

مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية

العدد
الثالث

Journal of Studies in Islamic Finance and Development

مجلة علمية نصف سنوية محكمة تصدر باللغتين العربية والإنجليزية عن
مخبر الدراسات في المالية الإسلامية و التنمية المستدامة



مجلة دراسات في المالية الإسلامية والتنمية العدد الثالث

Journal of Studies in Islamic Finance and Development

مجلة علمية نصف سنوية محكمة تصدر باللغتين العربية والإنجليزية عن
مخبر الدراسات في المالية الإسلامية و التنمية المستدامة

جوان 2021 المجلد 02 العدد 01

الفهرس

الصفحة

اسم ولقب الباحث

العنوان

- | | | |
|-----|-----------------------------------|---|
| 03 | د. توفيق بج بج | ■ تعثر الصكوك و أثره على السوق المالي
بماليزيا |
| 17 | د. أشرف محمد دوا به | ■ التوريق (التصكيك) والحوكمة الرشيدة |
| 46 | د. بن علقمة مليكة | ■ دراسة مقارنة بين هيكله عمليات
التصكيك الإسلامي وعمليات التوريق
التقليدي |
| 76 | د. سميرة مشراوي | ■ الجوانب الشرعية في الصكوك الإسلامية |
| 92 | د. جلال محفوظ رضا. | ■ الإطار التنظيمي للشركة ذات الغرض
الخاص |
| 108 | د. العمري صفية
د. الجوزي جميلة | ■ تأثير إصدارات الصكوك الإسلامية على
كفاءة أداء سوق رأس المال الماليزي
دراسة قياسية (2004-2019) |
| 131 | د. سامي مباركي
د. نادية العقون | ■ الصكوك الإسلامية البديل لتحقيق
التنوع الاقتصادي والتصدي للأزمات
النفطية في الجزائر |





رئيس التحرير:
الدكتور محمد فلاق

بعد بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على نبينا محمد سيد المرسلين وخاتم النبيين وعلى أهله وصحبه أجمعين، يسر هيئة تحرير «دراسات في المالية الإسلامية والتنمية» بالمركز الجامعي مرسلبي عبد الله-تيازة أن تضع بين أيدي قرائها العدد الثالث من المجلد 02، جوان 2021م الموافق لشهر شوال 1442 هـ، والذي تضمن مجموعة من البحوث تناولت أحد أبرز الأدوات المالية التي تعمل على تعبئة المدخرات ألا وهي الصكوك الإسلامية. وقد حرصنا على أن تكون المواضيع شاملة لكي تغطي معظم جوانب الصكوك الإسلامية، حيث بدئنا العدد ببحث كتوطئة يجعل القارئ يتصور ويدرك أهم مشاكل الصكوك الإسلامية وأسباب تعثرها من أجل تكوين فكرة شاملة عن ما انتهت إليه الصناعة المالية للتصكيك الإسلامي في دول مجلس التعاون الخليجي، وماليزيا، واشتمل هذا العدد على بحثين آخرين حاول الباحثان فيهما بيان أهم الفروق بين التوريق التقليدي والصكوك الإسلامية من حيث المفهوم والخطوات والآليات وأهم إشكالاته. ومن أجل تعميق هذا الادراك وزيادة توضيح عملية التصكيك أردفنا البحثين السابقين ببحثين آخرين اعتنى أحدهما بإبراز الجوانب الشرعية عن طريق نقل أهم قرارات وفتاوى الصكوك من بداية خطوات الإصدار إلى عملية التداول، فألى عملية إطفاء الصكوك الإسلامية، وبحث آخر تناول بعض الجوانب القانونية لشركة ذات الغرض الخاص باعتبارها وسيط التصكيك. وختمنا هذا العدد ببحثين تطرقا إلى بيان الأهمية الاقتصادية للتصكيك، فتناول البحث ما قبل الأخير أثر الصكوك في كفاءة أداء سوق رأس المال بين (2004-2019م) وأشار البحث الأخير إلى أهمية الصكوك الإسلامية كبديل ومورد مهم في توفير التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية في ظل تراجع أسعار النفط في الجزائر.

تعثر الصكوك وأثره على السوق المالي الماليزيا Sukuk defaults and its impact on the malaysian capital market

د. توفيق بيج
أستاذ محاضر، جامعة مالايا- ماليزيا
البريد الإلكتروني: toufik@um.edu.my
تاريخ النشر: 2021/06/01

الملخص

اشتهرت الصكوك وانتشرت في السنوات الأخيرة كأداة معاصرة يمكنها سد فجوة موجودة في سوق رأس المال العالمي، حيث ساعدت كثير من المستثمرين على موازنة محافظهم الاستثمارية بمنتج مشابه للسندات مجاز من الناحية الشرعية. وعلى الرغم من هذا الانتشار الواسع للصكوك ووتيرة نموها؛ إلا أنها سجلت ومنذ الإصدارات الأولى لها العديد من حالات التعثر وفي مختلف أنحاء العالم. لقد حاول هذا البحث التقرب من فهم مشكلة تعثر الصكوك، والتعرف على الأسباب التي أدت إليها، وأثر هذا التعثر على السوق المالي الماليزي تحديداً.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، التعثر، تعثر الصكوك، السوق المالي الماليزي

Abstract

Sukuk is the most popular Islamic financing instrument in the rapidly growing Malaysia capital market. Since the first sukuk issuance, there have been a number of sukuk default cases recorded which have tarnished the credibility of sukuk as a practical and viable Islamic financing instrument. What are the causes of Islamic sukuk defaults? Are these sukuk defaults unique or similar to conventional bonds? What are the lessons that can be learned from sukuk defaults? What are the impacts of sukuk defaults to the capital market? These questions are important academic and policy concerns for Islamic banking.

Key Words: Sukuk, Sukuk Defaults, Malaysian Capital Market

1 . المقدمة

صارت الصكوك من أبرز الأدوات المالية نمواً في أسواق رأس المال، فعن طريقها يتم تعبئة المدخرات العاطلة والموجودة بين يدي الأفراد للقيام بوظيفتها الاقتصادية ودورها التنموي بما يؤدي إلى استثمارات في المجالات الزراعية والصناعية والتجارية. وتعتبر ماليزيا أول دولة أصدرت شهادات استثمار لا تحتوي على الربا وذلك سنة 1983 استجابة لحاجة بنك إسلام ماليزيا (Bank Islam Malaysia) لشهادات استثمار خالية من الربا. ومن حينها، وعملت الحكومة الماليزية لعدة سنوات على جذب العدد المتزايد من المستثمرين الباحثين عن الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فوفرت للمستثمرين كل متطلبات النجاح، من حوافز ضريبية جذابة، تسعير التنافسي وغيرها، وهذا ما انعكس بالإيجاب على انتشار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية.

هناك اعتقاد خاطئ، بأن الصكوك وبحكم أنها تقوم على أساس الشريعة الإسلامية، فهي بعيدة عن الأخطار التي تعاني منها السندات التقليدية. والحقيقة أن الصكوك تتعرض لنفس الأخطار التي تعاني منها السندات التقليدية، وعلى التحديد خطر التعثر، والذي له تأثيراً مباشراً على فعالية الأداة في السوق المالي. لقد شهدت السنوات القليلة الماضية، بعض حالات التعثر للصكوك في عدة بقاع من العالم، ولم يتم حل جميع هذه الحالات بما يتماشى مع التوقعات التي كانت تنتظر من هذا النوع من الأدوات التمويلية. فعلى اعتبار الصكوك بديلاً شرعياً للسندات التقليدية، وبحكم تنوع عقودها الذي يستوجب تنوع هيكلتها، كان يفترض أن يقلل من المخاطر السوقية والإئتمانية. فماذا حدث إذا حتى تتعثر الصكوك، وما هي الأسباب الرئيسة لهذا التعثر، وما هو تأثير هذا التعثر على السوق المالي بماليزيا، وكيف تمت معالجة حالات التعثر، وهل المعالجات كانت متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية الحاكمة للصكوك؟

سنحاول في هذه الدراسة الإجابة عن كل هذه الأسئلة، وسوف نركز على الحالات الماليزية للتعثر، وقد جاء هذا البحث مكوناً من ثلاثة مباحث بالإضافة للمقدمة والخاتمة. فالمبحث الأول خصص للإطار المفاهيمي للصكوك، أما المبحث الثاني فتم تخصيصه للتعثر، المفهوم، الإطار المنهجي، النماذج. أما المبحث الثالث فتم من خلاله مناقشة تعثر الصكوك وأثره على السوق المالي بماليزيا.

2. الإطار المفاهيمي للصكوك

1.2 تعريف الصكوك

تم تعريف الصكوك من طرف العديد من الهيآت الدولية، ويمكننا استعراض بعض تعاريف هذه الهيئات. (AAOIFI، 2008) عرفت الصكوك على أنها «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»، أما (IIFM ، 2008) فقد اعتبرت الصكوك عبارة عن « ورقة تجارية تمنح المستثمر ملكية أحد الأصول الأساسية». وعرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية (SC 2004) الصكوك « بأنها وثيقة أو شهادة تمثل قيمة أصل». ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا أن نقدم تعريفاً للصكوك على «أنها الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، تصدر عن جهات حكومية أو شركات خاصة، يصبح المستثمر بموجبها مالكا جزئيا للأصل محل التعاقد حتى تاريخ الاستحقاق».

2.2 أنواع الصكوك

اختلف تصنيف أنواع الصكوك تبعاً لاختلاف هياكل وعقود وإصدارات الصكوك، فهناك تصنيف لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI المعيار رقم 17 لسنة 2007، والذي يعتبر من أشمل التصنيفات، وهناك تصنيف آخر للصكوك حسب العقود الشرعية لصيغ التمويل الإسلامي، وهناك تصنيف لأكاديمية البحوث الشرعية ISRA يصنف أنواع الصكوك حسب وظيفتها التجارية، وهناك تصنيف لأنواع الصكوك على أساس الملكية والمعوضات، وهناك تصنيف لأنواع الصكوك على أساس جهة الإصدار ومكان الإصدار، كما أن هناك تصنيف لأنواع الصكوك بحسب ملكية الأصول – الموجودات- ويقسمها إلى صكوك مدعومة بأصول وصكوك مستندة على أصول.

الشكل رقم 1- يبين تصنيف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI لأنواع الصكوك

نوع الصك	الهدف من الصك	مصدر الصك	المكتتب في الصك	حصوله الاكتتاب	ملكية حامل الصك
صكوك ملكية الموجودات	بيع العين المؤجرة	بائع العين المؤجرة أو عين الموعود باستجارها	المشترون لها	ثمن شراء العين	ملكية الموجودات على الشيوع بغنمها وخرمها
صكوك ملكية المناافع	بيع منفعة العين سواء الموجودة أو الموصوفة في الذمة	بائع المنفعة العين الموجودة أو الموصوفة في الذمة	المشترون لها	ثمن المنفعة	ملكية المناافع على الشيوع بغنمها وخرمها
صكوك ملكية الخدمات	تقديم خدمات	بائع الخدمة	المشترون للخدمة	ثمن الخدمة	ملكية الخدمات
صكوك السلم	تحصيل رأس مال السلم	البائع لسلمة السلم	المشترون للسلمة	ثمن شراء السلمة (رأس مال السلم)	سلمة السلم
صكوك الاستئناج	تمويل تصنيع سلمة	الصانع (البائع)	المشترون للعين المراد صنعها	تكلفة المصنوع	العين المصنوعة
صكوك المربحة	تمويل شراء سلمة المربحة	البائع لبضاعة المربحة	المشترون لبضاعة المربحة	تكلفة شراء البضاعة	سلمة المربحة
صكوك مشاركة	إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة	الجهة التي تطالب المشاركة معها في مشروع أو نشاط معين	المشاركون في المشروع	حصة المكتتبين في رأس المال	المشروع أو موجودات النشاط

نوع الصك	الهدف من الصك	مصدر الصك	المكتتب في الصك	حصوله الاكتتاب	ملكية حامل الصك
صكوك المضاربة	مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة	المضارب	أرباب المال	رأس مال المضاربة	موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت
صكوك الوكالة بالاستثمار	الاستثمار	الوكيل بالاستثمار	الموكلون	المبلغ الموكل في استثماره	ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وخرمها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد
صكوك المزارعة	تمويل مشروع على أساس المزارعة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)	المزارعون (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)	تكاليف الزراعة	حصة في المحصول مما أنتجته الأرض وفق ما حدده العقد
صكوك المساقاة	سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)	المساقون	تكاليف العناية بالشجر	حصة من الثمرة مما أنتجته الأشجار وفق ما حدده العقد

3.2 خصائص الصكوك

حسب (القحف ، 2011) تتميز الصكوك الإسلامية بالخصائص التالية:-

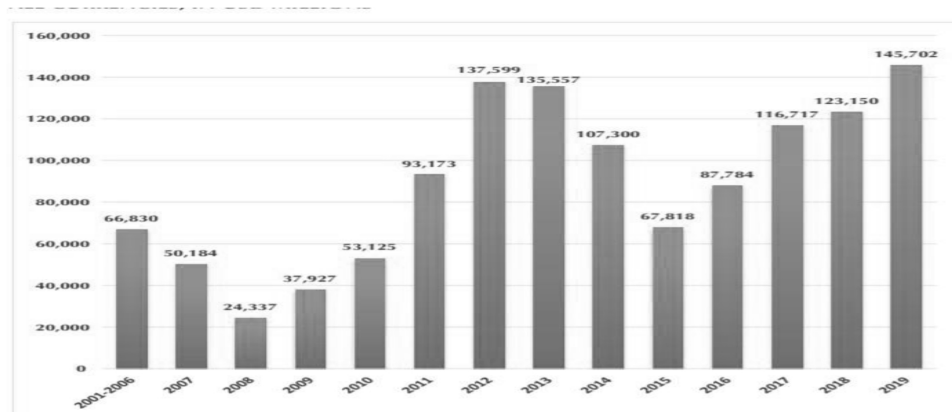
- تمثل ملكية موجودات حقيقية ذات عائد متوقع.
- يمكن أن تمثل أصولاً مادية أو معنوية أو منافع أو خدمات، كما يمكن أن تكون خليطاً من موجودات متعددة مخصصة لاستثمار معين.
- لا تمثل ديناً ولا قرضاً للمصدر.
- يمكن أن تتحول ملكية حملة الصكوك من سلع إلى ديون فتفقد بذلك التداول.
- تصدر الصكوك مستندة على عقد من عقود التمويل الإسلامي.
- يكون عائد الصكوك ثابتاً أو متغيراً.
- الصكوك معرضة لمخاطر ضمان المالك.
- يخضع تداول هذه الصكوك لطبيعة الموجودات التي تمثلها في كل وقت.
- تصدر الصكوك بما يتناسب مع قوانين بلد الإصدار وتسجل في البورصات.

4.2 سوق الصكوك وتطورها

عرفت الصكوك الإسلامية تطوراً مستمراً منذ بدء إصدار أول صكوك إسلامية سنة 1983 من طرف البنك المركزي الماليزي، عقب ذلك وفي سنة 1988 وضع مجمع الفقه الإسلامي الضوابط الشرعية لسندات المقارضة، والتي أسماها بصكوك المقارضة. فانتشر بعد ذلك إصدار الصكوك في كثير من البلدان وقامت عدة هيئات بوضع الضوابط الشرعية، ووصف هياكل الصكوك وطبيعتها التشغيلية والمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها. فمن سنة 2001 وإلى غاية سنة 2019 تم إصدار صكوك بما قيمته 1,247 تريليون دولار أمريكي على تفاوت في حجم الإصدار بين السنوات المختلفة، ويشير الإصدار التاسع لتقرير السنوي للسوق المالية الإسلامية أن سنة 2019 لوحدها شهدت إصدار قياسي للصكوك بلغ 145.7 مليار دولار بزيادة قدرها 18.32% مقارنة بإصدارات سنة 2018. وحسب التقرير نفسه، فإنه اعتباراً من ديسمبر 2019، تم إصدار 94% من الصكوك المستحقة دولياً وبالغة 551.44 مليار دولار من أسواق راسخة، وهي ماليزيا والسعودية وإندونيسيا والإمارات وتركيا والبحرين. وقدر التقرير أن الصكوك التي يبلغ حجم إصدارها 100 مليون دولار أو أكثر مع فترة سداد أكثر من عام المقرر استحقاقها خلال سنتي 2020 و 2021 ستكون حوالي 70.82 مليار دولار (Albayan، 2020). وقد حافظت ماليزيا على هيمنتها على سوق الصكوك العالمية ، حيث حازت على

47.9% من الصكوك العالمية المعلقة ، تلها المملكة العربية السعودية بـ (21.7%) في نهاية عام 2019.

الشكل رقم 2- يبين مجموع قيمة إصدارات الصكوك ما بين سنتي 2001 و2019



➤ Total Global Sukuk Issuance USD USD 1.247 Trillion

Source: IIFM Sukuk database

3. تعثر الصكوك المفهوم والإطار المنهجي .

1.3 مفهوم تعثر الصكوك

التعثر، أو التخلف عن السداد، أو التقصير، أو الإعسار في السداد من المصطلحات التي تستعمل في ترجمة كلمة (Defaults) الأنجليزية، ويعتبر تعثراً أي خرق لاتفاقية ملزمة بموجب الشروط الأصلية بين الطرفين المصدر وحملة الصكوك (Hafizi, 1520). فمفهوم تعثر الصكوك يشير إلى أي خرق يمس الالتزامات الملزمة بموجب الشروط الأصلية للاتفاق بين المصدر وحاملي الصكوك بما في ذلك مخاطر الائتمان، مخاطر دفع القسيمة، مخاطر سداد المبلغ الأساسي، مخاطر استرداد الأصول، ومخاطر مطابقة الشريعة. (Faizal & Al, 2014). وفي الغالب تستعمل كلمة تعثر الصكوك للدلالة على أمرين؛ الأول عدم قدرة مصدر الصكوك على إعطاء حملة الصكوك العائد الذي وعدهم به وتم الاتفاق عليه؛ لعدم توفر السيولة النقدية لديه، وثانياً عدم قدرة حملة الصكوك الاستحواذ على الأصول التي تمثلها تلك الصكوك، فبعد أن توقف مصدر الصك عن دفع العائد يلجأ بعض حملة الصكوك إلى الاستحواذ على الأصول، التي بموجب الصك يعتبرون مالكيين لها.

2.3 الإطار المنهجي لمناقشة تعثر الصكوك

إن طرح مشكلة تعثر الصكوك من الناحية النظرية يعتبر مدخلا رئيسا لفهم المشكلة. فبالعودة إلى بدايات تطوير هيكل الصكوك، نجد أن جل الاهتمام كان حول جعل الصكوك كأداة مالية إسلامية تتوافق مع الشريعة الإسلامية حتى تكتسب ثقة الراغبين في الاستثمار، على اعتبار الدافع الرئيس لقبول التعامل بالصكوك هو توافقه مع الشريعة الإسلامية. ولذلك لم يهتم المستثمرون كثيرا بقضية التعثر المحتمل للصكوك، وخاصة أن غالب الإصدارات كانت تتم من قبل الشركات المملوكة للدولة وهو نوع من الضمان. ولكن بعد أن ضربت الأزمة المالية الاقتصادية العالم سنة 2008، ظهرت مشكلة تعثر بعض الصكوك. فعرفت بعض شركات الإصدار في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبعض دول مجلس التعاون الخليجي، وماليزيا تعثرا، وهذا ما استوجب دراسة هذه الحالات والتقرب منها للتعرف عن سبب المشكلة.

سنقوم الدراسة بالتركيز على 6 نماذج عن تعثر الصكوك بماليزيا، وهي مختارة من بين 24 تعثر مسجل خلال الفترة الممتدة ما بين 1997 و2010، وأما البيانات المتعلقة بهذه التعثرات فقد تم الحصول عليها من مصادرها الأصلية أو من خلال دراسات حالة سابقة لهذه الشركات، ووكالات التصنيف المختلفة، كموديز Moody's واستندرز أند بورز Standards and Poor's ووكالة الماليزية للتصنيف المعروفة اختصارا بـ RAM

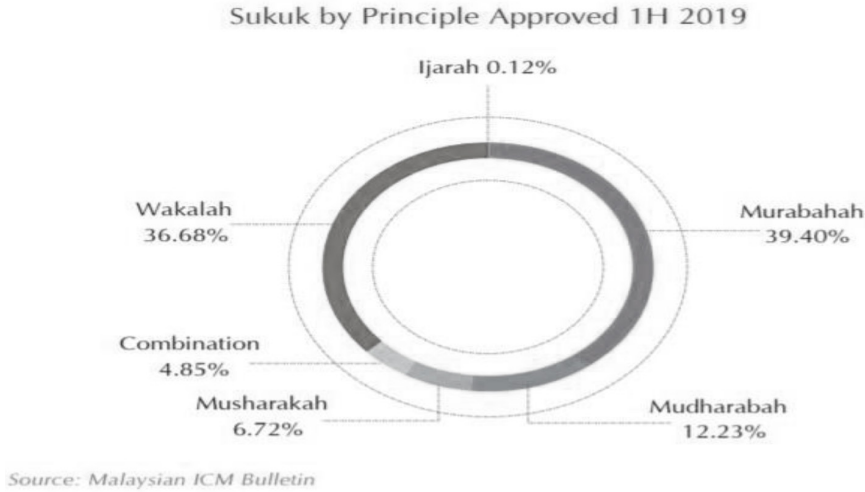
4. تعثر الصكوك وأثره على السوق المالي بماليزيا

1.4 لمحة عن سوق الصكوك بماليزيا

تحتل ماليزيا موقع الصدارة في تطوير الخدمات المصرفية الإسلامية، وسوق رأس المال الإسلامي، والتأمين التكافلي. ولديها نظام مالي إسلامي قوي وشامل مع نظام تنظيمي قوي وإطار قانوني مناسب. تصدرت ماليزيا وللسنوات عدة سوق الصكوك في العالم. وهذا ما جعل سوق الصكوك جزءا لا يتجزأ من سوق رأس المال الماليزي. يُعزى في الغالب تزايد شعبية الصكوك إلى عدة عوامل منها، أنها وسيلة للمستثمرين المسلمين الذين يحتاجون إلى الاستثمار في أدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية، كما أنها يمكن أن تكون وسيلة جذب للمستثمرين التقليديين الذين يبحثون باستمرار عن أدوات سائلة ذات أسعار جذابة للحصول على أرباح رأس المال ودخل، كما يوفر الطلب القوي من قبل المستثمرين الفرصة للمُصدرين لجمع الأموال بتكلفة أقل. لقد ساهمت الحكومة الماليزية بفعالية في ادخال الصكوك للسوق المالي الماليزي، وذلك من خلال إصدارها لسندات الخزنة الإسلامية الماليزية (MITB) و من خلال قضايا الاستثمار الحكومي الماليزي (MGII)، استطاعت ماليزيا من وضع منحى العائد المعياري خاص بالصكوك. لقد حازت الصكوك بماليزيا على ما

قيمته 58.8% من إجمالي صناديق السندات في 2017، بقيمة قدرها 759.6 مليار رينجت ماليزي من مجموع 1.29 تريليون رينجت ماليزي لكل السندات في نفس السنة.

الشكل رقم 2-- يبين أنواع الصكوك بماليزيا حسب أنواع العقد 2019



2.4 لمحة عن إصدارات الصكوك المتعثرة

تعتبر سنة 2009 سنة تعثر الصكوك على مستوى سوق الصكوك العالمية، وقدرت حالات التعثر بـ 15 حالة مع نهاية السنة 2009 ليرتفع العدد إلى 31 حالة تم الإبلاغ عنها رسمياً على مستوى العالم مع نهاية 2011 (Khinfer, 2011). وسنعرض لبعض حالات التعثر خارج ماليزيا وداخلها.

أولاً: نبذة عن تعثر الصكوك خارج ماليزيا

تعتبر شركة الطاقة الأمريكية إيست كامبرون (East Cameron Partners)، وهي شركة نفط وغاز أمريكية، أول شركة قامت بطلب في 16 أكتوبر 2008 الحماية من الإفلاس بدعوى عدم قدرتها على سداد العوائد الدورية على صكوكها الصادرة في يونيو سنة 2006 والمقدرة قيمتها بـ 166 مليون دولار أمريكي. كما حدث أول تخلف عن سداد الصكوك في منطقة الخليج في 12 مايو 2009 عندما أعلنت دار الاستثمار، وهي شركة استثمار كويتية إسلامية، عدم قدرتها على السداد مرتين في السنة عن العائد على صكوكها البالغة 100 مليون دولار أمريكي. بعد أسابيع قليلة عن ذلك فشلت «مجموعة سعد»، وهي عبارة عن تكتل سعودي، في دفع مدفوعات الإيجار الدورية عن صكوك مقدرة بـ 650 مليون دولار أمريكي الصادرة عام 2007. و في

الأسبوع الأخير من نوفمبر 2009 ، حكومة دبي أعلنت عن تجميد جميع ديونها لمدة 6 أشهر ، بما في ذلك أكبر صكوكها: ألا وهي صكوك «نخيل» المقدرة بـ 3,5 مليار دولار أمريكي قبل أسابيع قليلة من استحقاق الصكوك. وتم تجهيز حزمة إنقاذ قيمتها 10 مليارات دولار.

ثانيا: نبذة عن تعثر الصكوك بماليزيا

فيما يخص تعثر الصكوك بماليزيا، فلقد أجريت عدة دراسات ميدانية حول موضوع تعثر الصكوك بماليزيا، و الجدول -3- يبين مجموع التعثر عن سداد سندات الشركات (بما في ذلك الصكوك) في ماليزيا ، خلال الفترة الممتدة ما بين 1997 و 2009.

الشكل رقم 3-- يبين حجم التخلف عن السداد بماليزيا بما فيها سداد الصكوك

Year	Total defaulted			Default rate (by no. of issuers)	Defaults with bank guarantees		No. of issuer defaults ex-bank guarantee	Adjusted default rate (by no. of issuers)
	No. of issuers	No. of issues	Amount of rated debt (RM million)		No. of issuers	No. of issues		
1997	1	1	30	0.6	1	1	-	-
1998	16	20	3,820	8.8	11	12	5	2.8
1999	4	5	1,850	2.5	3	3	1	0.6
2000	6	12	1,875	3.6	4	9	2	1.2
2001	4	12	2,757	2.3	-	-	4	2.3
2002	-	-	-	-	-	-	-	-
2003	3	3	225	1.9	-	-	3	1.9
2004	2	2	98	1.1	1	1	1	0.6
2005	6	6	1,182	3.3	1	1	5	2.8
2006	-	-	-	-	-	-	-	-
2007	2	2	366	1.0	-	-	2	1.0
2008	2	4	300	1.1	-	-	2	1.1
2009	3	5	394	1.6	1	1	2	1.1
Total	49	70	12,896	1.9	21	27	25	1.1

Note: No default prior to 1997.

Source: RAM Ratings (2010)

لقد تمت دراسة عدة حالات تعثر بماليزيا خلال الفترة ما بين 1997 إلى غاية 2010، على اعتبار أن ما قبل سنة 1997 لم تسجل حالات تعثر. قدرت حالات تعثر الصكوك بماليزيا خلال الفترة المذكورة بـ 24 حالة كما هو موضح في الشكل رقم 4 من بين جميع الحالات، كانت هيكلية الصكوك المتعثرة على أساس عقدي المرابحة و البيع بثمن أجل BBA هي الغالبة، حيث شكلت المرابحة 12 حالة، والبيع بثمن أجل 11 حالة، وحالة وحيدة فقط للإجارة.



الشكل رقم 4-- يبين حالات تعرثر الصكوك بماليزيا في الفترة ما بين 1997-2010

Issuance Date	Rating Agency	Initial Rating*	Issuer	Type of Sukuk	Amount (RM mil)	Date of Default	Final Rating
17 Apr 1997	RAM Ratings	A2	Hualon Corporation (M) Sdn Bhd	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	150	21 Nov 2003	D
25 Jan 1999	RAM Ratings	BBB3	Johor Corporation	Murabahah Islamic Debt Securities	500	27 June 2002	D
21 Sept 2000*	MARC	A _{1D} /MARC-2 _{ID}	Europlus Corporation Sdn Bhd	BaIDS	250	10 Mar 2006	D _{ID}
11 Dec 2000	RAM Ratings	BBB3	Moccis Trading Sdn Bhd	BaIDS	50	3 June 2003	D
22 Feb 2001*	MARC	A _{1D}	Maxisegar Sdn Bhd	BaIDS	300	10 Mar 2006	D _{ID}
24 July 2003	MARC	MARC-3 _{ID}	Perspektif Perkasa Sdn Bhd	Murabahah Underwritten Notes Issuance Facility (MUNIF)	188	10 Mar 2006	D _{ID}
19 Sept 2003	MARC	MARC-3 _{ID}	Stenta Films (M) Sdn Bhd	MUNIF	90	20 Sept 2007	D _{ID}
28 Nov 2003	MARC	AA _{1D}	Malaysian Merchant Marine Berhad	BaIDS	120	2 Apr 2010	D _{ID}
30 Dec 2003	MARC	A _{1D} /MARC-2 _{ID}	Evermaster Berhad	BaIDS & Murabahah Multi-Option Notes Issuance Facility	50 & 40	31 Dec 2008	D _{ID}
1 Apr 2004	MARC	A _{1D} /MARC-1 _{ID}	Pesaka Astana (M) Sdn Bhd	BaIDS	200	30 Sept 2005	D _{ID}
9 July 2004	MARC	A _{1D}	Ingress Sukuk Berhad	Sukuk Ijarah	160	13 July 2009	D _{IS}
7 Oct 2004	MARC	A _{1D} /MARC-2 _{ID}	Oilcorp Berhad	Murabahah IMTN/MUNIF	70	7 Oct 2009	D _{ID}
19 Oct 2004	RAM Ratings	A3/P2	BSA International Berhad	Murabahah CP/MTN	150	28 May 2008	D
4 Nov 2004*	MARC	A _{1D} /MARC-2 _{ID}	Jana Niaga Sdn Bhd	MUNIF	100	15 Nov 2007	D _{ID}
12 Nov 2004	RAM Ratings	A2/ P2	The Royal Mint of Malaysia Sdn Bhd	Murabahah Multi-Option Notes Issuance Facility	55	8 June 2007	D
15 Dec 2004	MARC	AA _{1D}	PSSB Ship Management Sdn Bhd	BaIDS	40	15 Dec 2009	D _{ID}
28 Jan 2005	MARC	A _{1D}	Tracoma Holdings Berhad	BaIDS	100	29 Jan 2009	D _{ID}
8 Mar 2005	MARC	MARC-2 _{ID}	M-Trex Corporation Sdn Bhd	Murabahah ICP	60	21 May 2009	D _{ID}
29 Apr 2005	RAM Ratings	A1(s)/P1(s)	Oxbridge Height Sdn Bhd	Murabahah IMTN/MUNIF	104/50	6 Apr 2009	D
26 Sept 2005	MARC	A _{1D}	Englotechs Holding Bhd	Murabahah MTN	50	27 Mar 2009	D _{ID}
28 Oct 2005	RAM Ratings	A2	Memory Tech Sdn Bhd	BaIDS	320	7 June 2007	D
31 Jan 2006	MARC	A _{1D} /MARC-1 _{ID}	Nam Fatt Corporation Berhad	Murabahah ICP/IMTN	250	6 Apr 2010	D _{ID}
13 Apr 2007	MARC	MARC-1 _{ID}	Straight A's Portfolio Sdn Bhd	MUNIF	200	11 Dec 2009	D _{ID}
17 May 2007	MARC	A _{1D}	Malaysian International Tuna Port Sdn Bhd	BaIDS	240	18 Nov 2009	D _{ID}

استنادا إلى الجدول أعلاه وتصنيفا (Rating Agency Malaysia (RAM و Malaysian Ra- (MARC Corporation Berhad (MARC وحسب الإحصاءات المقدمة من طرف هيئة الأوراق المالية

Securities Commission(SC) فإننا سنركز على تعثر 6 شركات تعتبر أكبر من حيث القيمة المالية للتعثر ومع مراعاة التسلسل الزمني للتعثر:-

- شركة (JCorp) ، وهي شركة مرتبطة بحكومة ولاية جوهور، وتعتبر من التكتلات الرائدة بماليزيا وتجمع تحت عضويتها أكثر من 280 شركة. تم إصدار صك الشركة في يناير 1999م من خلال صكوك مربحة، تعثرت عن السداد بعد ثلاث سنوات في يونيو 2002. مبلغ تعثرها يعتبر أكبر مبالغ الصكوك المتعثرة بماليزيا ويقدر بـ 500 مليون رينغت ماليزي. وأسباب تعثرها يمكن تصنيفها ضمن مخاطر السيولة، حيث كانت هناك صعوبة في تعبئة الأموال.

- شركة Maxisegar Sdn Bhd، وهي شركة خاصة متخصصة في قطاع العقارات، تم إصدار صك الشركة في فبراير 2001م من خلال صكوك بيع بثمن أجل، تعثرت عن السداد في مارس 2006. مبلغ تعثرها يقدر بـ 300 مليون رينغت ماليزي. وأسباب تعثرها تدخل في إطار مخاطر السيولة، كصعوبة في السيولة قصيرة الأجل.

- شركة Europlus Corporation Sdn Bhd ، هي شركة خاصة عقارية، تم إصدار صك الشركة في سبتمبر 2000م من خلال صكوك بيع بثمن أجل، تعثرت عن السداد في مارس 2006. قدر مبلغ تعثرها بـ 250 مليون رينغت ماليزي. وأسباب تعثرها عدم فحص جودة أو رداءة الأصول، والاكتفاء بملاءة مصدر الصكوك.

- شركة Ingress Sukuk Berhad ، هي شركة خاصة تتعامل في توريد قطع غيار السيارات، تم إصدار صك الشركة في يوليو 2004 من خلال صكوك إجارة، تعثرت عن السداد في يوليو 2009. قدر مبلغ تعثرها بـ 160 مليون رينغت ماليزي. وأسباب تعثرها تدخل في إطار مخاطر السيولة، كصعوبة في السيولة قصيرة الأجل. كما أن خطوة إعادة هيكلة صكوكها جاءت متأخرة وبعد الإعلان عن التعثر.

- شركة Tracoma Holding Berhad ، هي شركة خاصة تتعامل في العقارات، تم إصدار صك الشركة في يناير 2005 من خلال صكوك بيع بثمن أجل، تعثرت عن السداد في يناير 2009. قدر مبلغ تعثرها بـ 100 مليون رينغت ماليزي. وأسباب تعثرها تدخل في إطار صعوبات في تعبئة الأموال وتأمين البديل.

- شركة Nam Fatt Corporation Berhad سجلت هذه المجموعة سنة 2010 تعثرا بقيمة 250 مليون رينغت ماليزي، وهي مجموعة متعددة الجنسيات تضم 31 شركة تابعة وأربع شركات مرتبطة، هذه الشركة لديها تواجد دولي في ست دول من خلال مكاتبها في جميع أنحاء العالم من ماليزيا ، إلى سنغافورة ،

بروناي ، إندونيسيا ، تايلاند ، فيتنام ، الصين ، اليابان ، تركمانستان والسودان والشرق الأوسط. اعتمدت الشركة على عقد تمويل بالمراجحة سنة 2005، لتتعثر بعد خمس سنوات في أبريل 2010. وأسباب تعثرها مخاطر ائتمانية، بسبب الأزمة العالمية.

3.4 تحليل مشكلة تعثر الصكوك بماليزيا وتأثيرها على السوق المالي

أولاً: تحليل أسباب تعثر الشركات الماليزية قيد الدراسة

- حسب دراسة حالات التعثر لـ 6 شركات مختارة من مجموع الشركات المتعثرة خلال فترة 1997 وإلى غاية 2010 يمكننا أن نسجل أن أغلب حالات التعثر طان من قبيل مخاطر إئتمانية نتيجة تداعيات الأزمة العالمية، ومخاطر تخص السيولة، ومخاطر عامة، ويمكننا إجمال أسباب تعثر الصكوك فيما يلي:-
- أغلب حالات التعثر شملت الصكوك المدعومة بأصول، أما الصكوك القائمة على أصول فكانت أكثر أماناً.
- أظهرت النتائج في التصنيف الأولي أن التعثر أصاب كل من الصكوك قصيرة وطويلة الأجل معاً.
- تركز تعثر الصكوك في قطاع السيارات والعقار.
- الاكتفاء في الغالب بملاءة مصدر الصكوك وعدم فحص جودة أو رداءة الأصول.
- التراجع الكبير في نشاط الأعمال نتيحة الأزمة العالمية ساهم في تعثر الصكوك.
- اللجوء إلى إصدار مزيد من السندات لتسديد الدفعات السابقة من الصكوك، صاعف من حجم التعثر
- إعلان حالات التعثر قبل إجراء إعادة تمويل أو هيكلة، وهذا ما أثر على ثقة المستثمرين.

ثانياً: تأثير تعثر الصكوك على السوق المالي الماليزي

هناك عدة دراسات سابقة حاولت قياس تأثير تعثر الصكوك على السوق المالي بماليزيا، وعلى الرغم من التباين الواسع في التصنيفات بين الشركات المتعثرة؛ إلا أن معدل التعثر للصكوك الماليزية في عام 2009 كان منخفضاً نسبياً عند 0.46 في المائة (SC ، 2010)، وعليه يمكننا القول أن هذا التعثر لم يكن له أثراً فعالاً على السوق المالية بماليزيا، ولكن بالمقابل نجد أن هذا التعثر كان له أثراً على سمعة ماليزيا باعتبارها مركزاً عالمياً لصناعة المالية الإسلامية، وأكبر مصدر للصكوك عالمياً.

5. الخلاصة

تحتل أدوات التمويل الإسلامي مكانة سريعة النمو في أسواق رأس المال العالمية. وتعتبر الصكوك كبديل للسندات التقليدية القائمة على الفائدة، وغالباً ما يُنظر إليها على أنها أوراق مالية مدعومة بأصول

خالية من الفوائد وتفي بمعايير التمويل الإسلامي صادرة عن المؤسسات المالية إسلامية. تحاول الصكوك الوصول إلى مجموعة كبيرة من رأس المال في العالم الإسلامي وفي نفس الوقت تحاول القضاء على بعض المخاطر العالية، ومن بين هذه المخاطر الاعسار في السداد. يظن كثير من المستثمرين أن الصكوك أكثر أماناً من السندات التقليدية، على اعتبار أن الصكوك لا تعاني من المخاطر الشرعية بداية، كما أن أنواع هيكلة الصكوك والتي تتوزع على 9 عقود رئيسة تضمن نوع من الخيارات، وتجعل المخاطر تتوزع بين هذه الأنواع، وهذا ما يحفزهم على الاستثمار في الصكوك، دون دراسة ملاءة الصكوك والمخاطر الحقيقية التي تهددها. لقد أثبتت الدراسة، وحسب الحالات قيد الدراسة أن تعثر الصكوك في الحالة المالية، ناجم عن سوء إدارة الائتمان والأزمة الاقتصادية بالأساس، وإدارة الجودة لمخاطر الائتمان جعلت أثر التعثر عن سداد الصكوك لا يكاد يذكر على سوق رأس المال الماليزي، فطبيعة سوق الصكوك بماليزيا، والذي يمتاز بالمرونة، وهياكل الصكوك والأطر القانونية والتنظيمية المتطورة وإطار حوكمة الشريعة، فضلاً عن التسهيلات الإطاري الضريبي مع الدعم الحكومي القوي، كلها عوامل خففت من تأثير تعثر الصكوك على سوق رأس المال الماليزي. تبقى الإشارة إلى أن سمعة ماليزيا كمركز للتمويل الإسلامي الدولي قد تأثرت نسبياً.

6. المراجع: References

- [1] Accounting, and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions AAOIFI (2008). Resolution on Sukuk. http://www.aaofi.com/aaofi_sb_Sukuk_Feb2008_Eng.pdf
- [2] International Islamic Financial Market IIF (2008) Annual Report, Retrieved on February 18, 2021 from : <https://www.iifm.net/about-iifm/financial-statements/>
- [3] The Securities Commission Malaysia SC(2004) Information on Islamic Capital Market in Malaysia, Securities Commission of Malaysia. Retrieved on March 8, 2021 from : <https://www.sc.com.my/api/documentms/download.ashx?id=f2fa34a1-cc9f-4cd6-a3dd-42b70e444fee>
- [4] ص ص 244-245 ISRA، القحف منذر (2011) أساسيات التمويل الإسلامي
- [5] Albayan(2020) Retrieved on March 18, 2021 from : <https://www.albayan.ae/>

economy/the-world-today/2020-07-28-1.3924161

[6] Hafizi Ab Majid, Shahida Shahimi, and Mohd Hafizuddin Syah Bangaan Abdullah (2015), “Sukuk Defaults, and Its Implication: A Case Study of Malaysian Capital”, 8th International Conference on Islamic Economics, and Finance. Retrieved on July 18, 2020 from :

<http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2011/12/Hafizi-Ab-Majid.pdf>

[7] Mohd Faizal Kamarudin et al (2014) Defulters Profile in Malaysia Sukuk Market. Procedia-Social and Behavioral Sciences 145, 277-285. Retrieved on March 2, 2021 from : https://www.researchgate.net/publication/275544161_Defaulters_Profile_in_Malaysia_Sukuk_Market

[8] Khinfer, M. Shocking 21 Defaulted Sukuk Cases in the Last 20 Months. Business Islamica Magazine. Retrieved on July 18, 2020 from <http://www.islamica-me.com>