

دراسة تطبيقية للصكوك الإسلامية – تجربة بعض الدول An applied study of Islamic sukuk – the experience of some countries

أ.د /عبد الحفيظي إبراهيم

جامعة عمار ثليجي الأغواط – الجزائر

تاريخ الاستلام: 2025/12/06 تاريخ القبول: 2025/12/06 تاريخ النشر: 2025/12/30

ملخص

تشهد أدوات الاستثمار الإسلامي انتشارا واسعا لا يقتصر على العالم العربي، وإسلامي فحسب، حيث أن هناك إقبالا متزايدا على فئة الاستثمارات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. ويظهر ذلك جليا في التوسع الذي تشهده دول العالم في صناعة الصكوك الإسلامية وما يوليه المستثمرون في ذلك الدول من اهتمام بهدف الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وتعتبر ماليزيا و دول الخليج من الدول الآسيوية الأكثر تطلعا لتصبح إحدى أكبر المراكز المالية في الإقليم. حيث تعتبر هذه الدول أكبر سوق لإصدار الصكوك الإسلامية، و التي تم فيها إصدار ثلاثة أنواع الصكوك الإسلامية على إمتداد العقد الماضي. وهي من الدول الأولى التي عبرت الحدود إلى الأسواق المالية الخارجية، حيث تمثل الإصدارات المالية الإسلامية فيها أكثر من تلقي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي.

الكلمات الدالة: الإصدارات المالية، المالية الإسلامية، سوق لإصدار، المراكز المالية، لشريعة الإسلامية

Abstract

Islamic investment instruments are witnessing widespread adoption, not limited to the Arab and Islamic world. There is a growing demand for investments compliant with Sharia principles, evident in the expansion of the Islamic bond (Sukuk) industry globally and the increasing interest investors in Sharia-compliant financial instruments.

Malaysia and the Gulf States are among the Asian countries most aspiring to become major financial centers in the region. These countries represent the largest market for Sukuk issuance, having issued three types of Sukuk over the past decade. They were among the first to expand into international financial markets, with Islamic financial issuances now exceeding private placements in their domestic financial markets.

Keywords: Financial issuances, Islamic finance, issuance market, financial centers, Sharia

*المؤلف المرسل: عبد الحفيظي إبراهيم

المحور الأول: حجم الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية

ومن خلال هذا المحور سيتم تحليل إصدارات الصكوك الإسلامية خلال السنوات الأخيرة، وذلك حسب البيانات والواقع وفق خمس مطالب.

1، إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب البلد

لقد استطاعت الصكوك الإسلامية استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم وليس العالم الإسلامي فحسب، ويوضح كلا من الجدول والشكل البياني الموالي على أساس قيمة ونسب الإصدار خلال فترة ما بين سنة 2001 إلى غاية 2013

الجدول رقم (1): قيمة إصدارات الصكوك في كل بلد للفترة 2001-2013 الوحدة (مليار دولار).

البلد	قيمة الإصدار
ماليزيا	300.36
الإمارات العربية المتحدة	45.789
السعودية	31.459
قطر	17.23
اندونيسيا	17.607
السودان	13.34
البحرين	12.361
باكستان	7.082
الكويت	4.458
تركيا	4.868
و.م. الأمريكية	0.767
سنغافورة	0.380
اليمن	0.253
اليابان	0.230
ألمانيا	0.123
الأردن	0.117
كازاخستان	0.77

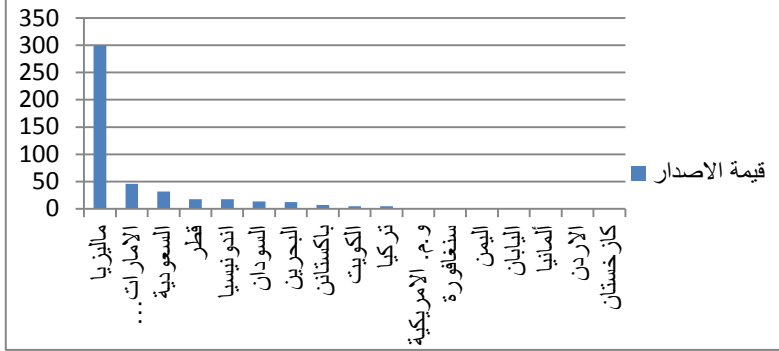
المصدر: من إعداد الباحث على مراجع التالية:

-تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية، 2012، ص15، متاح على: www.iifm.com

- zouyo,skuk quarterly bulletin, issue,17-Q1 2013, availabel at : www.zawayya.com

وسنوضح بشكل بياني تصدر ماليزيا قائمة البلدان المصدرة للصكوك.

شكل رقم (1): إجمالي الصادرات السنوية المالية من الصكوك باقي الدول خلال الفترة 2001 إلى 2013.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

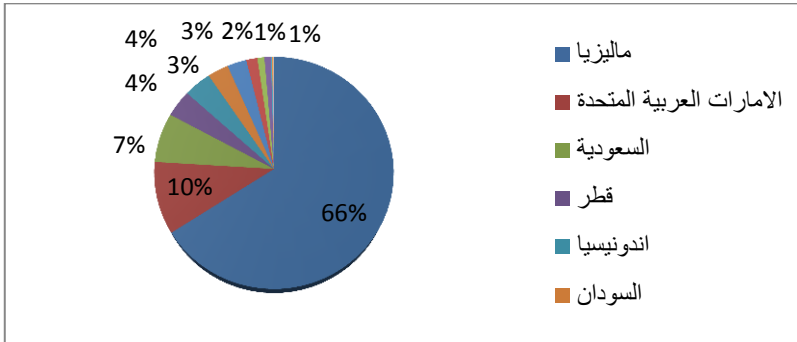
-zawaya, collaibarative sukuk report, dubai, 2009.

-international Islamic financial, sukuk, 1st edition, bahraine, 2009.

من خلال الشكل رقم (1-2) تصدرت ماليزيا قائمة البلدان المصدرة للصكوك بحسب القيمة على طول الفترة الممتدة من السنة 2001 إلى غاية 2013 مقارنة بباقي البلدان الأخرى، فهي تمثل أكبر سوق للصكوك في العالم حيث أصدرت 300.36 مليار دولار أي ما نسبته 65% من مجموع الإصدارات فيما تأتي دول الخليج واندونيسيا والسودان بعدها بالتوالي.

إن تمركز سوق الصكوك في ماليزيا و الدول العربية يعطي حافزا قويا لدول المنطقة لتتوحد وتشكل تكتلات سياسية واقتصادية تعطيها القوة السياسية والمكانة المرموقة بين الدول العالم، وبالتالي التخلص من التبعية للدول الغربية، والقيام بالإصلاحات اللازمة لتحقيق التنمية الشاملة والاستقلالية التامة، والشكل الموالي يوضح القيم السابقة للجدول من خلال الرسم البياني:

الشكل رقم (2): إجمالي اصدار الصكوك بحسب البلد للفترة 2001-2013.



المصدر: تقرير المالية الإسلامية الدولية 2012، ص15، متاح على: www.iifm.com

يتبين من خلال الشكل أن ماليزيا متربعة على سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة الممتدة ما بين سنة 2001 إلى مارس 2013، وذلك بنسبة 65% تالها كلا من الإمارات والسعودية بنسبة 7% تتبعها

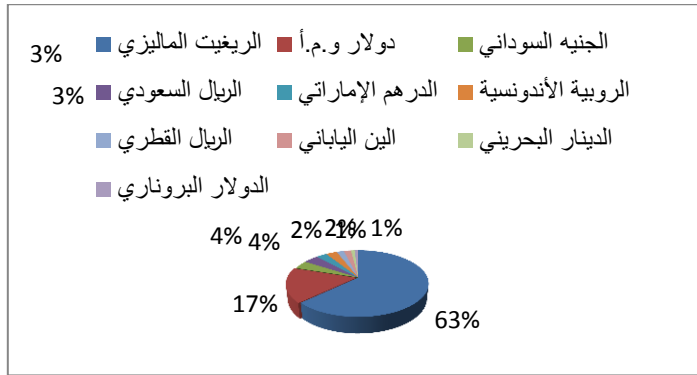
قطر بنسبة 4% وكل من السودان والبحرين واندونيسيا بنسبة 3% كما بلغت الإصدار في باكستان 2%، و1% في كل من تركيا، بروناي دارالسلام والكويت.

ولا شك أن الخبرة الماليزية وتطور قطاعها المالي قد ساعد كثيرا للوصول إلى الصدارة، لتكون الصكوك الماليزية قد بدأت في الغالب مبنية على بيع العينية المحرمة وبيع الدين.¹

2. إجمالي إصدارات الصكوك بحسب العملة

بالرغم من أن سوق الصكوك يعتبر سوقا عالميا بطبيعته، إلا أن الاتجاه في عملية الإصدار لا يزال يميل إلى عملات معينة، كما تأثر مستوى نشاط شتى الدول بهذه العملات، على إثر أزمة الائتمان والسيولة التي واجهت أسواق العالم، والشكل الموالي يوضح العملات المهيمنة على سوق الصكوك العالمية خلال الفترة 2001 إلى مارس 2013.

الشكل رقم (3): إجمالي إصدارات الصكوك بحسب العملة للفترة 2001-2013.



المصدر: تقدير السوق المالية الإسلامية الدولية، 2012، ص16، متاح على: www.iifm.com

يوضح هذا الشكل هيمنة الريغيت الماليزي على إصدارات الصكوك العالمية بنسبة 63% من إجمالي الصكوك المصدرة حتى عام مارس 2013م، كما بلغت إصداراتها بالدولار الأمريكي ما يعادل 17% من القيمة الإجمالية وهوبذلك يحتل المرتبة الثانية بعد الريغيت الماليزي.

ولقد هيمنة الدولار الأمريكي خلال السنوات الماضية على إصدارات محليين التعاون الخليجي باعتبارها تفضل الافتراضي بالدولار نظرا لربط عملاتها به من جهة، ومن جهة أخرى قد تم تقويم عدد قليل من إصداراتها بالعملات المحلية.

كما يتضح من خلال هذه البيانات مدى ضرورة تقويم إصدارات الصكوك الإسلامية بالعملات المحلية لدول مجلس التعاون الخليجي، من أجل اجتذاب المزيد من المستثمرين والتخلص من التبعية الاقتصادية التي تعاني منها دول المنطقة بسبب سيطرة الدولار الأمريكي على تفاصيل الحياة كلها.

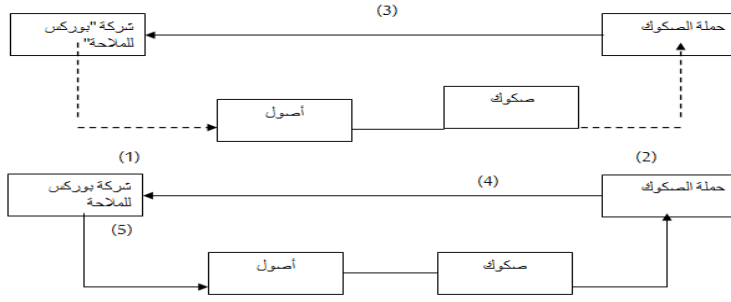
3. إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب النوع: بتحليل إصدارات الصكوك الإسلامية من ناحية هيكل العقود المعتمدة في هذه الإصدارات للفترة الممتدة ما بين سنة 2001 وحتى الربع الأول من

العام 2013م، يتبين أن صكوك المراجعة جاءت في مقدمة الهياكل المعقدة بشكل كبير في إصدارات هذه الصكوك،

أولاً: خطوات إصدارات صكوك البيع بضمن أجل وصكوك المراجعة:

ولتوضيح الخطوات الأربعة لإصدار البيع بضمن أجل، والمراجعة في ماليزيا حسب الشكل التالي:

الشكل رقم(4): خطوات إصدار الصكوك المراجعة والبيع بضمن أجل في ماليزيا



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

kuwait financail house research, skuk on back on truck, 2012, p31.

وتتم عملية إصدار صكوك المراجعة أو البيع بضمن أجل حسب الخطوات التالية:

1- تقوم شركة "بوركن للملاحة" بمعاينة الأصول التي تحوزها من قبل الصكوك "المكتوبون".

2- تقوم شركة "بوركن للملاحة" بإصدار صكوك المراجعة أو البيع بضمن أجل ويبيعها لحملة الصكوك "المكتوبون"، باعتبارها إثبات دين، وتكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للصكوك.

3- يدفع حملة الصكوك ثمن الأصول تعد الشركة "بوركن للملاحة".

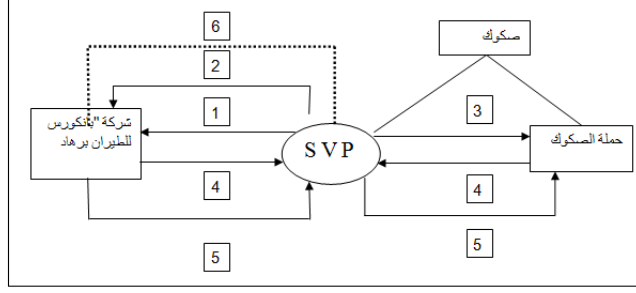
4- يقوم حملة الأصول بالتعهد ببيع الأصول مرة ثانية إلى الجهة المصدرة شركة "بوركن للملاحة" بضمن أعلى من الثمن الأول أقساطاً مؤجلة أو عبر دفعة واحدة، حسب الإنفاق المبرم مسبقاً.

5- تقوم شركة "بوركن للملاحة" بإعادة شراء الصكوك المتداولة (الأصول) في السوق الثانوية بضمن البيع الأعلى

ثانياً: خطوات إصدار إجازة:

يمثل الشكل الموالي لمراحل إصدار صكوك الإجازة:

الشكل رقم (5): خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

Source:kuwait financaill house research, op-cit, p26.

من خلال الشكل السابق نوضح خطوات إصدار صكوك الإجارة وهي:²

- تباع شركة "بانكورس للطيران برهاد"، أصولها إلى شركة الغرض الخاص التي أنشأتها لإصدار الصكوك.
- تقوم شركة ذات الغرض الخاص من شركة "بانكورس للطيران برهاد" لمدة معينة.
- لتمويل شراء الأصول من طرف شركة ذات الغرض الخاص من شركة بانكورس للطيران برهاد، تصدر صكوك إجارة لاستفتاء ثمن شراء الأصول، وتمثل هذه الأصول حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.
- يدفع المستثمرون (حملة الصكوك) القيمة شراء الصكوك إلى شركة ذات الغرض الخاص بثمان حال للحصول على الصكوك، ليتم تسديد قيمة الأصول من طرف شركة ذات الغرض الخاص إلى شركة "بانكورس للطيران".
- تدفع شركة "بانكورس للطيران" للإيجار دوريا لشركة الغرض الخاص بحسب عقد الإيجار، ليتم توزيع حصيلة الإيجار على حملة الصكوك دوريا.
- في تاريخ الاستحقاق تقوم شركة ذات الغرض الخاص بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة "بانكورس للطيران"، حسب القيمة الأصلية (القيمة الاسمية لصكوك الإجارة المصدرة)، ومن حصيلة بيع الأصول حيث يتم استخدام الحصيلة لاستفتاء القيمة، التي هي بحوزة المستثمرين (من حملة الصكوك).

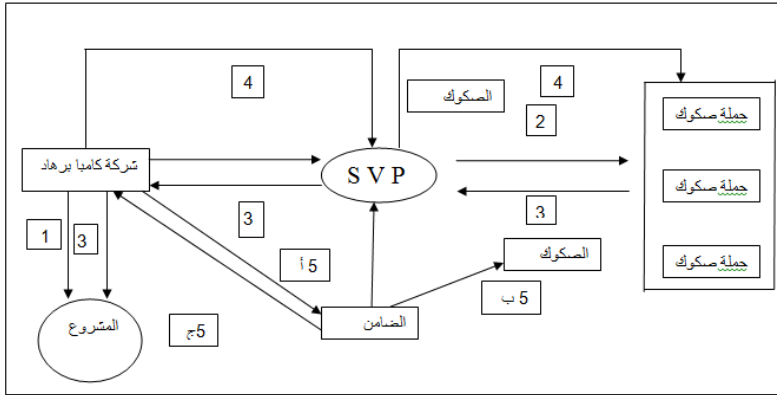
والجدير بالذكر إن عملية إصدار الصكوك الإجارة في سوق الأوراق المالية الماليزية، تتم وفق المعايير الأزمة لصكوك الاستثمار الشرعية المعتمدة من AAOTFL، وتتم اعتمادها أيضا من اللجنة الاستشارية الشرعية، ويسمح بالتعامل بها إصدارا وتداولاً في ماليزية، ويرجع ذلك إلى سهولة تطبيق عقد الإجارة مقارنة بعقود المداينة الأخرى.

ثالثا: خطوات إصدار صكوك المشاركة.

يتم إصدار صكوك المشاركة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية كما يلي:³

- تقوم شركة "كاميد برهاد" بإبرام عقد بينهما وبين شركة ثانية (غالبا تابعة لها) من أجل إقامة مشروع معين.
- تصدر شركة "كاميدا برهاد" صكوك عن طريق شركة ذات الغرض الخاص ويتم شراؤها من قبل المشاركين "حملة الصكوك".
- يدفع المشاركون لحصتهم الممثلة في قيمة صكوك المشاركة شركة ذات الغرض الخاص وبدورها لشركة كاميدا برهاد للبدء في انجاز المشروع.
- في نهاية كل فترة دورية شهر أو سنة، تدفع شركة "كايدا برهاد" لأرباح المشروع المحققة أو المحسوبة حسب النسبة المتفق عليها مسبقا للمشاركين في المشروع.
- في نهاية المدة وانجاز المشروع يعمل الضامن على نقل ملكية الصكوك من المشاركين إلى شركة "كاميدا برهاد"، وذلك بتحصيل قيمة الصكوك من طرف شركة كاميدا"، ثم استرجاع صكوك مقابل قيمتها السوقية، على أن يعيد الضامن بيعها إلى شركة "كاميدا برهاد"، وهذا حتى تضمن هذه الأخيرة عدم بيعها إلى طرف آخر غيرها، والشكل الموالي يوضح أهم مراحل إصدار صكوك المشاركة.

الشكل رقم (6): خطوات إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا

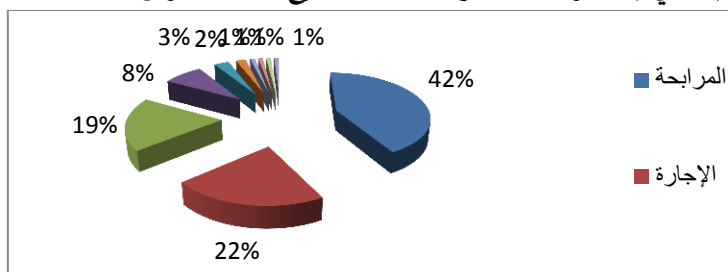


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: kuwait financail house research, op-cit, p36:

وتعد صكوك المشاركة إحدى الأدوات المالية المستحدثة حيث شهدت تطورا كبيرا ورواجا بين المستثمرين.

لدينا الشكل الموالي، حيث يمثل نسب إجمالي الصكوك المصدرة للفترة 2001-2013.

الشكل رقم (7): إجمالي إصدارات الصكوك بحسب النوع 2001-2013 مارس 2013



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المراجع التالية:

-تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية، مرجع سابق، ص 15.

يتضح من خلال الشكل السابق أن صكوك المربحة هي الهيكل الأكثر استخداما بحيث تمثل 42٪ من إجمالي الصكوك المصدرة للفترة 2001-2013، ما ساهم في ارتفاع شخصية هيكل التأجير تدريجيا، حيث وصلت نسبة ما يقارب 22٪ من إجمالي الصادرات وتليه صكوك المشاركة بنسبة 19٪ من قيمة الإجمالية وهي بذلك تحتل المرتبة الثالثة.

4 إجمالي إصدارات الصكوك بحسب آجال الاستحقاق

إن ارتفاع آجال الصكوك الإسلامية يعد من أهم الشروط الأساسية لنشاط السوق الثانوية، حيث نجد مدة الصكوك تتراوح ما بين سنة أو أقل إلى غاية 50 سنة، وهو ما يوضحه كل من الجدول والشكل البياني التاليين:

الجدول رقم (2): إجمالي إصدارات الصكوك بحسب المدة للفترة 2001-2012

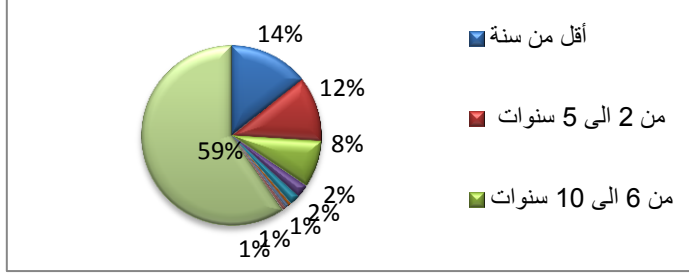
(الوحدة مليار دولار)

المدة (آجل الاستحقاق)	قيمة الإصدار
أقل من سنة	141.238
من 2 إلى 5 سنوات	114.699
من 6 إلى 10 سنوات	82.875
من 11 سنة إلى 15 سنة	23.253
من 16 إلى 20 سنة	18.200
من 21 إلى 25 سنة	5.503
من 26 إلى 30 سنة	7.135
من 31 سنة إلى 40 سنة	5.822
من 41 سنة إلى 50 سنة	0.586

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على رجوع تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية، 2012.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن المؤسسات المستمرة في سوق الصكوك تهتم بجمع الأموال إلى حد كبير على المدى القصير إلى المتوسط وهو أحد أسباب ضعف نمو السوق الثانوية لتداول الصكوك.

الشكل رقم (8-2): إجمالي إصدارات الصكوك بحسب المدة للفترة 2012-2001



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية، 2012، ص 17، متاح على: www.iifm.com

يتضح من خلال هذا الشكل أن إصدارات الصكوك التي تقل مدتها عن سنة تمثل حوالي 35٪ من صادرات هذه المرحلة والتي تفضل من قبل الحكومات، أما الصكوك من قصيرة إلى متوسطة الأجل فتشكل 29٪ من إجمالي السوق، كما سجلت الصكوك التي تتعدى مدتها عشر سنوات بنسبة بلغت 15٪ من القيمة الإجمالية، فمثلا طرحت شركة تمويل الصكوك في الإمارات العربية المتحدة سنة 2009 صكوكا تستحق بعد 30 سنة بقيمة 220 مليون دولار، وقامت كذلك شركة صكوك المنشآت العقارية في المملكة العربية السعودية بصكوك بقيمة 390 مليون دولار تستحق بعد 20 سنة.⁴

5. إجمالي اصدار الصكوك بحسب الأقاليم (المناطق الجغرافية):

تعتبر صناعة الصكوك الإسلامية في الوقت الراهن صناعة عالمية، من حيث الصادرات والأماكن التي وجد فيها مستثمر والصكوك، ويوضح من الجدول والشكل البياني التالي توزيع إصدارات الصكوك تحسب المناطق الجغرافية للفترة 2012-2001.

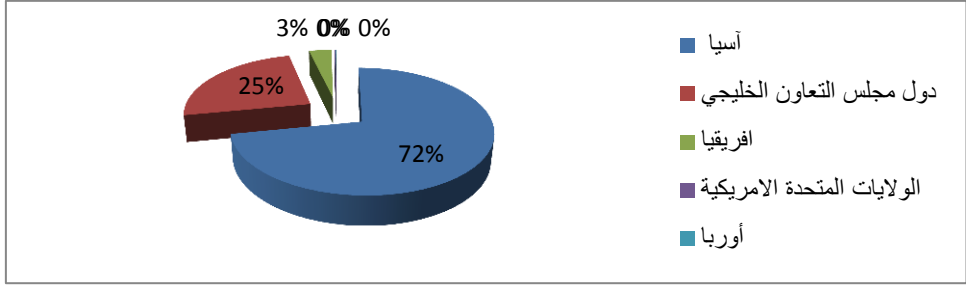
الجدول رقم (3): إجمالي إصدارات الصكوك بحسب المناطق الجغرافية للفترة 2012-2001.

المنطقة	القيمة (مليار دولار)
آسيا	287230
دول مجلس التعاون الخليجي	97.437
إفريقيا	13.408
الولايات المتحدة الأمريكية	767
أوروبا	394
آسيا الوسطى وأوروبا الشرقية	77

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية.

من خلال هذا الجدول، يتبين أنه يوجد مركزين مهمين لإصدار الصكوك الإسلامية وتشريعها، وأهمها آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي، ولكل من المركزين مزايا وسجل تعامل مهم، فقد صدرت عن آسيا صكوك بقيمة 28.7230 مليار دولار أمريكي، كما صدرت عن دول مجلس التعاون الخليجي صكوك بقيمة 97.437 مليار دولار أمريكي.

الشكل رقم (9): إجمالي إصدارات بحسب المناطق الجغرافية للفترة 2001-2012



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية، مرجع سابق، ص 14.
من الشكل يتضح أن نشاط الصكوك الإسلامية يتركز بشكل أساسي في منطقتين هما آسيا (ماليزيا بالأخص) بنسبة 72% ودول مجلس التعاون الخليجي 25%، أما إفريقيا فتأتي في مرتبة الأخيرة بنسبة 3% من إجمالي الإصدارات.

المحور الثاني: تجربة الصكوك في ماليزيا.

1. واقع الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تمتلك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي، وهي تعد رائدة في مجال صناعة الصكوك العالمية، إذ أصدر فيها ما يقارب ثلثي قيمة الصكوك في العالم.

أولاً: حجم تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تعتبر سوق ماليزيا واحداً من أكثر الأسواق هيمنة في جميع أنحاء العالم على مدى السنوات الأخيرة التي شهدت تطوير هياكل متعددة لأدوات المالية الإسلامية وذلك باستخدام مجموعة واسعة وغنية من المفاهيم والاجتهادات الفقهية وكذا التقنية والاقتصادية، ففي عام 2012 احتلت بورصة ماليزيا المرتبة الخامسة عالمياً من حيث زيادة رأس المال والاكتتاب فيها، وذلك وفقاً لبيانات اتحاد لبورصات العالم والجدول الموالي يوضح ترتيب البورصات:

الجدول رقم (4): أفضل 10 بورصات لعام 2012.

البورصة	قيمة الاكتتاب (مليون دولار)
ناسداك دبي	23.527
بورصة نيويورك	19.159
بورصة شترن	11.082
بورصة طوكيو	8.796
بورصة ماليزيا	7.318
بورصة أستراليا	7.026
بورصة هونغ كونغ	6.889
بورصة شنغهاي	5.271
بورصة السويسرية	3.891
بورصة سنغافورة	3.609

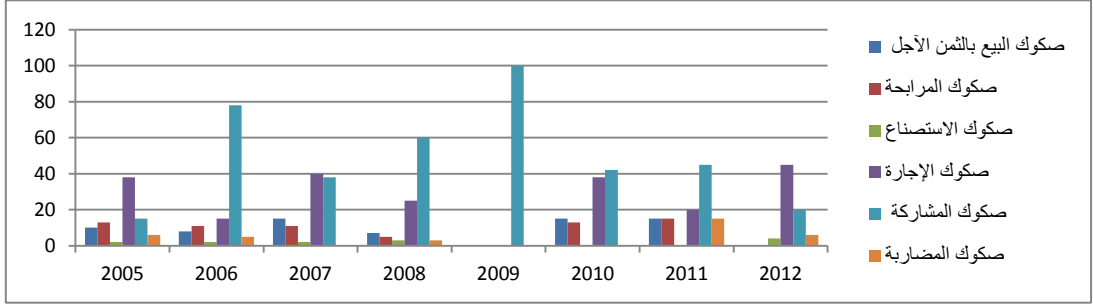
المصدر: موقع بورصة ماليزيا ، متاح على الرابط:

<http://www.bursamalaysia.com/misc/system/asset/4105/rarket-secriter-bonds-etbs-the-markeplaces>.

لقد تطورت بورصة ماليزيا عبر عقود من الزمن حتى أصبحت من أهم البورصات، والأمر الذي ساهم في هذا التطور كان التنوع الكبير في المنتجات المقدمة، وأقسامها المختلفة التي كانت تلبي رغبات لكل المستثمرين والمتعاملين أيا كان حجمهم أو توجههم.

ولقد استخدمت ماليزيا أكثر من خمسة هياكل من الصكوك تنوعت بين الإجارة والمشاركة والمضاربة والوكالة بالاستثمار وغيرها لتعبئة الأموال والأصول التي قد تعتبر ماليزيا أكثر استخداما لها من دول أخرى، حيث تعمل على تلبية احتياجات المستثمرين المحليين مع القدرة على توليد الدخل من مصادر الموجودات والتدفقات النقدية وهي تخدم مجموعة متنوعة من القطاعات بما في ذلك البنية التحتية والمرافق العامة والممتلكات والعقارات والتجارة والخدمات، والشكل الموالي يوضح حجم الصكوك المعتمدة في البورصة الماليزية في الفترة 2012-2005.

الشكل رقم (10): حجم الصكوك الإسلامية من هيئة الأوراق المالية الماليزية والمعتمدة في البورصة ماليزيا في الفترة 2012-2005



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير السنوية لبورصة ماليزيا 2012-2005.

يتضح من الشكل مايلي:

أكثر الصكوك تداولاً هي صكوك المشاركة والتي يتطور تداولها من سنة إلى أخرى نظراً لكونها تعتبر من أقل الصكوك مخاطرة، وذلك ما أثر على باقي الإصدارات من الصكوك المختلفة الأخرى.

التوقف على إصدار كلا من صكوك البيع بضمن أجل وصكوك المضاربة في سنة 2009 لكنها عادت في سنة 2010 ثم توقفت بعد ذلك، وكذلك التوقف عن إصدار صكوك الاستصناع بداية من سنة 2009 هذا نظراً لأنها تحتاج لمزيد من الدراسات والتعمق في البحوث حول إحكامها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية والهيئة الشرعية.

يتضح كذلك أن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا لعام 2012، يتركز بشكل أساسي على صكوك المربحة أكثر من غيرها، وذلك لأنها تحقق أعلى عوائد بالنسبة للمستثمرين وكذلك تضمن الحصول على السيولة النقدية بشكل أسرع لكونها قابلة للتداول في السوق الثانوية.

بينما ظهرت صكوك جديدة أوبالإجارة مشتقات مالية جديدة في سنة 2011 وسنة 2012 هي صكوك الوكالة، وهوما يدل على البحوث المستثمرة في تطوير السوق المالية الإسلامية الماليزية. ووفقا لهيئة الأوراق المالية الماليزية فإن صناعة الصكوك الإسلامية قد حققت نموا هائلا في ماليزيا، حيث ارتفعت حصتها في سوق السندات عموما من 35.7٪ عام 2011 إلى نحو 51.2٪ من إجمالي السندات نهاية عام 2012⁵، والجدول الموالي يوضح نشاط الصكوك في بورصة ماليزيا من حيث إجماع التداول والنسبة التي يمثلها من إجماليات حركة التداول خلال الفترة 2011-2012.

الجدول رقم (5): حجم الصكوك المتداولة في بورصة ماليزية لفترة 2011-2012
(الوحدة: مليار رنجيت، %)

2012	2011	الصكوك الإسلامية
326.5	185	حجم الصكوك المتداولة
51.2٪	35.7٪	نسبة الصكوك المتداولة من إجمالي سندات المتداولة
		الصكوك المقبولة من قبل هيئة الأوراق المالية
41	44	عدد الصكوك
71.1	78.9	حجم الصكوك
103.3	112	حجم السندات الإجمالي المقبولة من قبل هيئة الأوراق المالية
68.8٪	70.4٪	نسبة الصكوك الإجمالية السندات المقبولة من قبل هيئة

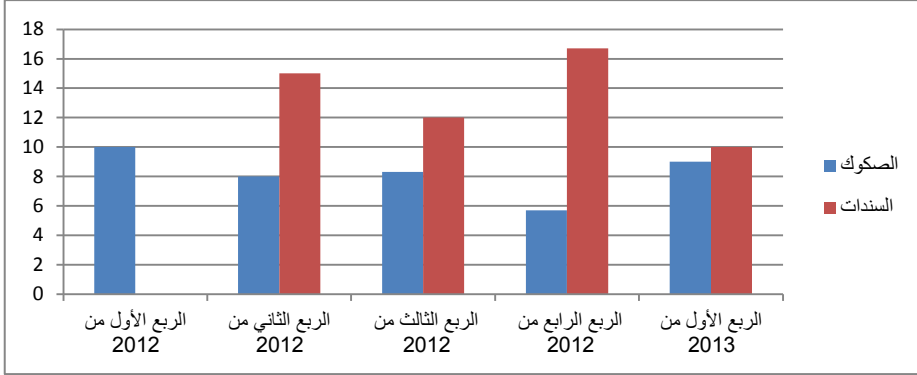
المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع إلى موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية <http://www.sc.com.my>

إن ارتفاع حجم ونسبة الصكوك الإسلامية المتداولة في البورصة الماليزية يدل على ارتفاع مستوى النوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة متنوعة أكثر من الأنشطة المحرمة شرعا في كافة عملياتها، وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقة المستثمرين المسلمين للإستثمار فيها. وبالنسبة للسوق الأولية في العام 2012، وقد بلغت حصة ماليزيا منها 79٪ من مجموع الإصدارات منها 33.79 مليار دولار مدرجة في البورصة الماليزية، وهي بذلك تحتل المرتبة الأولى عالميا، وبلغ عدد الصكوك المدرجة في بورصة ماليزيا بنهاية عام 2012 حوالي 46 صك يمثلون 20 برنامجا بالنسبة إلى 17 جهة مصدرة للصكوك.⁶

ثانيا: مقارنة قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية بالسندات التقليدية:

يوضح الشكل الموالي إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية لمنطقة الشرق الأوسط مقابل السندات التقليدية خلال الربع الأول من 2012 وحتى الربع الأول من 2013:

الشكل رقم (11): إصدارات صكوك منطقة الشرق الأوسط مقابل السندات التقليدية. الربع الأول من 2012- الربع الأول من 2013 .



يتضح من خلال الشكل البياني السابق أن قيمة السندات المصدرة خلال الربع الأول من، العام 2013 قد تراجعت مقارنة بالربع الأخير من العام الماضي، حيث انخفضت قيمتها من 21 مليار دولار تقريباً إلى 12 مليار دولار مع نهاية الربع الأول من العام 2013، وبالمقابل ارتفعت قيمة الصكوك الإسلامية المصدرة خلال نفس الفترة من 5 مليار دولار بنهاية عام 2012 إلى 7.5 مليار دولار تقريباً بنهاية الفترة الأولى من العام 2013، وهوما يشكل علامة ايجابية لسوق الصكوك من خلال رغبة العديد من المستثمرين بالتعامل بهذا النوع من الأدوات، وهوما يساعد على تنشيط الاكتتاب في السوق الثانوية. كما قد بلغت إصدارات الصكوك العالمية القائمة⁷ التي لا تزال متداولة في السوق وكان قد تم من قبل". 235.4 مليار دولار في نهاية الربع الأول من 2013، مرتفعة بنسبة 2.6 من مبلغ الـ 229.3 مليار دولار المسجلة في نهاية 2012 ومرتفعة بنسبة 16.7٪ على أساس سنوي⁷.

وقد لم سوق الصكوك الثانوية بنسبة 28.9٪ من عام 2012 على خلفية لكون الجزء الأكبر من الصكوك طويلة المدى، وذلك نظراً لزيادة وتيرة تقديم برامج للصكوك بدلاً من إصدارها على دفعة واحدة، وبالرغم من ذلك يعد مبلغ الصكوك التي تستحق خلال عام 2013 كبيراً، وعيه فإن النمو سيكون معتدلاً مع نهاية السنة⁸.

المحور الثالث تجربة الصكوك في دول الخليج

بالرجوع الى إصدارات الصكوك الإسلامية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي خلال السنوات الأخيرة، تبين أن دولة الإمارات وبالتحديد إمارة دبي والسعودية تربع على المراكز الأولى للمنطقة، ونجد أن دولة الإمارات تحتل المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدارات التي وصلت قيمتها حوالي 40 مليار دولار، وجاءت المملكة العربية السعودية في المركز الثاني بإصدارات بلغت 14.5 مليار دولار، رغم هذا الحجم من الإصدارات إلا أن نسبة الصكوك التي تم إدراجها وتداولها في الأسواق قليلة، ويتضح ذلك من خلال المطلبين التاليين.

1. تجربة الصكوك في إمارة دبي

تعتبر دبي أحد المراكز الرئيسية لإدراج وإصدار وتداول الصكوك على المستوى العالمي، إضافة إلى توافر عدد كبير من المؤسسات المصرفية والمالية التي تتخذ من الإمارة مقراً لها ولأنشطتها المختلفة، حيث تم إعلان دبي كمركز عالمي للصكوك الإسلامية وذلك بتاريخ 27 فيفري 2013 وتأتي هذه الخطوة كأولى المبادرات الهادفة لتطوير قطاعات الإقتصاد الإسلامي.⁹

أولاً: حجم إصدارات الصكوك في دبي

وتشير الإحصائيات إلى أن إجمالي قيمة الصكوك المصدرة في عام 2012 بلغ 140 مليون دولار مقابل 85 مليون دولار في عام 2011، فهي تحتل المرتبة الثانية عالمياً بعد ماليزيا، كما بلغت إصدارات صكوك إمارة دبي خلال النصف الأول من سنة 2013 حوالي 15.6 مليار دولار مرتفعة بنسبة 46% مسجلة أعلى قيمة من سبعة سنوات سابقة، وجاء ذلك بالتزامن مع إتخاذ الحكومة الخطوات اللازمة لإنشاء وجهة عالمية للتمويل الإسلامي.¹⁰

ثانياً: أهم الصكوك المدرجة في سوق دبي.

أدرجت في السوق المالية لإمارة دبي العديد من الصكوك الإسلامية، حيث يمكن للمستثمرين تداول هذه الصكوك عن طريق شركات الوساطة المرخص لها. و الجدول التالي يبين أهم أنواع هذه الصكوك وعددها مع تاريخ إصدارها وإستحقاقها.

الجدول رقم (6): الصكوك الإسلامية المدرجة بسوق دبي المالي في سنة 2013

الصكوك	تاريخ الإصدار	عدد الصكوك	تاريخ الإستحقاق
صكوك أملاك	2005/07/18	2000	2010/07/18
صكوك دبي العالمية	2004/11/24	100000	2009/11/14
صكوك دبي دي أو إف	2009/11/03	500000	2014/11/04
صكوك دبي دوف	2009/11/04	1000	2014/11/03
صكوك دبي دي أف	2012/05/02	3000	2017/05/02
صكوك دبي دي أو أف	2013/01/30	3750	2023/01/30

المصدر: أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 107.

2. تجربة الصكوك في السعودية

تعتبر المملكة العربية السعودية من أكبر وأكثر دول الخليج المصدرة للصكوك الإسلامية حيث بدأت بالتقدم في مجال إصدار الصكوك الإسلامية بعد تداعيات الأزمة المالية العالمية.

أولاً: حجم إصدار الصكوك في السعودية: نمت سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية بشكل كبير في السنوات الأخيرة ويرجع ذلك إلى إتساع متطلبات التمويل، ويختلف إصدار الصكوك الإسلامية

بإختلاف القطاعات الإقتصادية الموجودة في السوق السعودية، حيث سيطرت الشركات على تداولها بنسبة 82.5% من مجموع الصكوك المصدرة في الفترة ما بين (2004- 2009)، كما أخذ قطاع الغاز النسبة الأكبر 34.3% من إجمالي قيمة الصكوك المصدرة خلال (2003- 2010) بالمقارنة مع باقي القطاعات¹¹.

و يلخص الجدول أسفله تطور تداول الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية.

الجدول (7): تطور تداول الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية (2007- 2011) مليار ريال سعودي

السنة	2007	2008	2009	2010	2011
حجم إصدار الصكوك	21	07	11.6	11	10.5

المصدر: إعداد الباحث اعتماد على: كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مرجع سابق، ص، 108.

نلاحظ بداية ضعيفة لحجم إصدار الصكوك حيث سجلت 21 مليار ريال سعودي خلال الأربعة سنوات الأولى لإصدارها، ولكن مع الأزمة المالية العالمية التي عرفتها معظم الدول آنذاك أثرت بدورها على البنوك الإسلامية وحجم إصداراتها سنة 2008. ثم عاد الإصدار لينتعث تدريجياً ابتداء من سنة 2009 إلى غاية 2011 بين 11.6 و 10.5 مليار ريال سعودي نظراً لإسترجاع الثقة لدى المستثمرين، وبالتالي يمكن القول أن الصكوك الإسلامية قادرة على أن تكون المصدر والممول الأساسي للشركات في المملكة العربية السعودية.

ثانياً: التحديات التي تواجه سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية.

بالرغم من المستقبل المبشر لسوق الصكوك السعودية إلا أن هناك تحديات كبيرة قد تعيق نمو هذا النشاط إذا لم يتم التعامل معها على أساس منظم، نذكر أهمها:¹²

- احتياجات المملكة من أجل تحسين وتحديث الإطار القانوني للصكوك.
- عدم وجود سوق ثانوية نشطة التداول في المملكة يقيد الاحتمالات الإيجابية لسوق الصكوك وبالتالي فإن السوق الثانوية تفتقر إلى السيولة بسبب تداول عدد محدود من الصكوك وهو ما يثبط المستثمرين من المؤسسات والأفراد من الإنخراط في سوق الصكوك.
- توفير الخبرات النادرة في المجالات ذات الصلة بالتمويل والشريعة والمسائل القانونية وهو ما يمثل العقبة الرئيسية في سوق الصكوك في المملكة.
- كذلك يجب على المنظمين إعداد حلقات دراسية ومؤتمرات حول سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية لتثقيف الجهات المصدرة والمستثمرين المحتملين، من خلال تسليط الضوء على أهمية الصكوك كأدوات طويلة الأجل والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وتوصلنا من خلال هذه الدراسة لمجموعة من النتائج والتوصيات نذكرها فيما يلي:

أولاً: نتائج الدراسة

يمكن إيجاز أهم النتائج التي تم التوصل إليها في النقاط التالية:

- 1- تعد صكوك التمويل الإسلامية إحدى الأدوات الواعدة والبديل الشرعي للسندات والتي يمكن أن تساهم في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي من خلال تداول الأوراق المالية الإسلامية في الأسواق.
- 2- إن تداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة وهو ما يعد أمراً حيوياً لدفع النمو الاقتصادي، حيث تتعدد أنواع وأجال صكوك التمويل.
- 3- تتفوق الصكوك الاستثمارية على الأوراق التقليدية بما فيها السندات بأنها لا تتعرض لمخاطر سعر الفائدة، نظراً لعدم الاعتماد بها ولا بمعدلاتها، كما أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية تمثل ملكية حصة شائعة في أصول مالية مسندة إلى أصول حقيقية.
- 4- تمكن أهمية الصكوك في أنها أداة مالية تنمي جانب الطلب في السوق، وهو الجانب الهام، حيث أن أهم محرك لأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها.
- 5- برهنت التجارب العملية لإصدارات الصكوك في ماليزيا ودول الخليج أنها أفضل صيغة لتمويل مشروعات البنية التحتية والمشروعات التنموية الكبرى.
- 6- لم يعد إصدار الصكوك الإسلامية حكراً على دولة معينة أو إقليم معين، بل ولم يعد حكراً على الدول الإسلامية فقط، بل امتدت رقعة التصكيك لتشمل العديد من الدول العالم، في تنافس كبير وتتابع تسارع.
- 7- إن نجاح صناعة الصكوك في ماليزيا ودول الخليج لا يرتبط بجودة وكفاءة إدارة السيولة والمشاريع الهيئته فحسب، بل يرتبط أيضاً بالرقابة الشرعية:

توصيات البحث

بناءً على هذه النتائج توصلنا لمجموعة من التوصيات نذكر منها ما يلي:

- 1_ ضرورة وجود قواعد تنظيمية واضحة للصكوك ضمن أسواق المال، وضرورة وضع وتطبيق متطلبات إفصاح وممارسة للترويج لهذه المنتجات والمحافظة على توافق المنتجات مع مبادئ الشريعة.
- 2- من المهم إيجاد النية التشريعية المنظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها.
- 3- مراجعة هيكلية الصكوك الإسلامية وتطويرها بما يجعلها أكثر توافقاً مع الضوابط الشرعية.

4- ضرورة إنشاء بورصات أوراق مالية إسلامية تضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية من خلال التأصيل الفقهي وإعداد وتهيئة الخبراء في هذا المجال، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة عملية تطبيقها.

¹ علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبوزيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، السعودية، 2010، ص: 10.

² Kuwait financial house reseash, op-cit, p 26.

³ Ibid, p 36.

⁴ زياد جمال الدين الدماغ، مرجع سابق، ص 131.

⁵ موقع هيئة الأوراق المالية الماليزية، تاريخ الاطلاع: 17-5-2015، متاح على :

<http://www.sc.com.my/main.as???Pageid:1213ETmenuid:1083newsid:ETlinked:ETmpe>.

⁶ موقع بورصة ماليزيا، تاريخ الاطلاع: 15-4-2015 متاح على:

<http://www.burra.malaysia.com/system/assets/4105/market-securities-bands-etb-the-marketplace>.

⁷ Islamic financial service industry report 2013, p:25 available at: <http://www.islamicfinance.com>

⁸ Zauya sukuk monitor, op-cit.

⁹ عبد الستار الخويلدي، دبي مركز عالمي للصكوك الإسلامية، مجلة التحكيم، العدد 8، جويلية 2012- مارس 2013، ص، 11.

¹⁰ كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، ص. 106.

¹¹ عبد الله السويلي: نسعى بجد لتطوير سوق الصكوك السعودية، على الرابط www.zawya.com ، تاريخ الاطلاع بتاريخ 02-06-2015 على الساعة 5:06.

¹² المرجع السابق.