

**دور الصكوك في النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا  
دراسة قياسية خلال الفترة 2001 – 2022**

**The Role of Sukuk in Promoting the Islamic Stock Market in  
Malaysia - ECONOMETRIC STUDY 1990-2019-**

قسول كمال

أستاذ محاضر "ب" / جامعة الجزائر 3

[kamelkassoul3@gmail.com](mailto:kamelkassoul3@gmail.com)

<sup>1</sup>أودينة عبد الخالق

أستاذ محاضر "ب" / المركز الجامعي تيبازة

[oudinaabdelkhalek@cu-tipaza.dz](mailto:oudinaabdelkhalek@cu-tipaza.dz)

قُدم للنشر في: 11.10.2024 & قُبل للنشر في: 24.11.2024 & نشر في: 14.12.2024

**الملخص:**

تعالج هذه الورقة البحثية دور الصكوك في النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2022)، وذلك من خلال تقديم فكرة عن الصكوك الإسلامية، مع إبراز خصائصها وأنواعها الأكثر شيوعا، ثم التعريف بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا وأقسامها المختلفة، لتدرس في الأخير دور حجم الإصدار السنوي للصكوك الإسلامية في الرفع من الرسملة السوقية لسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، حيث تم استخدام طريقة المربعات الصغرى OLS من أجل تقدير نموذج الدراسة، مع إجراء بعض الاختبارات التشخيصية من أجل التأكد من خلو النموذج المقدر من المشاكل القياسية، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن حجم الإصدار السنوي للصكوك الإسلامية يعد أهم عامل للنهوض بالسوق.

**الكلمات المفتاحية :** الصكوك؛ طريقة المربعات الصغرى؛ سوق الأوراق المالية الإسلامية.

**تصنيف JEL: G10, G19 ; G1**

**Abstract :**

This research paper addresses the role of sukuk in promoting the Islamic capital market in Malaysia during the period (2001-2022), by presenting an idea about Islamic sukuk, highlighting their characteristics and most common types, then introducing the Islamic securities market in Malaysia and its various sections, to study Finally, the role of the annual issuance of Islamic sukuk in raising the market capitalization of the Islamic capital market in Malaysia, where the OLS least squares method was used to estimate the study model, with some diagnostic tests being conducted in order to ensure that the estimated model is free of standard problems This study concluded that the size of the annual issuance of Islamic

<sup>1</sup> المؤلف المراسل

Sukuks is the most important factor in promoting the Islamic capital market in Malaysia.

**Keywords:** Sukuk; Least Squares Method Islamic; Capital Market.

**Jel Classification Codes:** G10,G19

مقدمة :

تنقسم السوق المالية في ماليزيا إلى ثلاثة تقسيمات رئيسية وهي الخدمات المالية المصرفية والتأمينات وسوق الأوراق المالية، وقد تم اعتماد النظام المالي المزدوج (تقليدي/إسلامي) في البداية في القطاع المصرفي وقطاع التأمينات، وتماشيا مع تطوير قطاع الخدمات المالية تم تعميم هذا التقسيم على سوق الأوراق المالية وذلك بإنشاء قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية ICM، حيث أنّ سوق الأوراق المالية في ماليزيا لم تكن تخلو من أدوات مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، إلا أن عملية الاستثمار في هذه الأدوات قبل اعتماد التقسيم، كانت تفرض على المستثمرين عرض قراراتهم الاستثمارية على أهل العلم الشرعي من المختصين في المعاملات المالية الإسلامية قبل تنفيذها، وقد قامت سوق الأوراق المالية في ماليزيا باختصار الطريق على هؤلاء، من خلال استحداث هيئات للرقابة الشرعية مهمتها فرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عن بقية الأوراق المالية وعرضها على المستثمرين، بالإضافة إلى ابتكار أدوات ومعاملات مالية جديدة تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

تحتل سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا الريادة لكونها أكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم، حيث نمت وتطورت بشكل لافت خلال العقدين الماضيين حتى أصبحت تمثل ربع سوق الأوراق المالية الماليزية، كما أن هاته السوق تشكل أحد أهم أركان سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، بحيث تضم الأركان الأخرى سوق الأسهم الإسلامية وسوق الصناديق الاستثمارية الإسلامية، وقد استقطبت التجارة الماليزية في الانفتاح على المعاملات المالية الإسلامية اهتمام العديد من الباحثين، الذين حاولوا الوصول إلى العوامل الرئيسية التي أدت إلى زيادة وتوسع نشاط السوق المالية الإسلامية في ماليزيا عموما، وسوق الأوراق المالية الإسلامية بالأخص، وهذا ما دفعنا للبحث في هذا الموضوع من خلال الإجابة على السؤال المحوري الذي قمنا بصياغته على النحو التالي:

**هل تساهم زيادة إصدار الصكوك الإسلامية في النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا؟**

## 1 ماهية الصكوك الإسلامية

إن المطلع بشكل سطحي على كلمة الصكوك الإسلامية يدرك بأنها صكوك تتوافق مع الشريعة الإسلامية وسنحاول في هذا المحور التطرق إلى ماهيتها.

### 1.1 تعريف الصكوك الإسلامية

الصَّكُّ لغةً: ضرب الشيء بالشيء الغريز، والصَّكُّ: الكِتَابُ الذي يُصَكُّ للشَّيْءِ، وجمعه: أَصْكَ، صُكُوكٌ، صِكَكٌ، وكانت الأرزاق تسمى صِكَكاً لأنها كانت تُخرج مكتوبة، وذلك أن الأمراء كانوا يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطيتهم كُتُباً، فيبيعون ما فيها قبل أن يقبضوها مُعَجَّلًا، ويعطون للمشتري الصك ليمضي ويقبضه، وعلى هذا، فالصك يطلق في الأصل على ما يُكتب فيه من الورق من حقوق<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> سعود بن ملح العنزي. (2010). الصكوك الإسلامية، ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة. الجامعة الأردنية، قسم الفقه وأصوله، الأردن: أطروحة دكتوراه، ص17.

وقد عرّف مجْمَعُ الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع بجدة الصكوك الإسلامية على أنها "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال بإصدار صكوك ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه"<sup>1</sup>

فالصكوك الإسلامية هي أوراق مالية بقيم متساوية لها مدة محددة، تصدرها المشروعات عن أصول عينية أو نشاط استثماري مولد لدخل دوري، وتسجل هاته الأوراق المالية بأسماء أصحابها بحيث يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية وفق ضوابط الشريعة الإسلامية.

ويتم إطلاق مصطلح التصكيك على عملية إصدار الصكوك، وكان يطلق عليها في البداية أيضاً مصطلحي التوريق والتسديد، وقد استبدل الفقهاء تسمية التوريق في الإطار الإسلامي بالتصكيك لسببين اثنين هما<sup>2</sup>:

✓ كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، وهي تمثل البديل الإسلامي للسندات وتعني في مضمونها التعامل بأداة مالية من أدوات الدين مقابل الفائدة المحرمة؛

✓ كلمة توريق تحويل الديون إلى أوراق مالية وتبادلها مقابل فائدة، وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل.

## 2.1 خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأدوات المالية في كونها تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية إصدارها إلى انتهاء آجالها، ويمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك فيما يلي<sup>3</sup>:

✓ **الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر باسم مالكيها لإثبات حق مالكيها في الأصول الصادرة بموجبها؛**

✓ **تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية في إطار الشروط والضوابط التي تفرضها أحكام الشريعة الإسلامية على تداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها؛**

✓ **تمثل الصكوك حصة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار سواء كانت أصولاً أو منافعاً أو خدمات أو خليط بين ما سبق ومن الحقوق المعنوية والديون والنقد، وهي لا تمثل ديناً أو التزاماً لمصدرها؛**

✓ **تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح (إن وجدت) التي يحققها المصرف، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمصرف عن الذمة المالية للجهة المصدرة له؛**

✓ **تصدر الصكوك على أساس أنها عقد شرعي، لها ضوابط شرعية تحكم وتنظم إصدارها وتداولها؛**

✓ **الصك الإسلامي يجعل صاحبه ملزم بتحمل مخاطر المصرف في حدود ما يملكه من صكوك، إذ أنَّ الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة؛**

✓ **يتم تخصيص حصيلة الاكتتاب في الصكوك الإسلامية في الاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وهذا شرط أساسي.**

<sup>1</sup> هناء محمد هلال الحنيطي. (2015). دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية. مجلة دراسات العلوم الإدارية، 42(2)، ص 555.

<sup>2</sup> سليمان ناصر، و ربيعة بن زيد. (05 ماي، 2014). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر. المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، ص 3.

<sup>3</sup> خير الدين معطي الله، و رفيق شرياق. (03 ديسمبر، 2012). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية. الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، ص 242.

وتتم عملية إصدار الصكوك وفق خطوات أولية يصطلح عليها ب تنظيم الإصدار، وهذه الخطوات لا يشترط فيها تسلسل موحد، فيمكن أن تتقدم خطوة على أخرى دون أن ينشأ عن ذلك خلل، ولا يجب بالضرورة أن قد تتم جميع الخطوات ويمكن الاقتصار على بعضها، وأحياناً توجد بدائل أخرى يمكن اختيار أحدها، وعادة ما تتم على النحو الآتي<sup>1</sup>:

- ✓ يقوم المنشئ بإعداد التصور والهيكلة التنظيمي الذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمن ذلك كله في نشرة الاكتتاب، وفي أغلب الأحوال يستعين المنشئ بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، كما يستعين بهيئة شرعية لاستيفاء الضوابط وفق أحكام الشريعة الإسلامية من أجل السلامة من أي خلل شرعي؛
- ✓ تمثل حملة الصكوك وذلك من خلال تأسيس "وسيلة ذات غرض خاص SVP"، تكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل لحملة الصكوك وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة؛
- ✓ طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الأصول الممثلة بالصكوك؛
- ✓ تسويق الصكوك: وهو إما أن يتم بالطرح مباشرة إلى الجمهور أو بيعها لبنك أو مجموعة بنوك تقوم بتسويقها وبيعها للمستثمرين، كما قد يتلقى تعهد بتنظيم الاكتتاب فيما تبقى من الصكوك يتقدم به متعهد تغطية الإصدار حيث يلتزم بشراء ما لم يكتب به ويبيع تدريجياً أو يحتفظ به كلياً أو جزئياً.

## 2 سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

### 1.2 التعريف بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تحتضن ماليزيا كغيرها من معظم دول العالم سوق مالي يتم فيها التعامل على كل فئة من الأدوات المالية المتشابهة في قسم خاص بها داخل السوق، وبغية اجتذاب فئة من المستثمرين الساعين إلى توظيف فوائضهم المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، عملت ماليزيا على خلق سوق مالية إسلامية تعمل جنباً إلى جنب مع نظيرتها التقليدية.

وتشمل المحطات الرئيسية التي دفعت باتجاه تبلور سوق للأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا إلى ما يلي<sup>2</sup>:

- ✓ تأسيس هيئة الأوراق المالية "SC" عام 1993م، كهيئة رئيسية لتنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية بشكل عام، وذلك بالعمل على توفير موارد مالية كبيرة لضمان النمو المنظم لسوق الأوراق المالية الإسلامية، وقد ركزت هاته الهيئة على وضع الأطر التنظيمية لتسهيل إدخال المنتجات والخدمات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- ✓ إصدار أول وحدات استثمارية إسلامية لصناديق الاستثمار في عام 1993م؛
- ✓ تأسيس BIMP للأوراق المالية في عام 1994م كأول سوق لتداول الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- ✓ إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية "SAC" في عام 1996م، وذلك استجابة للتطور الديناميكي لسوق الأوراق المالية الإسلامية، ففي البداية عملت هيئة الأوراق المالية على توفير التوجيهات والتوضيحات بشأن القضايا الشرعية المتعلقة بالسوق، بعدها تم إنشاء هاته اللجنة لثعني بتوفير التوجيهات الشرعية الموثوقة لسوق الأوراق المالية الإسلامية والتي تتسم بالاتساق واليقين، مما عزز من ثقة المستثمرين في هاته السوق؛
- ✓ إطلاق مؤشر الشريعة في عام 1999م كأول مؤشر للأسهم المتوافقة مع أحكام الإسلامية؛

<sup>1</sup> وليد خالد الشايجي، و الحجي عبد الله يوسف. (15 ماي 2005). صكوك الاستثمار الشرعية. المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، ص919.

<sup>2</sup> curities Commission Malaysia. (2023, december 10). SHARIAH-COMPLIANT SECURITIES SCREENING METHODOLOGY. Récupéré sur ISLAMIC CAPITAL MARKET: <https://www.sc.com.my/development/icm/shariah-compliant-securities/shariah-compliant-securities-screening-methodology>, P3.

✓ بعد الأزمة المالية الآسيوية لعام 1998م، بدأت هيئة الأوراق المالية بوضع مخطط للنمو الصحي المنظم لسوق الأوراق المالية من مرحلتين، استرشد بها سوق الأوراق المالية الإسلامية، تغطي المرحلة الأولى الفترة ما بين 2001م إلى 2010م، وتغطي المرحلة الثانية الفترة ما بين 2011 إلى 2020م.

وتعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية أحد أهم أركان السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، بحيث تتجلى الأركان الأخرى لهاته السوق في الخدمات المصرفية الإسلامية والتأمين الإسلامي المعروف باسم "تكافل"، وتعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية جنباً إلى جنب في نفس الوقت، بحيث يختص كل سوق (إسلامي أو تقليدي) في نوع خاص من الصفقات، إذ يتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية بغياب الصفقات القائمة على الفائدة الربوية، والمعاملات المشكوك في مشروعيتها<sup>1</sup>.

وقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق الأوراق المالية الإسلامية بأنه "السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، المقامرة، بيع الغرر وغيرها"، فهو سوق تتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، من خلال تجميع الموارد المالية بطرق متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (سمور، 2007، صفحة 99).

شكل رقم (01): أركان السوق المالية الإسلامية في ماليزيا



Source : Zahid, M., Shah, I., & Shami, R (2023, December 28) Islamic capital Markets P 3.

## 2.2 أقسام سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

دفعت مجموعة من المبادرات القائمة على الابتكار والتطوير للأدوات المالية والتي تقودها هيئة الأوراق المالية إلى طرح تشكيلة متنوعة من المنتجات المالية الإسلامية، فخلقت بذلك كل مجموعة من المنتجات المتماثلة سوقاً خاص بها، بحيث يمكن تقسيم هاته الأسواق إلى ما يلي:

### 1.2.2 سوق الأسهم الإسلامية

تمثل هاته السوق الآلية التي يمكن من خلالها التعامل بصفة معينة من الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية وهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (الأسهم الإسلامية)، وقد تمثلت أولى المبادرات لتطوير هذا السوق في تقديم التوجيهات والتوضيحات للمستثمرين الراغبين في الاستثمار في الأسهم الإسلامية، حيث تم تطبيق منهجية فحص لتمييز الأسهم المباحة من الأسهم المحرمة في سوق الأوراق المالية وهذا في عام 1995م، بحيث تُمكن عملية الفرز المستثمرين من التأكد من مدى تماشي محافظهم مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد اعتمدت منهجية الفحص في ذلك الوقت على حساب نسبة الأنشطة الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية للشركة المصدرة للسهم من إجمالي أنشطة الشركة ومقارنتها مع المعايير المرجعية المسموح بها شرعاً، ثم بعد ذلك

<sup>1</sup> Wan Rzazila, W., Roudaki, J., & Murray, C. (2023, December 28). The Evolution of the Islamic Capital Market in Malaysia. Récupéré sur research archive, Lincoln University: <https://researcharchive.lincoln.ac.nz/items/1157f0c1-bf6a-48d5-9aea-4635e8e37684> ,

وتماشياً مع نضج صناعة التمويل الإسلامي المحلية، أقرت اللجنة الاستشارية الشرعية "SAC" منهجية فحص منقحة في عام 2012م بإدخال معايير إضافية للنسب المالية (نسبة الأنشطة الغير مشروعة من إجمالي نشاط الشركة المصدرة للسهم)<sup>1</sup>.

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية "SAC" بتحديث قائمة الأسهم المصنفة كأوراق مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في بورصة ماليزيا مرتين في السنة، وهذا في شهري ماي ونوفمبر من كل سنة، إذ تعتبر هذه القائمة مرجع للاستثمار بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية، صناديق التكافل، مؤسسات الوساطة الإسلامية والمستثمرين الباحثين عن استثمارات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتعتبر الشركات غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية إذا تمثل نشاطها الرئيسي فيما يلي<sup>2</sup>:

- ✓ الخدمات المصرفية التقليدية؛
- ✓ التأمين التقليدي؛
- ✓ القمار؛
- ✓ الأنشطة المتعلقة بالسوائل والمشروبات الكحولية؛
- ✓ أنشطة لحم الخنزير؛
- ✓ الأغذية والمشروبات غير الحلال؛
- ✓ وسائل الترفيه الغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛
- ✓ إيرادات الفوائد من الحسابات والأدوات التقليدية، بما في ذلك توزيعات الأرباح من الاستثمار في الأدوات المالية الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وإيرادات الفوائد الممنوحة بموجب حكم قضائي؛
- ✓ التبغ والأنشطة ذات الصلة؛
- ✓ الأنشطة الأخرى التي تعتبر غير متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وبالنسبة للشركات التي تختلط أنشطتها بين المباحة والمحرمة شرعاً، فإن اللجنة الاستشارية الشرعية تقيس نسبة مساهمة كل من الأنشطة المباحة والمحرمة في الأرباح التي يحققها المشروع قبل الضريبة، إذ تستخدم اللجنة معايير مرجعية تستند إلى الاجتهاد كمصدر من مصادر التشريع، فإذا تجاوزت نسبة مساهمة الأنشطة المحرمة في الأرباح المحققة للشركة قبل الضريبة المعيار المحدد، تصنف الأوراق المالية الخاصة بالشركة على أنها أوراق مالية غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ففي قائمة شهر نوفمبر من سنة 2016م تم تصنيف 671 ورقة مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وهوما يمثل 74% من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا<sup>3</sup>.

## 2.2.2. سوق الصكوك الإسلامية:

تعد سوق الصكوك قطاعاً هاماً جداً من قطاعات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، يدعم التمويل طويل الأجل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ويساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، إذ تقدم هذه السوق فرصاً استثمارية متنوعة لجميع المستثمرين المحليين والأجانب، وفرصاً تمويلية للمشروعات المحلية والأجنبية، وتغطي مجموعة من المخاطر الضريبية، حيث يتمتع مصدر الصكوك بخصم ضريبي بقيمة المصاريف المتعلقة بالإصدار، وإعفاء من رسوم الطابع، والقدرة على مقايضة حصيلة الإصدار بعملات أجنبية، وهو ما مكنها من زيادة جاذبيتها بالنسبة للجهات المصدرة الغير إسلامية، المحلية منها والدولية (بوجال، 2018، صفحة 216).

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia. (2017). SC Annual Report. Malaysia, P7.

<sup>2</sup> Securities Commission Malaysia. (2023). SC Annual Report. Malaysia.

<sup>3</sup> Securities Commission Malaysia. (2023). SC Annual Report. Malaysia.

تخضع عملية إصدار الصكوك في ماليزيا إلى رقابة الهيئات الرقابية الشرعية، حيث يجب أن يكون هيكل الصكوك متوافقاً مع الأحكام والمبادئ والمفاهيم الشرعية المعتمدة، بالإضافة إلى أي أحكام ومبادئ ومفاهيم شرعية أخرى أقرتها الشريعة الإسلامية واللجنة الاستشارية الشرعية "SAC" من وقت لآخر، وفي هذا الإطار يقوم المستشار الشرعي للجنة الاستشارية الشرعية "SAC"، بمجموعة من الأدوار تتمثل في<sup>1</sup>:

- ✓ تقديم المشورة بشأن جميع جوانب إصدار الصكوك وفقاً لمبادئ الشريعة؛
- ✓ توفير الخبرة والتوجيهات الشرعية في جميع المسائل، لا سيما في الوثائق والهياكل وأدوات الاستثمار، وضمان الامتثال لقوانين ومبادئ هيئة الأوراق المالية ذات الصلة؛
- ✓ ضمان الامتثال لأحكام الشريعة والمبادئ والمفاهيم التي أقرها اللجنة الاستشارية الشرعية "SAC"؛
- ✓ تطبيق الاجتهاد (التعليل الفكري) للتأكد من أن جميع الجوانب المتعلقة بالصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، في غياب أي من الأحكام والمبادئ والمفاهيم التي أقرها المجلس الاستشاري الشرعي.
- بالإضافة إلى ذلك، يجب على المستشار الشرعي إصدار "تصريح الشرعية" حيث يجب أن تتوافق إجراءات التوقيع مع المتطلبات المحددة من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية "SAC"، يجب أن يتضمن "تصريح الشرعية" ما يلي<sup>2</sup>:
- ✓ المبررات المنطقية لإصدار الصكوك وبنيتها وآليتها؛
- ✓ الأحكام الشرعية والمبادئ والمفاهيم المعمول بها المستخدمة في إصدار الصكوك؛
- ✓ المسائل الشرعية ذات الصلة المتعلقة بتوثيق إصدار الصكوك.

### 3.2.2. سوق الصناديق الاستثمارية الإسلامية:

تم إطلاق أول صندوق متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا في عام 1993، وتعتبر الصكوك والأسهم الإسلامية المصدر الرئيسي لوحدات الصناديق الاستثمارية الإسلامية، كما يتميز صندوق الاستثمار الإسلامي عن الصندوق التقليدي في وجود لجنة شرعية أو مستشار شرعي لتحديد مدى امتثال الصندوق لمبادئ الشريعة الإسلامية، وقد ضمت هذه السوق 314 صندوق استثماري إسلامي سنة 2015، مما يجعلها الأكبر في العالم من حيث العدد، والثانية من حيث القيمة<sup>3</sup>.

### 3. دور الصكوك في تنمية سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

#### 1.3 تطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعد سوق الصكوك قطاعاً هاماً جداً من قطاعات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، يدعم التمويل طويل الأجل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، إذ تقدم هذه السوق فرصاً استثمارية متنوعة لجميع المستثمرين المحليين والأجانب، وفرصاً تمويلية للمشروعات المحلية والأجنبية، وتحظى بمجموعة من الحوافز الضريبية، حيث يتمتع مصدرو الصكوك بخصم ضريبي بقيمة المصاريف المتعلقة بالإصدار، وإعفاء من رسوم الطابع، والقدرة على مقايضة حصيلة الإصدار بعملات أجنبية، وهو ما مكنها من زيادة جاذبيتها بالنسبة للجهات المصدرة الغير إسلامية، المحلية منها والدولية<sup>4</sup>.

- ✓ وتتمثل الصكوك الإسلامية المتداولة في بورصة ماليزيا في مجموعة من الأصناف المتوافق مع صيغ التمويل الإسلامي فنجد الصكوك المتوافقة مع الصيغ القائمة على البيوع كصكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك الإجارة وصكوك المراجعة، والصكوك

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia. (2015). SC Annual Report. Malaysia, P31.

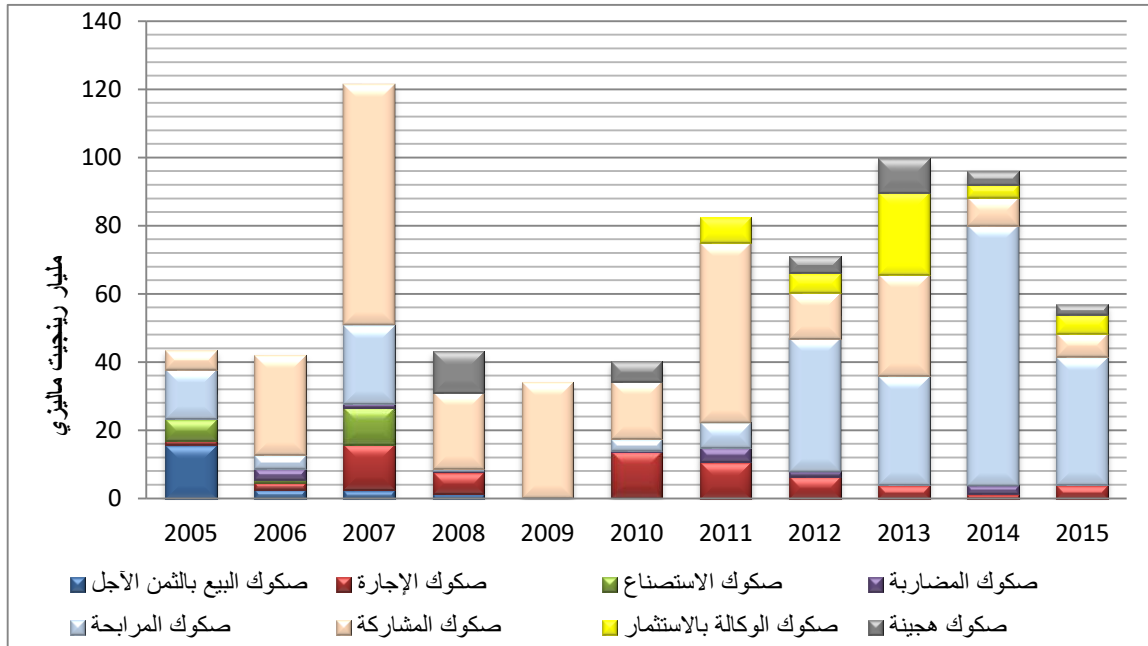
<sup>2</sup> Securities Commission Malaysia. (2015). SC Annual Report. Malaysia, P29.

<sup>3</sup> Securities Commission Malaysia. (2017). SC Annual Report. Malaysia, P9.

<sup>4</sup> زوبير بولجال. (2018). تطوير السوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية. جامعة عنابة، قسم العلوم المالية، الجزائر: أطروحة دكتوراه، ص 216.

المتوافقة مع صيغ التمويل الإسلامي القائمة على المشاركة وهي صكوك الاستصناء صكوك المضاربة وصكوك المشاركة، كما توجد أيضا صكوك الوكالة بالاستثمار<sup>1</sup>.

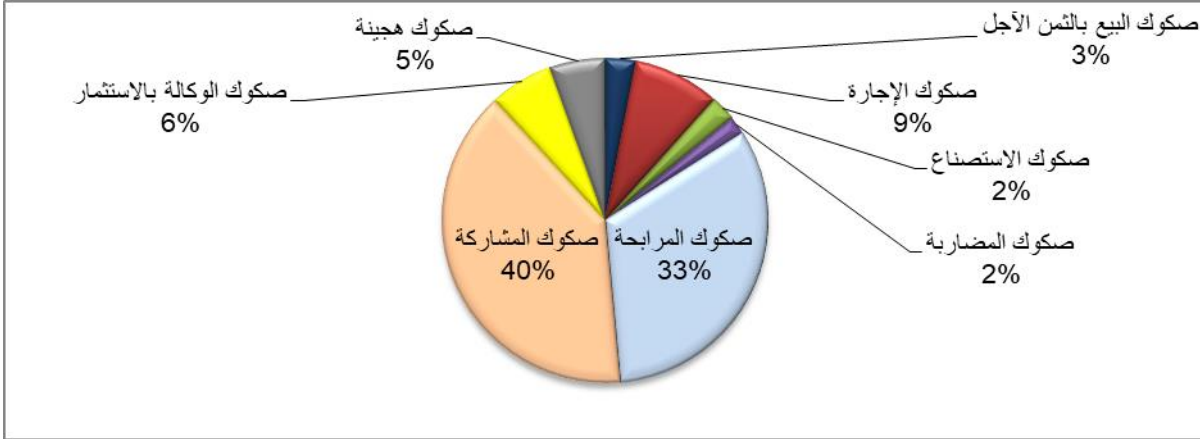
شكل رقم (02): تطور إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2005 – 2015).



Source: Securities Commission Malaysia (2006–2015) SC Annual Report Malaysia.

شكل رقم (03): نسبة أنواع الصكوك في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2005 – 2015).

<sup>1</sup> Securities Commission Malaysia. (2017). SC Annual Report. Malaysia, P3.



**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على المعلومات الموجودة في الشكل السابق.

من خلال الشكل رقم (02) نلاحظ ارتفاع مفرد في إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال سنة 2007م، ويعزى هذا إلى سعي الحكومة الماليزية لتطوير هذه الصيغ التمويلية بشكل خاص وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل عام، بالإضافة إلى سعيها للاستثمار في ثقة أصحاب الفوائض المالية في الأدوات المالية الإسلامية، إلا أن هذا الارتفاع سرعان ما انخفض سنة 2008م إلى الحجم الذي كان عليه خلال سنوات 2005م و 2006م، وهذا راجع إلى أحداث الأزمة المالية العالمية وما ترتب عليها من آثار سلبية على جميع أسواق الأوراق المالية العالمية، وفي سنة 2009م ازداد انخفاض حجم الإصدار كما انحصر على صكوك المشاركة والمراجعة فقط، وقد شهد إصدار الصكوك تذبذباً في حجم الإصدار في السنوات اللاحقة.

كما نلاحظ من خلال الشكل رقم (03) أن صكوك المشاركة وصكوك المراجعة قد استأثرت بحصة الأسد في الحجم الإصدار الإجمالي للصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا في الفترة الممتدة من 2005م إلى غاية 2015م، حيث بلغت صكوك المشاركة 40% وصكوك المشاركة 33% من إجمالي الصكوك المصدرة، ويعود السبب في ذلك إلى سهولة هيكلة هذه الصكوك نظراً لوضوح مبادئها المحددة من قبل الهيئات الرقابية في ماليزيا.

### 2.3 دور الصكوك في النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

سنحاول معرفة دور الصكوك في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها نحو سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا من خلال إجراء دراسة قياسية تبحث طبيعة العلاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية ورسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، يتم فيها استخدام بيانات سنوية خلال الفترة (2001-2022)، والتي تم استقائها من التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وذلك باستخدام برنامج 9 Eviews مع اعتماد النتائج المتحصل عليها عند حد المعنوية 5%.

#### 1.2.3. متغيرات ونموذج الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في حجم الإصدار السنوي للصكوك الإسلامية ورسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية، مع اعتماد طريقة المربعات الصغرى OLS في تقدير نموذج الدراسة الذي يكون كما يلي:

$$LICM_t = \alpha + \beta LSUK_t + \varepsilon_t \dots\dots\dots(01)$$

حيث:

LICM تمثل اللوغاريتم النبري لرسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية؛

LSUK تمثل اللوغاريتم النبري لحجم إصدار الصكوك الإسلامية.

وفيما يلي توصيف لبيانات الدراسة:

جدول رقم (01): توصيف بيانات الدراسة

| SUK      | ICM      |                |
|----------|----------|----------------|
| 480,25   | 1284,48  | الوسط الحسابي  |
| 411,95   | 1286,02  | الوسيط         |
| 1183,77  | 2322,30  | أقصى قيمة      |
| 55,20    | 340,70   | أدنى قيمة      |
| 10565,71 | 28258,74 | المجموع        |
| 2797457  | 9455339  | مجموع المربعات |
| 22       | 22       | عدد المشاهدات  |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eveiws.

### 2.2.3. اختبار استقرار السلسلتين الزميتين

للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية قمنا بتحديد عدد درجات الإبطاء المثلى لكل سلسلة زمنية، ثم اختبار خلوها من جذر الوحدة، وذلك باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع ADF، وفي حالة احتوائها عليه نقوم بإجراء الفروق إلى أن تستقر السلسلة، وقد جاءت النتائج وفق ما يبينه الجدول الموالي:

جدول رقم (02): نتائج اختبار استقرارية السلسلتين الزميتين باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع

| المتغيرات       | المستوى أو الفرق الأول | وجود حد ثابت واتجاه عام | وجود حد ثابت وبدون اتجاه عام | بدون حد ثابت واتجاه عام | درجة التكامل |
|-----------------|------------------------|-------------------------|------------------------------|-------------------------|--------------|
| LSUK            | عند المستوى            | -0,815124               | -3,480342                    | -0,116143               | I(1)         |
|                 | عند الفرق الأول        | -5,679305               | -3,814912                    | -1,757082               |              |
| LICM            | عند المستوى            | -2,347811               | -2,547593                    | 2,770119                | I(1)         |
|                 | عند الفرق الأول        | -5,833383               | -4,722351                    | -4,126369               |              |
| القيم الحرجة 5% |                        | -3,644963               | -3,029970                    | -1,605603               |              |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eveiws.

تأكدنا من خلال الجدول رقم (02) أن السلسلتين الزميتين للمتغيرين LSUK و LICM غير مستقرتين عند المستوى، حيث نجد في النماذج الثلاثة أن قيمة إحصائية ADF أكبر من القيمة الحرجة عند حد المعنوية 5%، وبعد إجراء الفروق الأولى نلاحظ استقرار هاتين السلسلتين، مما يعني أنهما متكاملتين من الدرجة I(1).

### 3.2.3. تقدير نموذج الدراسة

بعد إجراء الانحدار بين متغيري الدراسة بطريقة المربعات الصغرى تحصلنا على النتائج التالية:

$$LICM_t = 3,289831 + 0,638364 LSUK_t$$

.....(02)

t-Statistic 30.39045      34.68170

Prob      0,0000      0,0000

$$R^2 = 0,983644 \quad \overline{R^2} = 0,982827 \quad F\text{-statistic} = 1202.820 \quad \text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0,000000$$

نلاحظ من خلال المعادلة رقم (02) وجود علاقة طردية بين حجم إصدار الصكوك الإسلامية ورسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية، وأن تغير إصدار الصكوك بـ 1% يؤدي إلى تغير رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا بـ 0,638364% في نفس الاتجاه، كما أن التغير في حجم إصدار الصكوك يفسر 98,3644% من التغيرات الحاصلة في رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، والباقي (1,6356) تفسره عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما نلاحظ معنوية معاملات النموذج، فاحتمال إحصائية ستودنت للثابت ولمعامل حجم إصدار الصكوك الإسلامية يقل عن حد المعنوية 5%، كما أن احتمال إحصائية فيشر يقل كذلك عن حد المعنوية وهو ما يعني أن النموذج معنوي إجمالاً.

تبين لنا هذه النتائج أن إصدار الصكوك الإسلامية هو العامل الأهم ويكاد يكون الوحيد القادر على النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، فهاته الأدوات المالية المستحدثة تعد جسر العبور الأول للمعاملات المالية الإسلامية في اقتصاد مبني على المعاملات الربوية، إذ تعتمد الدول الراغبة في اعتماد المعاملات المالية الإسلامية في اجتذاب أصحاب الفوائض المالية الذين لديهم حساسية شديدة اتجاه المعاملات المالية المحرمة، وبعد دخولهم إلى السوق، تُعرض عليهم باقي الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فتتوسع بذلك أسواق المال بشكل عام، وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص.

#### 4.2.3. تشخيص صلاحية نموذج الدراسة

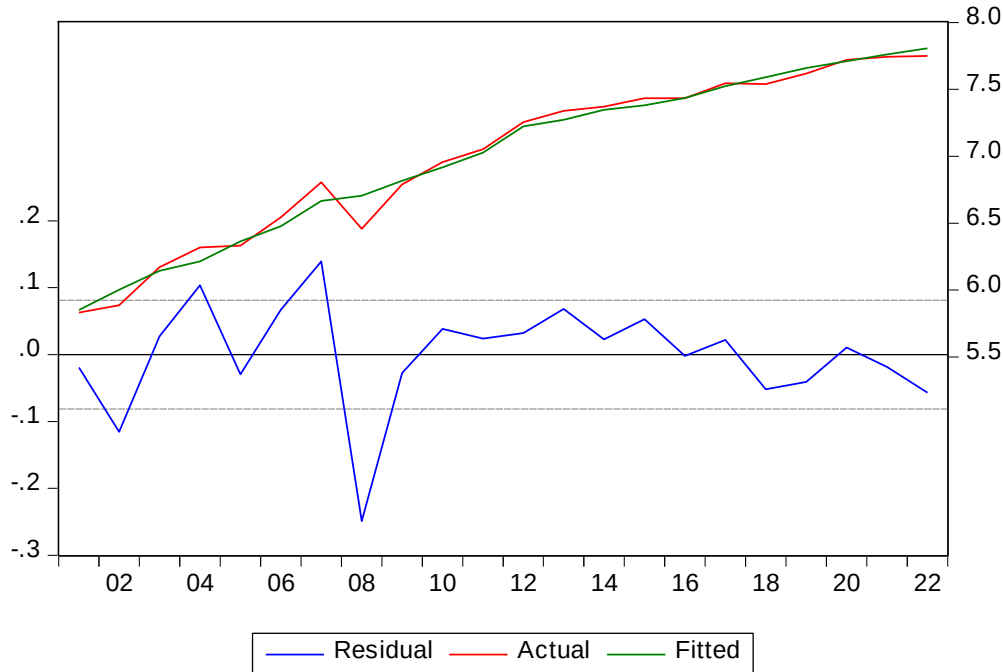
من أجل الوثوق بنتائج هذه الدراسة، وجب علينا إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية، فلا يمكن الوثوق في هذا النموذج إلا إذا كان المزيح الخطي المتولد من تقدير العلاقة الانحدارية بين المتغيرين أو ما يعرف ببواقي النموذج مستقرا في المستوى، وللتأكد من ذلك قمنا باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع ADF، حيث بين الجدول رقم (03) استقرار سلسلة البواقي في المستوى عند حد المعنوية 5%، وهو ما يعني أنها متكاملة من الدرجة I(0)، كما يشير الشكل رقم (04) إلى أن بواقي النموذج المقدرة والفعلية متطابقة تقريبا.

جدول رقم (03): نتائج اختبار استقرارية سلسلة البواقي

| المتغيرات       | المستوى أو الفرق الأول | بوجود حد ثابت واتجاه عام | بوجود حد ثابت وبدون اتجاه عام | بدون حد ثابت واتجاه عام | درجة التكامل |
|-----------------|------------------------|--------------------------|-------------------------------|-------------------------|--------------|
| $\varepsilon_t$ | عند المستوى            | -4,714187                | -4,835878                     | -4,961452               | I(0)         |
| القيم الحرجة 5% |                        | -3,644963                | -3,029970                     | -1,605603               |              |

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

شكل رقم (04): بواقي النموذج المقدرة والفعلية



المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews.

تشير إحصائية LM في الجدول رقم (04) إلى خلو نموذج الدراسة من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي، فاحتمال  $\chi^2$  بلغ 0,37 وهو أكبر من حد المعنوية 0,05، كما تشير إحصائية ARCH إلى ثبات تباين البواقي، فاحتمالها يقدر بـ 0,4806 وهو أكبر من حد المعنوية.

جدول رقم (04): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

|               |          |                     |        |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic   | 0.894383 | Prob. F(2,18)       | 0.4263 |
| Obs*R-squared | 1.988647 | Prob. Chi-Square(2) | 0.3700 |

المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews.

جدول رقم (05): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

|               |          |                     |        |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic   | 0.461129 | Prob. F(1,19)       | 0.5053 |
| Obs*R-squared | 0.497592 | Prob. Chi-Square(1) | 0.4806 |

المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews.

أظهرت جميع الاختبارات التشخيصية المستخدمة في هذه الدراسة إلى خلو النموذج من المشاكل القياسية، وعليه يمكننا القول أن هذا النموذج يتمتع بالقبول من الناحية الإحصائية، كما يتسم بقدر كبير من الدقة والجودة.

#### الخلاصة

تناولنا من خلال هذه الورقة البحثية دور الصكوك في النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، من خلال دراسة أثر حجم الإصدار السنوي للصكوك الإسلامية على رتملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2022)، وقد خلصت هذه الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية هو العامل الأهم ويكاد يكون الوحيد القادر على النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، كما توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات نوردتها فيما يلي:

#### النتائج

- ✓ تمثل الصكوك الإسلامية أوراق مالية بقيمة متساوية لها مدة محددة، تصدرها المشروعات عن أصول عينية أو نشاط استثماري مولد لدخل دوري؛
- ✓ تتميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من الأدوات المالية في كونها تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية إصدارها إلى انتهاء آجالها؛
- ✓ سعت ماليزيا إلى اجتذاب فئة من المستثمرين الساعين إلى توظيف فوائضهم المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال خلق سوق مالية إسلامية تعمل جنباً إلى جنب مع نظيرتها التقليدية؛
- ✓ تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية أحد أهم أركان السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، والتي تضم كذلك الخدمات المالية المصرفية الإسلامية والتأمين الإسلامي المعروف باسم "نكافل"؛
- ✓ تنفّرع سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا إلى سوق للصكوك الإسلامية، سوق الأسهم الإسلامية وسوق الصناديق الاستثمارية الإسلامية؛
- ✓ استحوذت صكوك المشاركة وصكوك المراجعة على حصة الأسد في الحجم الإصدار الإجمالي للصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا في الفترة الممتدة من 2005م إلى غاية 2015م، حيث بلغت صكوك المشاركة 40% وصكوك المشاركة 33% من إجمالي الصكوك المصدرة؛
- ✓ يؤدي تغير إصدار الصكوك الإسلامية بـ 1% إلى تغير رتملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا بـ 0,638364% في نفس الاتجاه؛
- ✓ التغير في حجم إصدار الصكوك يفسر 98,3644% من التغيرات الحاصلة في رتملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

#### التوصيات

- ✓ ضرورة تشجيع المشروعات على إصدار المزيد من الصكوك الإسلامية لما لذلك من أثر إيجابي على النهوض بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا؛
- ✓ العمل على الترويج للأنواع المختلفة من الصكوك الإسلامية وتبيان كيفية استخدامها من قبل المشروعات لطلب التمويل مع الترويج لها ولمشروعيتها لدى أصحاب الفوائض المالية؛
- ✓ يوصي الباحثين القائمين على الأنظمة المالية في الدول العربية والإسلامية بشكل عام وفي الجزائر بشكل خاص، بالعمل على إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في السوق كخطوة أولية للتوجه نحو التأسيس لسوق مالية إسلامية.

## قائمة المراجع :

- خير الدين معطى الله، و رفيق شرياق. (03 ديسمبر، 2012). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية. الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، الصفحات 236-262.
- زويير بولحبال. (2018). تطوير السوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية. جامعة عنابة، قسم العلوم المالية، الجزائر: أطروحة دكتوراه.
- سعود بن ملوح العنزي. (2010). الصكوك الإسلامية، ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة. الجامعة الأردنية، قسم الفقه وأصوله، الأردن: أطروحة دكتوراه.
- سليمان ناصر، و ربيعة بن زيد. (05 ماي، 2014). الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر. المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الصفحات 1-16.
- نبيل خليل طه سمور. (2007). سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، رسالة ماجستير. فلسطين، قسم إدارة الأعمال: الجامعة الإسلامية-غزة.
- هنا محمد هلال الحنيطي. (2015). دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية. مجلة دراسات العلوم الإدارية، 42(2)، 553-565.
- وليد خالد الشايحي، و الحجي عبد الله يوسف. (15 ماي، 2005). صكوك الاستثمار الشرعية. المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية.
- يونس شعيب. (2014). دور الصكوك الحكومية في دعم القطاعات الاقتصادية. مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، 28(1)، 223-256.
- Securities Commission Malaysia. (2006-2023). SC Annual Reports. Malaysia.
- Securities Commission Malaysia. (2015). Guidelines on Issuance of Private Debt Securities and Sukuk to Retail Investors. Malaysia.
- Securities Commission Malaysia. (2015). SC Annual Report. Malaysia.
- Securities Commission Malaysia. (2017). Islamic Fund and Wealth Management Blueprint. Malaysia.
- Securities Commission Malaysia. (2023, december 10). SHARIAH-COMPLIANT SECURITIES SCREENING METHODOLOGY. Récupéré sur ISLAMIC CAPITAL MARKET: <https://www.sc.com.my/development/icm/shariah-compliant-securities/shariah-compliant-securities-screening-methodology>
- Wan Rzazila, W., Roudaki, J., & Murray, C. (2023, December 28). The Evolution of the Islamic Capital Market in Malaysia. Récupéré sur research archive, Lincoln University: <https://researcharchive.lincoln.ac.nz/items/1157f0c1-bf6a-48d5-9aea-4635e8e37684>
- Zahid, M., Shah, I., & Shami, R. (2023, December 28). Islamic capital Markets. Récupéré sur slideshare: <https://www.slideshare.net/IntazarAliShah/islamic-capital-markets-53048826>