: حيث يلتزم متعهد تغطية الإصدار بشراء ما لم يكتتب فيه و يبيعه تدريجياً.
- 2. تداول الصكوك:**

سنحاول التعرف على آلية تداول الصكوك الإسلامية حسب حالتها:¹

- أ. إذا كانت أعياناً: فلا خلاف حول بيعها و تداولها، لكون البيع هنا جزءاً مشاعاً من شيء موجود فعلاً، أما إذا كانت موجودات المشروع خليط من النقود و الديون و الأعيان و المنافع، فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً لسعر التراضي على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً و منافع.
 - ب. إذا كانت نقوداً: يجب مراعاة ما يلي عند بيعها:
 - يباع فيه الصك دون زيادة و لا نقصان.
 - يكون التقابض في المجلس لكونهما نقدين.
 - ج. إذا كان ديناً: بيع صكوك الدين كصكوك السلم و الاستصناع هو من قبيل البيع قبل القبض المنهي عنه شرعاً.
- 3. إطفاء الصكوك:**

يقصد بإطفاء الصك استرداد المال الداخل في المشروع، و يتم بإحدى الطرق التالية:²

- أ. تصفية المشروع و تنضيضه حقيقة (بيعه و تحويله إلى سيولة نقدية)، حيث يأخذ صاحب كل صك حقه و نصيبه من الأموال المتوافرة سواء كانت الحصيلة ربحاً أو خسارة.
- ب. التنضيض الحكمي، أي تقويم المشروع من قبل الخبراء، ثم توزيع الناتج المقدر على حملة الصكوك كل حسب حصته.

ج. تملك الموجودات بالهبة أو بثمان رمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك. وهذا الإطفاء إما يكون كلياً مرة واحدة في نهاية الإصدار، أو جزئياً بالتدريج خلال سنوات الإصدار.

المبحث الثاني: مكانة الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية العالمية

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم أدوات التمويل الإسلامية الواعدة، وقد شهدت انتشاراً وازدهاراً ونموً واسعاً واستثنائياً في السنوات الأخيرة، حتى أصبحت الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، وقد توقعت دراسة صندوق النقد الدولي أن يصل حجم الصكوك عام 2015 إلى أكثر من 03 ترليون دولار³.

¹ أشرف دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق، دار السلام للطباعة و النشر و التوزيع و الترجمة، ط1، القاهرة، 2009، ص 91-96

² أسامة عبد الحليم الجزوية، صكوك الاستثمار و دورها التتموي في الاقتصاد، مرجع سابق، ص 48. نقلاً عن: عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات و الأساليب المصرفية الإسلامية، مجموعة دله البركة، ج2، ص 110.

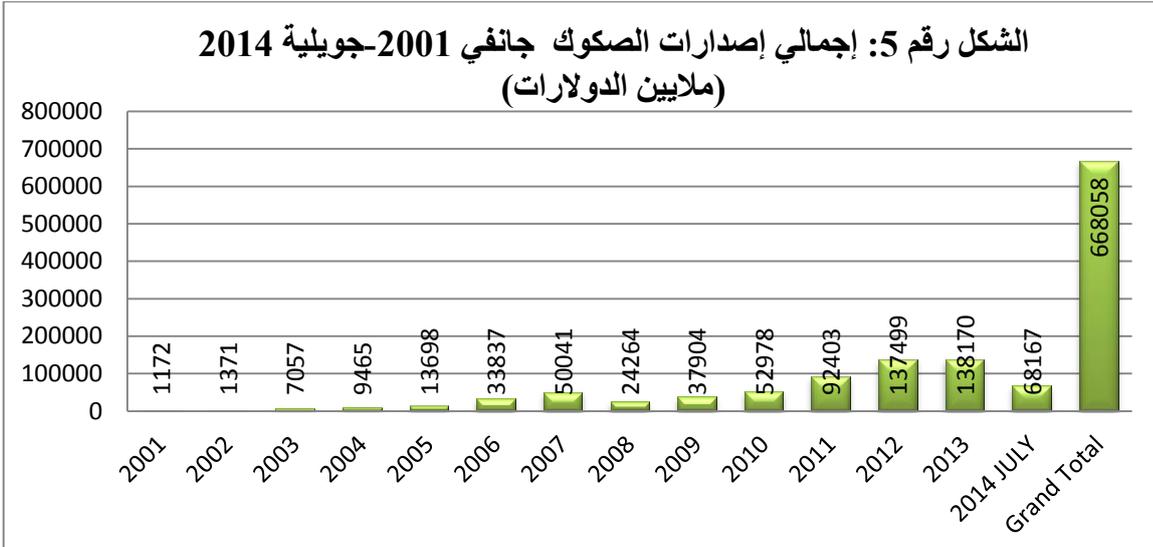
³ دراسة بعنوان: الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية و أسواق رأس المال بصندوق النقد الدولي، تاريخ النشر

1. تطور حجم الصكوك عالميا حتى 2014:

حققت سوق الصكوك معدلات متزايدة في حجم إصداراتها وانتشارها، ففي عام 2000، كانت هناك فقط ثلاث إصدارات للصكوك في العالم بقيمة 336 مليون دولار، وبلغت عام 2004 حوالي 64 إصدارا بقيمة 7 مليار دولار تقريبا¹، ثم نما سوق الصكوك بشكل كبير في السنوات الأخيرة ليصل إلى أكثر من 50 مليار دولار في نهاية عام 2007، ثم حوالي 138 مليار دولار عام 2013²، ويتوقع أن يصل حجم الإصدار إلى 360 مليار دولار بنهاية 2015³.

ورغم أن الصكوك تصدر في أماكن مختلفة من العالم إلا أن النسبة الغالبة من الإصدارات كانت في قارة آسيا، حيث حازت في عام 2009 على 63,9% من إصدارات الصكوك العالمية. وتشير البيانات أعلاه إلى النمو الكبير في صناعة الصكوك من عام لآخر، ويعود هذا النمو إلى عاملين أساسيين هما:⁴

- السوق والاعتبارات التجارية: ويتمثل ذلك في طلب السوق والجدوى من منتجات الصكوك، وحاجة البعض لمصادر دخل ثابتة.
- الالتزام الشرعي: يحدد مدى جدوى وصلاحيته المعاملة وقبولها من قبل المستثمرين المسلمين. ولا بد للصكوك من المحافظة على الالتزام الشرعي خلال مراحلها المختلفة.



المصدر: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 4th edition, November 2014, p4.

¹ Rodney Wilson- Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities- New horizon Magazine- Issue No.158- June 2006- Institute of Islamic Banking and Insurance- London- p. 5.

² Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 4th edition, November 2014, p4.

³ العالم يتوسع في إصدارات الصكوك .. والشركات الخليجية لا تزال «مترددة»، مقال منشور على جريدة الاقتصادية السعودية، العدد 7754، بتاريخ 03 جانفي 2015، رابط الاطلاع: http://www.aleqt.com/2015/01/03/article_919872.html

⁴The Securities commission Malaysia, The Islamic securities (Sukuk) , market, Kuala Lumpur: Lexis Nexis Malaysia Sdn Bhd, 2009, p2.

2. أكبر الدول المصدرة للصكوك في العالم:

زاد التوسع الجغرافي في إصدار الصكوك الإسلامية، فلم يعد حكرًا على دولة معينة أو إقليم محدد، أو حتى على الدول الإسلامية فقط، بل امتد ليشمل القارات الخمس، من ماليزيا واندونيسيا و اليابان، مرورًا بدول الخليج والسودان وغامبيا، إلى ألمانيا وفرنسا و انجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، وغيرها من الدول التي تحاول إلى حد الآن الالتحاق بركب صناعة الصكوك، غير أن ماليزيا بقيت متريعة على سوق الصكوك باستحواذها على معظم الإصدارات، وبالتالي يمكن اعتبارها أكبر دولة مصدرة للصكوك في العالم.

الجدول رقم 1: حجم الإصدارات العالمي للصكوك حسب الدول

(جانفي 1996 - سبتمبر 2013)

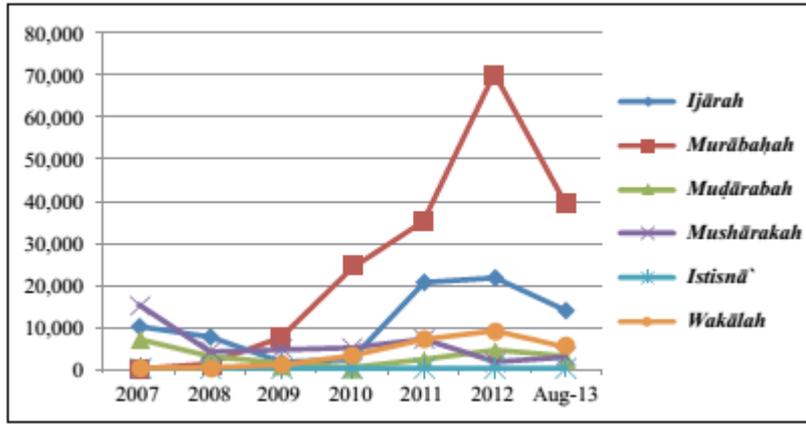
ترتيب البلد	بلد الإصدار	عدد الإصدارات	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
1	ماليزيا	2438	324,576.9
2	الإمارات العربية المتحدة	73	47,876.4
3	المملكة العربية السعودية	64	39,296.0
4	اندونيسيا	216	19,924.1
5	قطر	19	19,245.6
6	البحرين	273	13,918.5
7	باكستان	57	6,348.9
8	تركيا	9	5,469.7
9	سلطنة بروناي	95	4,980.7
10	الكويت	22	2,992.4
11	سنغافورة	9	984.2
12	الو.م.أ.	3	765.7
13	المملكة المتحدة	5	279.1
14	الصين	3	274.7
15	اليمن	2	251.5
16	السودان	3	220.9
17	ألمانيا	2	190.9
18	غامبيا	242	149.2
19	إيران	4	132.8
20	الأردن	1	120.3
21	اليابان	1	100.0
22	كازخستان	1	73.3
23	فرنسا	1	0.7
	المجموع	3543	488,172

المصدر: Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014, Thomson Reuters Zawya, Islamic Finance Gateway,

3. الصكوك الأسرع نموا في العالم:

عرفت سوق الصكوك نموا وتطورا من حيث أنواع الصكوك الإسلامية المصدرة، وعموما لا تخرج هذه الإصدارات عن واحدة من العقود الرئيسية، كالإجارة والمرابحة والسلم والمضاربة والمشاركة والاستصناع والوكالة بالاستثمار، مع وجود صيغ أخرى تختص دول معينة بإصدارها، أما بالنسبة للصكوك الأسرع نموا في العالم فهي صكوك المرابحة وتليها صكوك الإجارة، مثلما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم 6: إجمالي الصكوك المصدرة حسب صيغ التمويل الإسلامية
الفترة 2007-أوت 2013 (مليون دولار)



المصدر: Islamic Financial Services Industry Development : Ten-Year Framework and Strategies, A MID-TERM REVIEW, Jeddah, Mai 2014, p86

4. القطاعات الأكثر جذبا للصكوك الإسلامية:

تشير الدراسات والأبحاث والتقارير المختصة في صناعة التمويل الإسلامي إلى أن القطاع الحكومي هو الأضخم من حيث حجم وعدد الإصدارات مقارنة بالقطاعات الأخرى حيث بلغت قيمة الصكوك المصدرة فيه إلى غاية سبتمبر 2013 بأكثر من 280 مليار دولار ، بنسبة بلغت حوالي 58% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك بحسب القطاع، ويليه قطاع الخدمات المالية بقيمة 62 مليار دولار أي ما نسبته 12.69% من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك خلال الفترة نفسها.

وقد حظي قطاع النقل بالمرتبة الثالثة عالميا من حيث قيمة الإصدارات بقيمة إجمالية قدرت بحوالي 35 مليار دولار، بنسبة 7.25% من إجمالي قيمة الصكوك المصدرة، يليه قطاع الكهرباء بقيمة إجمالية قدرت بأكثر من 33 مليار دولار. وفيما يتعلق بقطاع العقارات فقد جاء خامسا بقيمة إصدارات قاربت 25 مليار دولار، بنسبة 6.83%، إلا أن هذا القطاع شهد المساهمة الأكبر واحتل المرتبة الأولى في السنوات التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008، وبعد هذه الأخيرة وجهت الحكومات إصداراتها

أكثر للبنية التحتية، والتي كانت معظمها لقطاع العقارات، والذي شهد تراجعاً قوياً نتيجة أزمة الرهن العقاري وما سببته من إنهيار سوق العقار.

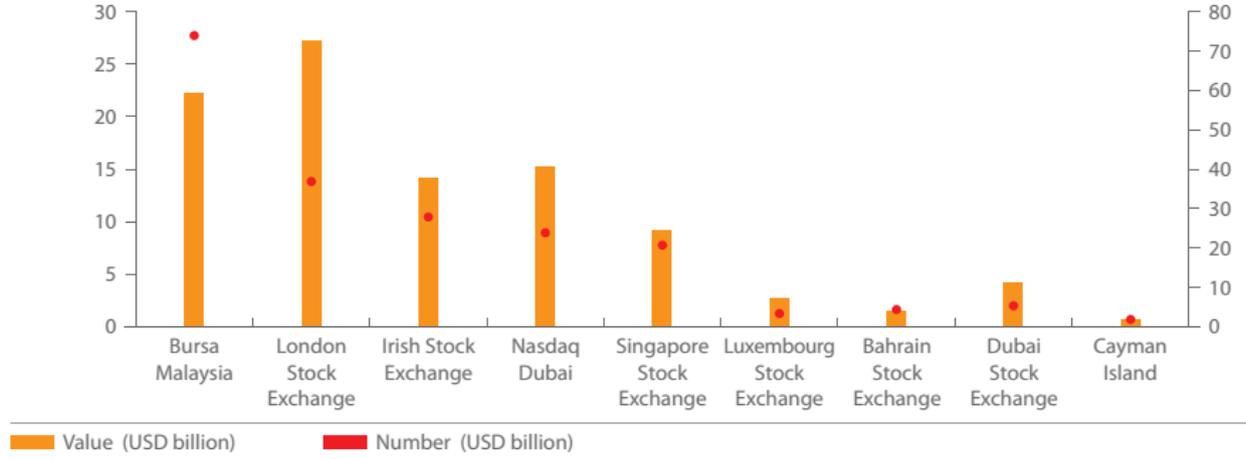
**الجدول رقم 2: حجم الإصدارات العالمي للصكوك حسب القطاعات
(جانفي 1996 - سبتمبر 2013)**

SECTOR	NUMBER OF ISSUES	AMOUNT (\$ MLN)	MARKET SHARE
Agriculture	92	3,492	0.72%
Conglomerates	14	2,723	0.56%
Construction	400	14,307	2.93%
Consumer Goods	39	751	0.15%
Education	5	64	0.01%
Financial Services	396	61,927	12.69%
Food and Beverages	35	2,313	0.47%
Government Institutions	1,356	280,523	57.46%
Health Care	29	544	0.11%
Industrial Manufacturing	64	1,536	0.31%
Information Technology	7	29	0.01%
Leisure and Tourism	5	1,361	0.28%
Mining and Metals	10	442	0.09%
Oil and Gas	109	14,613	2.99%
Power and Utilities	366	33,342	6.83%
Real Estate	182	24,949	5.11%
Retail	16	167	0.03%
Services	36	3,672	0.75%
Telecommunications	74	6,039	1.24%
Transport	308	35,377	7.25%
GRAND TOTAL	3,543	488,172	100

المصدر: Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014, Thomson Reuters Zawya, Islamic Finance Gateway, p18.

5. حجم الصكوك المدرجة في البورصات العالمية:

الشكل رقم 7: صافي إجمالي الصكوك الإسلامية المدرجة بأسواق الأوراق المالية عالميا



المصدر: Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 4th edition, November 2014, p87.

يلاحظ من خلال الشكل الموضح أعلاه ما يلي:

بورصة ماليزيا للأوراق المالية استحوذت على أكبر عدد للإصدارات من الصكوك المدرجة في الأسواق المالية بحوالي 75 إصدارا بقيمة تقارب 23 مليار دولار، لذلك فإن نجاح بورصة ماليزيا كإحدى أكبر البورصات في العالم من حيث عدد الصكوك المدرجة فيها، يعكس اتجاهها المتواصل لتطوير قطاع الخدمات المالية الإسلامية.

واحتل سوق لندن للأوراق المالية المرتبة الأولى من حيث قيمة الصكوك المدرجة فيها (28 مليار دولار)، ومن حيث عدد إصدارات الصكوك المدرجة فيها فقد بلغ حوالي 38 إصدارا، أما صاحبة المرتبة الثالثة في مجال إدراج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية فهي ناسداك دبي، حيث تصل قيمة صكوكها المدرجة فيها إلى حوالي 16 مليار دولار والتي تمثل 25 إصدار.

المبحث الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الماليزي

يتكون سوق رأس المال في ماليزيا من سوق رأس مال تقليدي وسوق رأس مال إسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، ويعد من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطوير إلى الأفضل.

1. التعريف بسوق الأوراق المالية الماليزي:

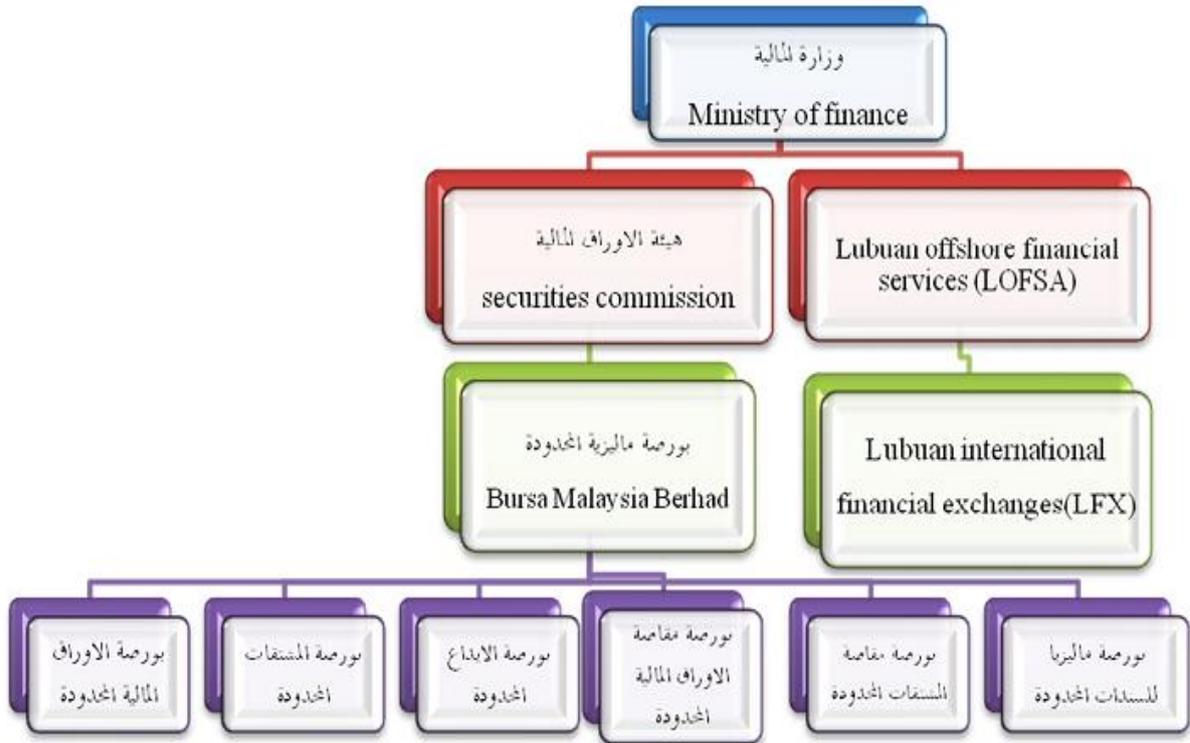
بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن 19م بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، أما سوق رأس المال فقد تأسس رسميا عام 1973، وتمت عملية

تطويره تدريجيا. إلا أن البداية الحقيقية لنمو السوق كانت في أوائل التسعينات، حيث قدر حجم السوق ب 62 مليار دولار أمريكي، لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية "MGS". وقد بلغت رسملة سوق الأسهم الماليزية 6.91 مليار دولار أمريكي سنة 1993 وبذلك تكون قد تضاعفت 58% مقارنة بسنة 1991. ووفقا للبنك الدولي، ارتفعت القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بالنسبة لسوق الأسهم الماليزي من 4.110% في 1990 إلى 127% سنة 2000.

وسعت هيئة الأوراق المالية الماليزية لجعل ماليزيا مركزا دوليا لأسواق رأس المال الإسلامية، فأدرجت في خطتها عام 2001 تطوير أسواق رأس المال الإسلامية، والأسباب كانت استراتيجية أكثر منها عقائدية، وذلك من خلال تفعيل دور كل من: قسم أسواق رأس المال الإسلامية، والمجلس الاستشاري الشرعي. في سنة 2004 تم إعادة هيكلة القطاع، وذلك بتأسيس شركة مساهمة عامة قابضة لعدة شركات تابعة تقدم خدمات مختلفة لقطاع الأوراق المالية، ولقد تم إدراج الشركة القابضة الأم في إحدى هذه الشركات وهي شركة بورصة ماليزيا للأوراق المالية.

والنموذج التالي يبين الهيكل التنظيمي للسوق المالي الماليزي:

الشكل رقم 8: الهيكل التنظيمي للسوق المالي الماليزي



Wan Razazila Wan Abdullah, and other, **المصدر: The Evolution of The Islamic Capital Market in Mlaysiaian**, p3

2. تطور الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزي:

يمكن تلخيص أهم المحطات التاريخية لتطور الصكوك الإسلامي في السوق المالي الماليزي في الجدول التالي:

السنة	أهم المراحل
1990	أصدرت شركة Shell MDS Sdn Bhd أول السند الإسلامي .
1997	شركة Khazanah الوطنية أطلقت مريحة سندات Khazanah وكان على صفر كيون على أساس المريحة وبيع الدين. وكان هذا السند قد أصدر من قبل الحكومة من أجل إيجاد سند بديل لسوق السندات المحلية.
2000	من الضوابط التي قررتها لجنة مراقبة عمليات البورصة على مصدري السندات الإسلامية تعيين المستشارين الشرعيين المستقلين.
2002	أصدرت شركة Kumpulan Guthrie Bhd أول صكوك الإجارة بمبلغ US\$150 million وهو أول الصكوك الإسلامية التابعة لشركة إعتبارية في التاريخ وكان الإصدار مدرجة في قائمة Labuan الدولي للتبادل (LFX) وكان من الطبقة الأولى التي كونت مشروع صكوك الإجارة الذي كان بمبلغ US\$395 million قد أطلقت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة المشهورة (الصكوك الماليزية الدولية) بمبلغ US\$600 million حيث أصبحت بهذا الإصدار أول دول العالم تصدر الصكوك الحكومية الدولية. قد سمحت الحكومة الماليزية خصم مصرفات إصدارات الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفدرالية سنة 2003 وكان الإصدار على مبادئ شرعية من الإجارة والمضاربة والمشاركة.
2003	حل شامل لمشاكل الضريبة في السندات الإسلامية كما هو الحال في السندات التقليدية وقد أعلن عن هذا في الميزانية الفدرالية سنة 2004. إن الحكومة الماليزية قد سمحت بخصم مصرفات إصدار السندات الإسلامية التي أصدرت على مبدأ الإقتناع من ميزانيتها الفدرالية سنة 2004.
2004	أصدرت لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية وكان إصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التيسيري في إصدار السندات الإسلامية والتنمية جوانب الابتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. شركة Ingress الإعتبارية أصدرت أول السندات الإسلامية الإعتبارية بنموذج الصكوك الماليزية الدولية. صكوك Sarawak الإعتبارية التي تم بموجبها إنشاء الكيان ذات الأغراض الخاصة من قبل الإعتبارية الإقتصادية للتنمية التابعة لـ Sarawak (SEDC) والتي أطلقت أول صكوك الإجارة الدولية لمدة خمس سنوات بمبلغ US\$350 million وأصدرت على شكل قيمة سندات ترست الجارية يحل أجلها في سنة 2009 و هذه الصكوك مدرجة وتباع في LFX الإعتبارية المالية الدولية، (IFC) جناح من أجنحة البنك الدولي للقطاع الخاص أصدرت السندات الإسلامية بمبلغ RM

<p>500 million التي كانت أول الإصدار الإسلامي على رنجت من قبل الإعتبارية ذات التعامل بالدول المتعددة.</p>	
<p>2005 أصدر البنك الدولي السندات الإسلامية التي يحل أجلها في 2010 بمبلغ RM 760 million وهذا الإصدار من رنجت هو أكبر عمليات سوق السندات على رنجت تشمل دولاً متعددة.</p> <p>شركة مشاركة واحد لرأس مال Bhd أصدرت RM2.5 billion الذي هو أول صكوك مشاركة. وكان الإصدار موضوع على انتزاع مستحقات من حقوق و ملكية والربا ومنافع تسوية ذمم حكومة ماليزيا في صالح TIME System Integrators Sdn Bhd.</p> <p>أول سندات بيع وبناء العقار أصدرت على مستوى دولي وكان الإصدار من قبل Cagamas MBS Bhd على مبدأ المشاركة. وسميت هذه الأداة صكوك المشاركة وكان الإصدار على توريق مجموعة من موظفي الحكومة في التمويل الإسلامي للسكن وكان المبلغ RM2.05 billion.</p> <p>أول سندات المضاربة بقيمة RM80.0 million الذي أصدر من قبل PG Municipal Assets Bhd ومثل هذا الإصدار أول الإصدار يكون منظماً على ضرائب الممتلكات يجيبها الجهة المحلية - Pihak Berkuasa Tempatan Pasir Gudang. وهو كذلك أول إصدار الدولة للسندات الإسلامية على مبدأ عقد المضاربة حسب ضوابط التي أصدرتها لجنة مراقبة عمليات البورصة في يوليو سنة 2004 .</p>	<p>2005</p>
<p>2006 أول مؤشر دولي للصكوك أطلق في كوالالمبور وعرف هذا المؤشر Dow Jones Citigroup وهذا المؤشر يزن عمل السندات الإسلامية ذات الإيرادات الثابتة ذات ضوابط الاستثمار الشرعي والسبب الأساسي لإنشاء هذا المؤشر هو المستثمرون الذين يريدون التعرف على استثمارات الإيرادات الثابتة الشرعية. إثنان من سبعة صكوك متكونة من المؤشرات من ماليزيا. وهما صكوك دولية تابعة لحكومة ماليزيا وصكوك Sarawak تابعة لإعتبارية Sarawak Khazanah Nasional Berhad أطلقت أول صكوك المشاركة الموافقة للشريعة القابلة للتبادل إضافة إلى كونها مدرجة في شركة Labuan الدولية للتبادل المالي وقد أدرج كذلك في بورصة Hong Kong Ltd (HKSE) وبهذا أصبح أول الصكوك أدرجت في قائمة بورصة HKSE</p>	<p>2006</p>
<p>2007 أكبر مشروع تمويل الصكوك والسند التقليدي من Cagamas Bhd بمبلغ RM60 billion إصدار الصكوك بمبلغ RM15.4 billion من قبل Binariang GSM Sdn Bhd أكبر الصكوك القابلة للتبادل بمبلغ US\$850 million من قبل Khazanah Nasional Bhd RM3 billion TM إيرادات السندات الإسلامية المتخلفة المصادر من قبل Telekom Malaysia and Hijrah Pertama Bhd</p> <p>قد أخرجت لجنة مراقبة عمليات البورصة الهيكل التيسيري لإصدار الصكوك على العملة الأجنبية وذلك لترقيع ماليزيا حتى تكون مركز الصكوك الدولية.</p>	<p>2007</p>
<p>2008 وضعت الحكومة الماليزية في ميزانيتها العامة حوافز عديدة، لتسهيل انشاء صناديق استثمار اسلامية من جهات أجنبية.</p>	<p>2008</p>

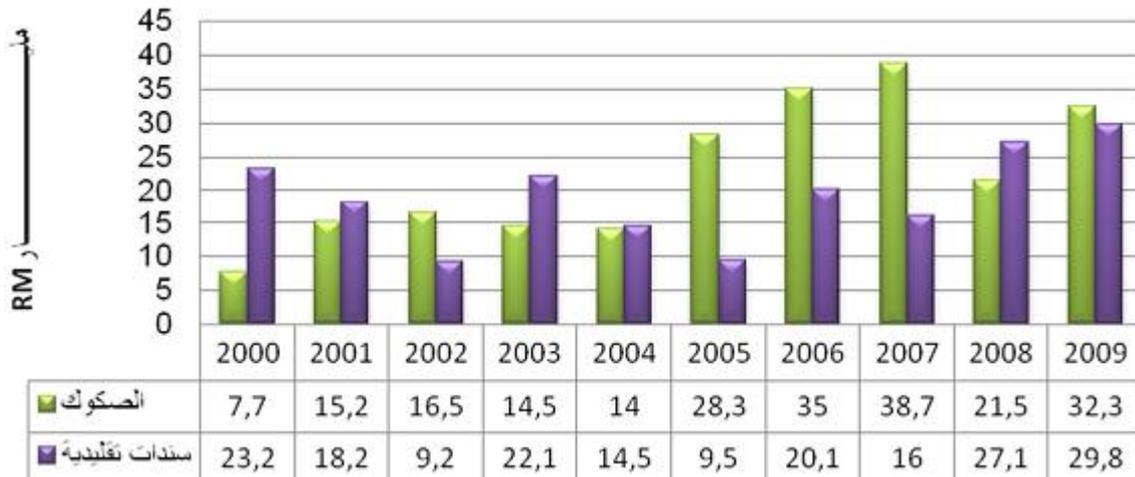
2010	إطلاق المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال (Masterplan2) لفترة ممتدة من 2010 إلى غاية 2020، بعد أن تم تحقيق 95% من الأهداف المسطرة في (Masterplan1)
2011	في 21 فيفري، تم إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا بلومبرغ (إيه أي بي أي أم) السيادي الشرعي، بالتعاون بين بورصة ماليزيا بلومبرغ و رابطة المؤسسات الإسلامية المصرفية لماليزيا، يعتبر المؤشر معياراً مرجعياً لاستثمارات السندات الإسلامية السيادية في ماليزيا، كما يعتبر مقياساً أيضاً لأداء الأوراق المالية الحكومية المقومة بالرينجيت الماليزي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: نور الدين انجدمون، تطوير الصكوك في ماليزيا، لجنة مراقبة عمليات البورصة، ماليزيا، 25 أكتوبر 2008، على الموقع: www.kantakji.com

3. أثر إصدار الصكوك الإسلامية في الإقبال على السوق المالي الماليزي:

تعتبر سوق الصكوك الماليزية من أكبر الأسواق نموًا على المستوى العالمي، فهي تشهد نموًا سريعًا منذ نشأتها في 1990م، وقد نمت إصدارات السندات الإسلامية بمتوسط نمو سنوي قدره 7.33% منذ عام 1995 إلى غاية عام 2001، وقد بلغ مجموع إصدارات السندات الإسلامية 1.8 مليار RM خلال نفس الفترة أي ما نسبته 19% من في سوق السندات الماليزي¹، أما الفترة الممتدة من 2000-2010 فبلغ متوسط نموها السنوي 22%². يمكن ملاحظة تطور حجم الصكوك الإسلامية غير المسدد مقارنة بنظيرتها التقليدية من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل رقم 9: تطور حجم الصكوك الإسلامية والسندات بالسوق المالي الماليزي



Wan Razazila Wan Abdullah, and other, **The Evolution of The Islamic Capital Market in Mlaysia**, p23

¹ Zeti Akhtar Aziz, Islamic Banking and Finance "Progress and Prospects": Collected Speeches: 2000-2006, Bank Negara Malaysia, Second Edition, 2006, p168

² Mohamad Zaid Mohd Zin, and all, The Implementation of Sukuk in Islamic Finance, 2011 International Conference on Sociality and Economics Development, IPEDR vol.10 (2011) IACSIT Press, Singapore, p3

يتضح من الشكل أعلاه الارتفاع المستمر للصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات داخل السوق المالي الماليزي، وهذا أمر بديهي نتيجة زيادة اهتمام الحكومة الماليزية بتطوير سوقها المالي لتلبية الاحتياجات المالية لعملية التنمية، وكذلك نتيجة الإجراءات التصحيحية التي قامت بها الحكومة الماليزية لإعادة انتعاش سوق الصكوك بعد الأزمة المالية التي طالته سنة 1997 أين شهد تراجعاً، ثم ارتفع سنة 2007، ليعرف انخفاضاً آخر سنة 2008 بسبب الأزمة المالية ونضوب السيولة في الأسواق المالية الدولية وبالتالي النشاط الاقتصادي على المستوى العالمي، وقد ترافق هذا مع إصدار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) بياناً في فيفري 2008، الذي شككت من خلاله في التزام بعض الصكوك في السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، والتي كانت تستند إلى الهياكل الأساسية للمشاركة والمضاربة¹.

وإذا ما جئنا للحديث عن تطور سوق الصكوك في ماليزيا من حيث الهيكل، نجد مثلاً أنه في عام 2002، ارتفعت صكوك المرابحة إلى 33% من إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية، وهو ما يمثل زيادة بنسبة 10% عن عام 2001. وفي مسعى للتصدي لهذا، قدمت الحكومة الماليزية في عام 2003 في ميزانيتها العامة بعض الامتيازات الضريبية بغية تخفيض تكلفة تنظيم وتوثيق وإصدار الأوراق المالية الإسلامية المدعومة بالأصول بناءً على عقود أكثر قبولا على نطاق واسع مثل عقود الإجارة، المضاربة والمشاركة بدلاً من التركيز على سندات الدين القائمة على أسس المرابحة والبيع بالثمن الآجل².

وقد ساهمت الصكوك الإسلامية بشكل كبير في إقبال العديد من الجهات للاستثمار في السوق المالي الماليزي، حيث قامت الحكومة الماليزية بالافتراض بصورة نشطة لسد احتياجات ميزانيتها وذلك من خلال إصدار الصكوك السيادية في الوقت الذي ينشط فيه البنك المركزي في البلاد فيما يتعلق بإصدار الصكوك القياسية طويلة الأجل من أجل تقديم الإرشادات للمشاركين في السوق فيما يتعلق بتفاصيل التسعير. وعلى نحو بالغ الأهمية، أظهر القطاع الخاص في ماليزيا اهتماماً متزايداً في جمع الأموال عن طريق أسواق رأس المال الإسلامية. فخلال السنوات الأخيرة، استغلت كبرى شركات التطوير العقاري والإنشاءات سوق الصكوك في ماليزيا لجمع الأموال بغرض الإنفاق الرأسمالي. و نظراً لقوة سوق العقارات في ماليزيا، وخاصة في بعض المناطق مثل: "وادي كلانج" و "بينانج وجوهور"، فإن مطوري العقارات يتوسعون في أعمالهم بصورة هائلة، وبالتالي هناك طلب كبير ومتزايد على التمويل. وقد شارك في الإصدارات الأخيرة بعض كبار المطورين وشركات عقارية رائدة مثل "يو.إي. إم. صن رايس"، و "إس بي ستيا"، و "بوستيد هولنجز". حيث قامت "يو.إي. إم. صن رايس" بإصدارات صكوك يصل إجماليها إلى 410 مليون دولار في 2012 و 2013، كجزء من

¹ April Workshop – Sukuk, Their Practical Applications and Challenges, the National Skills Academy for Financial Services, London, 01 July, 2011 p1.

² Stella Cox, Developing the Islamic Capital Market and Creating Liquidity, Review of Islamic Economics, international association for Islamic economics, Vol. 9, No. 1, 2005, p82

برنامج صكوك مرابحة بإجمالي مبلغ 6.0 مليار دولار تم إطلاقه في 2012. وقد تم استخدام هيكل المرابحة في كلا الإصدارين من الصكوك.¹

إن سوق الصكوك الماليزية لم يتم استغلالها فقط من قبل مصدري الصكوك المحليين ولكن استفاد من إصداراتها أيضاً عدد من مصدري الصكوك الأجانب من خلال إصدار صكوك مقومة بالرينجيت الماليزي في ماليزيا. ومنذ 2013، تم إصدار ما لا يقل عن ستة إصدارات من الصكوك المقومة بالرينجيت الماليزي من قبل مصدرين أجانب في ماليزيا والتي كان آخرها في مارس 14 20 عندما قامت إحدى شركات زيت النخيل السنغافورية المدرجة بطرح صكوك بمبلغ 500 مليون رينجيت ماليزي. ومن بين أهم الأسباب التي تعمل على جذب مصدري الصكوك من الأسواق الخارجية إلى السوق الماليزية كون البلاد تتمتع بقاعدة عريضة من المستثمرين الذين يعملون وفقاً لأحكام الشريعة. كما تتميز ماليزيا بازدهار صناعة التمويل الإسلامي لديها في جميع القطاعات بما في ذلك الخدمات المصرفية والصناديق دارة الأصول وكذلك التأمين التكافلي، وهذا من شأنه أيضاً ضمان وجود طلب من الاستثمارات المؤسسية على الصكوك المصدرة في البلاد.²

الخاتمة:

في نهاية بحثنا، وبعد توضيح الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، يمكننا تقديم النتائج والتوصيات التالية:

أ. النتائج:

1. تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعاً واسعاً، فتشمل: صكوك المضاربة والمشاركة، السلم والاستصناع، الإجارة... الخ، وهذا من شأنه أن يوفر حلولاً متنوعة للجهات الراغبة في الاستفادة من تقنية التصكيك الإسلامي.
2. تشهد الآونة الأخيرة توسعاً مضطرباً في اتجاه الأسواق المالية الناشئة نحو إصدار الصكوك الإسلامية، و هذا يثبت أن هذه الأخيرة صارت ذات قيمة مضافة أعلى، و أن استخدامها يعتبر أفضل نسبياً من استخدام أدوات الدين التقليدية.
3. تلقى الصكوك الإسلامية تشجيعاً كبيراً من حكومة ماليزيا خاصة ما تعلق منها بالإصدارات السيادية.
4. تؤدي الصكوك الإسلامية دور مهم وكبير في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث أن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من شأنه أن يؤدي إلى تدعيم دور السوق من خلال: توسيع تشكيلة الأدوات المالية في السوق، وتوسيع قاعدة المؤسسات التي تتعامل في الصكوك، إضافة إلى مساهمتها في جذب شريحة كبيرة من أصحاب رؤوس الأموال التي ترغب في التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وخاصة في الخارج.

¹ التمويل الإسلامي في آسيا، مدفوعاً بزخم النمو الماليزي، أبحاث بيت التمويل الكويتي، منشور على الموقع الإلكتروني:

<http://www.kfhrefsearch.com>، ص 2-3.

² المرجع السابق نفسه، ص 3.

5. رغم النشأة الحديثة لمعظم أسواق الأوراق المالية الناشئة، إلا أنّ هناك تجارب ناجحة وهي رائدة على المستوى العالمي، مثل تجربة ماليزيا في مجال تأسيس وتطوير سوق الصكوك الإسلامية، هذه الأخيرة التي ثبت نجاحها، وعلى رغم من أنها سوق فتية، إلا أنّ الدول الناشئة يمكنها الاستفادة منها.
6. يعتبر الدعم الحكومي المستمر من طرف حكومة ماليزيا من أهم عوامل نجاح سوق الصكوك بماليزيا، إضافة إلى إتباع نهج التدرج الذي كان وفق خطة استراتيجية للوصول إلى نظام مالي إسلامي شامل.

ب. التوصيات:

1. ضرورة وضع الدول الإسلامية خطوات جريئة لتترك نهج التقليد وتبني مبادئ التمويل الإسلامي لإنشاء أسواق أوراق مالية كفؤة وفعالة.
2. ضرورة اهتمام الدول الناشئة بالتجربة الماليزية ودراساتها، للاستفادة منها في تطوير أسواق أوراقها المالية.
3. ضرورة إنشاء مراكز متخصصة تتكفل بإدارة وتنظيم الأدوات المالية الإسلامية ووضع معايير فنية موحدة بين كافة المؤسسات المالية الإسلامية، مع ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة، بهدف تأهيل كوادر بشرية متخصصة للعمل في سوق هذه الصناعة.
4. ضرورة العمل على نشر ثقافة الصكوك الإسلامية في أوساط مجتمعات الأعمال بوصفها أدوات مالية تقدم حلاً مبتكرة لهم في مجال حشد و توظيف الموارد.
5. ضرورة استمرار الحكومات في تشجيع الاعتماد على الصكوك الإسلامية في مجال استقطاب و توظيف الموارد.
6. ضرورة العمل على استخدام الصكوك الإسلامية بدلا من أدوات الدين العام -خاصة السيادية-.
7. السعي لتصنيف الصكوك الإسلامية المصدرة من قبل مؤسسات تصنيف دولية معترف بها.

قائمة المراجع:

1. المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، صكوك الاستثمار، المنامة، البحرين، 2010
2. كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية و التحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 03 جوان 2009
3. صفية أحمد بوبكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الإسلامية و العمل الخيري، دبي، 31 ماي - 03 جوان 2009
4. عبد الستار أبو غدة، المصرفية الإسلامية خصائصها و آلياتها، و تطورها، المؤتمر الأول للمصارف و المؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، 2006
5. عادل عيد، الصكوك الإسلامية، جمعية النهوض بالأزهر و تطويره، مشهرة برقم 2012/8603، جامعة الأزهر، 2013
6. وليد يوسف الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، بحث مقدم إلى المؤتمر السنوي العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية -معالم الواقع و آفاق المستقبل، المنعقد أيام: 15-17 ماي 2005، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة

7. أسامة عبد الحلیم الجوزیة، صكوك الاستثمار و دورها التتموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا، بیروت، 2009
8. أشرف دوابة، الصكوك الإسلامية بین النظرية و التطبيق، دار السلام للطباعة و النشر و التوزيع و الترجمة، ط1، القاهرة، 2009
9. دراسة بعنوان: الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق رأس المال بصندوق النقد الدولي، تاريخ النشر 2007/09/19.
10. التمويل الإسلامي في آسيا، مدفوعاً بزخم النمو الماليزي، أبحاث بيت التمويل الكويتي، منشور على الموقع الإلكتروني: [/http://www.kfhresearch.com](http://www.kfhresearch.com)
11. العالم يتوسع في إصدارات الصكوك .. والشركات الخليجية لا تزال «مترددة»، مقال منشور على جريدة الاقتصادية السعودية، العدد 7754، بتاريخ 03 جانفي 2015، رابط الاطلاع: http://www.aleqt.com/2015/01/03/article_919872.html
12. نور الدين انجمون، تطوير الصكوك في ماليزيا، لجنة مراقبة عمليات البورصة، ماليزيا، 25 أكتوبر 2008، على الموقع: www.kantakji.com
13. Muhammad Ayub, Securitization sukuk and fund management potential to be realized by Islamic financial institutions, NIBAF, working paper, Karachi, 2005
14. Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 4th edition, November 2014
15. Rodney Wilson- Innovation in the structuring of Islamic Sukuk securities- New horizon Magazine- Issue No.158- June 2006- Institute of Islamic Banking and Insurance- London
16. Sukuk report, a comprehensive study of the Global Sukuk Market, international Islamic financial market, 4th edition, November 2014
17. The Securities commission Malaysia, The Islamic securities (Sukuk) , market, Kuala Lumpur: Lexis Nexis Malaysia Sdn Bhd, 2009
18. Sukuk Perceptions and Forecast Study 2014, Thomson Reuters Zawya, Islamic Finance Gateway
19. Islamic Financial Services Industry Development : Ten-Year Framework and Strategies, A MID- TERM REVIEW, Jeddah, Mai 2014
20. Wan Razazila Wan Abdullah, and other, The Evolution of The Islamic Capital Market in Mlaysiaian
21. Zeti Akhtar Aziz, Islamic Banking and Finance "Progress and Prospects": Collected Speeches: 2000- 2006, Bank Negara Malaysia, Second Edition, 2006
22. Mohamad Zaid Mohd Zin, and all, The Implementation of Sukuk in Islamic Finance, 2011 International Conference on Sociality and Economics Development, IPEDR vol.10 (2011) IACSIT Press, Singapore
23. April Workshop - Sukuk, Their Practical Applications and Challenges, the National Skills Academy for Financial Services, London, 01 July, 2011
24. Stella Cox, Developing the Islamic Capital Market and Creating Liquidity, Review of Islamic Economics, international association for Islamic economics, Vol. 9, No. 1, 2005