

دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال - دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال  
الفترة (2000-2014) -

أ. سناء نزار جامعة بسكرة - الجزائر  
أ.د موسى رحمانى جامعة بسكرة-الجزائر

**ملخص:**

اكتسبت الصكوك الإسلامية أهمية كبيرة في السنوات الأخيرة لدى معظم الدول، وذلك للدور الذي يمكن أن تلعبه في تنشيط أسواق رأس المال، كما أن أزمة الرهن العقاري أثبتت عدم كفاءة النظام المالي التقليدي في مواجهة الأزمات المالية، مما زاد التوجه نحو تطبيق النظام المالي الإسلامي.

يعد سوق رأس المال الماليزي من بين أهم الأسواق الرائدة في مجال صناعة الصكوك الإسلامية لذلك تم اختياره في هذه المقالة، حيث تهدف هذه الأخيرة إلى معرفة دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال الماليزي لذلك أجريت دراسة قياسية لأثر التعامل بالصكوك الإسلامية على هذا السوق من أجل معرفة العلاقة الارتباطية واتجاهها ومن ثم الخروج بأهم الدروس المستفادة من أجل تطوير الأسواق المالية العربية.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، سوق رأس المال الماليزي، النظام المالي، الأزمات المالية.

**Résumé:**

Les Sukuks islamiques ont acquis ces dernières années une grande importance dans la plus part des pays, pour le rôle qu'ils peuvent jouer au sein des marchés de capitaux, du moment la crise des prêts hypothécaires a prouvé l'inefficacité du système financier traditionnel face à des crises financières. Ce qui a encouragé de plus en plus l'application du système financier islamique.

Le marché financier Malaisien se compte parmi les leaders dans le domaine des Sukuks islamiques ; et pour ce, il a été choisi comme modèle dans cet article, Ce dernier vise à savoir le rôle des Sukuks islamiques dans l'activation du marché de capital Malaisien, où l'étude empirique a été effectuée pour enregistrer l'impact des transactions pour les Sukuks islamiques sur ce marché aux fins de connaître la corrélation et son orientation, et ce fait conclure des leçons importantes pour le développement du marché arabe.

**Mots clés:** Sukuk islamique, Marché de capital Malaisien, système financier, les crises financières

## مقدمة:

زادت أهمية سوق رأس الماليزي في الآونة الأخيرة نظرا لتوسعه في حجم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، هذه الأخيرة التي ساهمت في تطوره والمحافظة النسبية على استقراره خلال أزمة الرهن العقاري، وعليه سيتم التطرق إلى دراسة أثر التعامل بالصكوك الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال الماليزي والخروج بتقييم للتجربة الماليزية وأهم الدروس المستفادة من أجل النهوض بالأسواق المالية العربية ولدراسة هذا الموضوع تم وضع الإشكال التالي: إلى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق رأس المال الماليزي وما هي أهم الدروس المستفادة من هذه التجربة؟

ومن أجل الإجابة على هذا التساؤل تم وضع الفرضيتين التاليتين:

-تعتبر الصكوك الإسلامية ملاذا آمنا للراساميل في ظل تزايد اختلافات أسواق رأس المال التقليدية.

-للصكوك الإسلامية دور إيجابي في تطوير سوق رأس المال الماليزي.

ولمعالجة هذا الموضوع الذي له أهمية كبيرة في الساحة الاقتصادية خاصة بعد تخطي الصكوك الإسلامية لأزمة 2008 واتجاه جميع الدول حتى الدول الأوروبية نحو البحث والاستثمار فيها، تمت دراسته عن طريق تقسيم هذا البحث إلى محورين أساسيين من أجل الإلمام بمختلف المعلومات وهما كالآتي:

**المحور الأول:** مفاهيم أساسية حول الصكوك الإسلامية.

**المحور الثاني:** أثر التعامل بالصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي وأهم الدروس المستفادة.

**1. مفاهيم أساسية حول الصكوك الإسلامية:** تعتبر الصكوك الإسلامية أدوات مالية مستحدثة عرفت تطور سريع خلال السنوات الأخيرة، لذلك يمكن عرض أهم النقاط التي تخص هذه الصكوك:

**2.1. ماهية الصكوك الإسلامية:** في هذا العنصر سيتم التطرق إلى أهم الجوانب المتعلقة بالصكوك الإسلامية.

**1.2.1. مفهوم الصكوك الإسلامية:** قبل التطرق إلى تعريف الصكوك الإسلامية لابد من معرفة التصكيك الإسلامي.

أولاً) تعريف التصكيك الإسلامي وأهم ضوابط عملياته: من خلال هذا العنصر سيتم تعريف التصكيك الإسلامي والضوابط الشرعية لعملياته.

أ. تعريف التصكيك الإسلامي: الصك لغة: هو الضرب الشديد بالشيء (ابن منظور، 1995، ص142) أما اصطلاحاً: فهو عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصلة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً وذات آجال محددة بعائد محدد أو غير محدد ولا يكون خالي من المخاطر، ويمكن القول أيضاً أنه عبارة عن عملية تقسيم ملكية الأصول والموجودات المالية إلى أجزاء يمثل كل منها صكاً قابل للتداول من أجل الاستثمار في سوق رأس المال وفقاً للضوابط والمعايير الشرعية الإسلامية (عبد القادر زيتوني، 2010، ص2)، أما تعريف الصكوك الإسلامية فهي أداة استثمارية تقوم بتجزئة رأس المال إلى حصص متساوية وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على وحدات متساوية، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة كل منهم فيه.

ب. ضوابط عملية التصكيك الإسلامي: هناك ضوابط أساسية في عملية التصكيك الإسلامي نذكرها في مايلي (عبد القادر زيتوني، 2010، ص4): أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المقبولة شرعاً وأن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التصكيك نقداً للابتعاد عن بيع الدين بالدين، كما يجب أن تكون خطوات وهيكلية التصكيك مقبولة شرعاً وأن يراعى في إصدار الصكوك مبدأ الأولويات في الاقتصاد الإسلامي، وكذا النظر في مآلات التصكيك ومدى ملاءمتها للمصلحة العامة.

ثانياً) أنواع الصكوك الإسلامية: للصكوك الإسلامية عدة أنواع نوجزها في:

أ. صكوك المشاركة: هي عبارة عن وثائق ذات قيمة متساوية يتم إصدارها من أجل استخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، وهي تعتمد بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعاً، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم وتدار الصكوك على أساس المضاربة أو الوكالة بالاستثمار (زاهرة بني عامر، 2008، ص94).

ب. صكوك المضاربة: هي عبارة عن وثائق محددة وموحدة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع بعينه، بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح،

ويحصل مالكوها على نسب محددة من أرباح المشروع، ولا تنتج هذه الصكوك أي فوائد، فهي تقوم أساسا على المضاربة وهي تمثل حصصا شائعة في المشروع الذي تم إصدارها لإنشائه، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته (محمد عثمان، 2008، ص 227).

**ت. صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعته على أساس عقد المزارعة الشرعية، واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق ويعد المكتتبون في هذه الصكوك هم الزارعين لهذه الأرض بأموالهم، كالشركات المتخصصة في زراعة الأرض، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض (صفية أحمد أبو بكر، 2009، ص 12).

**ث. صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر (محمد سعيد محمد الرملاوي، 2011، ص 265)، وهي تشبه إلى حد كبير صكوك المغارسة التي تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس أشجار على أساس المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الغرس والأرض (فتح الرحمان علي محمد صالح، 2008، ص 17).

**ج. صكوك المrabحة:** هي وثائق ذات قيمة متساوية تطرح لجمع مبلغ معين لتمويل عملية شراء سلعة ما وبيعها لعميل بتكلفة الشراء مضافا إليها ربح معين يتفق عليه الطرفان عقد البيع (حيد يونس الموسوي، 2011، ص 127).

**ح. صكوك السلم:** هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تطرح بجمع مبلغ لتسليمه إلى مورد لشراء سلعة منه، تسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مؤجلا إلى حين استلام السلع وبيعها، وهذا النوع لا يجوز تداوله، لأنه لا يجوز بيع السلم قبل قبضه من جهة، ولأنها تمثل دينا والديون لا يجوز تداولها (زكريا سلامة شنتاوي، 2009، ص 214).

**د. صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك (فتح الرحمان علي محمد صالح، 2008، ص 16)، حيث تمثل سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة هي من قبيل الديون

العينية، لأنها موصوفة في الذمة إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحاليتين لا يزال في ذمة الصانع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للتداول (خباة عبد الله، 2012، ص159).

ذ. صكوك الإجارة: هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي (حيد يونس الموسوي، 2011، ص127) هذه الصكوك تباع للجمهور، وهي تمثل مستندات ملكية في عقارات أو آلات أو تجهيزات أو أية سلعة معمرة أخرى يمكن أن تباع منفعتها (صالح صالح، 2011، ص294)، وفي ماليزيا تم إصدار صكوك اجارة حكومية بقيمة 600 مليون دولار أمريكي حيث يعتبر أول اصدار لصكوك الاجارة في 03 جويلية 2002 (Tariq, Ali 2002 Arsalan,2004,p33)

ر. الصكوك الوقفية: هي التي تصدرها مؤسسات الوقف وتستثمر حصيلة إصدارها في مشروعات وأنشطة وعمليات متوافقة مع الشريعة ويصرف عائدها في جهات البر حسب شروط الواقفين (محمد عابنة، 2013، ص14).

### 2.2.1. التطورات الحديثة للصكوك الإسلامية وأهم التحديات التي تواجهها:

أولاً) حجم الصكوك الإسلامية المصدرة عالمياً: ونوضحها في الجدول التالي:

#### الجدول(01): حجم الصكوك الإسلامية المصدرة عالمياً خلال الفترة 2006-2014.

السنوات	قيمة الإصدارات بالمليون دولار أمريكي	الرقم القياسي
2006 سنة الأساس	24916.71	100 %
2007	41350.41	165.96%
2008	24546.66	98.52%
2009	37632.68	151.04%
2010	57821.95	232.06%
2011	91357.48	366.65%
سبتمبر 2012	111849.26	448.90%
نهاية 2013	269400	1081.21%
الصف الأول من 2014	286400	1149.44%

المصدر: - ياسر المكحل، فنتي مايا، دور الصكوك الإسلامية في التمويل: التجربة البريطانية، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة اليرموك، الأردن، 12 و13 تشرين الثاني، 2013، ص272.

-Bank Negara Malaysia, **Global primary sukuk Market outperforms in1H2014**, World's Islamic finance marketplace, Malaysia, 24July2014, p01, on the site, www.mifc.com.

يمثل الجدول أعلاه تطور حجم الصكوك عالمياً تقريباً وذلك بمسح كل الاقتصاديات التي تتعامل بها وهذا لأهميتها الاقتصادية كمصدر للتمويل وأهميتها العملية كمصدر مستقر لامتناس الصدمات والأزمات المالية التي تعرفها الأسواق وتمثل سنة 2006 في الجدول سنة الأساس للدراسة.

عرفت سنة 2007 طفرة في قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية، وهذا راجع إلى ارتفاع أسعار النفط وازدياد النمو الاقتصادي السريع للدول العربية المصدرة للنفط وعموماً ودول مجلس التعاون الخليجي خصوصاً، إذ سجلت رقماً قياسياً سنة 2007 في حجم إصدارات الصكوك سنوياً آنذاك، حيث وصل حجم الصكوك المصدرة في تلك السنة ما يزيد عن 41 مليار دولار بنسبة نمو (65.96%)، أما في 2008 أثناء أزمة الرهن العقاري تعد نسبة الانحراف في سير صناعة الصكوك الإسلامية طفيفة جداً لم تتعدى (1.48%) وهذا كونها في منأى من التقلبات التي عرفتها الأسواق المالية التقليدية وهذا لعدم ارتباطها بتغيرات أسعار الفائدة وكذا تصكيك الديون، حيث يعتبر هذا التراجع الأول للصكوك الإسلامية ولكن سرعان ما استعادت الصكوك الإسلامية نموها في سنة 2009 بنمو قدره (51.04%)، 2010 ولقد استمر النمو إلى حوالي (132.06%).

في سنة 2011 بلغت نسبة النمو (266.65%) وهذا لزيادة الثقة والأمان التي يوفرها هذا النوع من الأدوات المالية لأصحابها، كما أنه تواصل هذا النمو حتى في 2012 بمعدل (348.90%) حتى سبتمبر من السنة نفسها، وفي النصف الأول من 2014 بلغ حجم الصكوك 286,4 مليار دولار بنسبة زيادة على سنة الأساس تقدر بـ 981.21%، ومن المتوقع أن ينمو حجم سوق الصكوك إلى 749 مليار دولار بحلول عام 2018، وأن تنمو الفجوة بين العرض والطلب في سوق الصكوك العالمية بحلول العام المقبل إلى 230 مليار دولار، لتتقلص الفجوة بعد ذلك تدريجياً لتصل إلى 187 مليار دولار بحلول عام 2018 (تومسون رويترز، 2013، دون صفحة)، والملاحظة العامة أن هناك اتجاهاً عالمياً لمثل هذا النوع من الصكوك وهذا لما يوفره من أمان وثقة بالنسبة لحامله مقارنة مع الصكوك التقليدية التي لا تعرف الاستقرار والثبات خاصة خلال الأزمات.

ور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي - دروس مستفادة -

ثانياً) توزيع الصكوك الإسلامية حول العالم: عرفت الصكوك الإسلامية انتشاراً واسعاً خاصة بعد الأزمة العالمية لعام 2008 وعليه يمكن توضيح ترتيب الدول فيما يخص توزيع إصدار الصكوك الإسلامية كالآتي:

الجدول (02): التوزيع الجغرافي للصكوك الإسلامية في العالم للفترة 2005-2012

الترتيب	01	02	03	04	05	06	07	08	09
الدولة	ماليزيا	الامارات	السعودية	السودان	قطر	اندونيسيا	البحرين	باكستان	غامبيا
قيمة حجم الصكوك	25095.90	38781.96	27300.85	27072.45	18407.50	16136.44	6806.42	6182.00	3881.74
الترتيب	10	11	12	13	14	15	16	17	
الدولة	الكويت	تركيا	سلطنة بروناي	أمريكا	سنغافورا	بريطانيا	اليمن	اليابان	
قيمة حجم الصكوك	2538.00	2511.00	2480.32	765.67	416.95	265.42	251.00	100.00	

المصدر: ياسر المكحل، فتني مايا، مرجع سابق، ص 274.

إنطلاقاً من الجدول أعلاه يتضح أن ماليزيا تصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، فقد أصدرت صكوكاً قيمتها حوالي 26 مليار دولار وهذا راجع للخبرة الماليزية وتطور قطاعها المالي، ثم تأتي الامارات المتحدة في المرتبة الثانية حيث بلغت قيمة إصداراتها في هذه الفترة حوالي 38 مليار دولار وقد استطاعت الامارات المحافظة على ترتيبها في 2008 رغم أزمة الرهن العقاري، وفي 2009 و 2010 لعبت الامارات دور أقل أهمية بسبب النقص العالمي في السيولة إضافة إلى الدورة التصحيحية التي شهدتها السوق العقارية في إمارة دبي (ياسر المكحل، فتني مايا، 2013، ص 275). بعدها تأتي السعودية في المرتبة الثالثة بقيمة 27,3 مليار دولار ثم تليها السودان بقيمة 27,07 مليار ثم تأتي قطر واندونيسيا والبحرين وغامبيا.

أما في الدول الغربية فهي عبارة عن إصدارات ضئيلة إلا أنها في طريق التطور ويرجع سبب اهتمام الدول الغربية بالصكوك الإسلامية لعدم تأثرها بالشكل الكبير في أزمة الرهن العقاري العالمية 2007.

ثالثاً) التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية: هناك بعض المعوقات التي تحد من نموها، والتي يمكن إجمالها في مايلي (زياد جلال الدماغ، 2012، ص 81).

- محاكاة السندات التقليدية.

- **الأزمة الشرعية:** تواجه الصكوك مثلها كباقي المنتجات المالية الإسلامية أزمة شرعية، حيث يرى بعض الفقهاء أن 85% غير مقبولة شرعا مما يؤدي إلى فقدان الثقة فيها وإلى تراجعها.

- **البيئة التشريعية والتنظيمية للصكوك:** هناك العديد من المعوقات التي قد تحد من نمو الصكوك، مثل نقص الشفافية في بعض الإصدارات

## 2. التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية، دروس مستفادة:

تعد التجربة الماليزية تجربة رائدة في مجال الصكوك الإسلامية، حيث لفتت أنظار العالم من حولها فهي تجربة فيها دروس متعددة هي:

1.2. سوق رأس المال الماليزي وهيئة الأوراق المالية الماليزية: من خلال هذا الجزء سيتم عرض مفاهيم سوق رأس المال ووظائفه.

1.1.2. مفهوم سوق رأس المال الماليزي وأهم خصائصه ووظائفه: لسوق رأس المال الماليزي خصائص ووظائف، سيتم تبيانها بعد إعطاء تعريفا له.

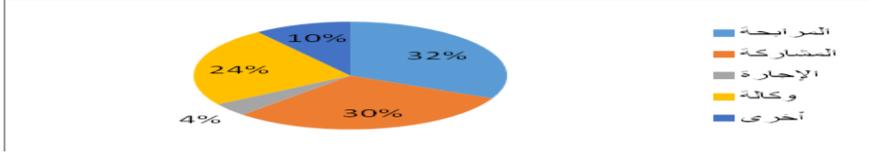
**أولا) تعريف سوق رأس المال الماليزي:** هو سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات طويلة الأجل (زيادة رمضان، 2008، ص82)، ولا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم السابق، غير أن هذا الأخير يتكون من قسمين هما سوق رأس مال إسلامي وسوق رأس مال تقليدي، كما عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي أنه "السوق التي تتوفر فيها فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل والمنتجات والخدمات المتوفرة فيها تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية، إذ يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما إلى ذلك" (محمد عدنان بن الضيف، 2011، ص3)، ومن بين خصائص سوق رأس المال الماليزي نجد الخضوع للرقابة الشرعية، والتعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، كما أن عمليات هذا السوق خالي من أي محذور شرعي ويخضع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية.

**ثانيا) وظائف سوق رأس المال الماليزي:** يقوم سوق رأس المال في ماليزيا بوظائف هي (محمد عدنان بن الضيف، 2011، ص4): تلبية حاجة المستثمرين، تلبية حاجة الجهات المصدرة، عمل الجهة الرقابية العليا، حيث أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية

رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامية في المستوى المحلي والعالمى، تدعيم الاقتصاد الماليزي ونموه، حيث تساهم سوق رأس المال الإسلامية في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص.

2.1.2. نسب أهم أنواع الصكوك حسب الصيغ المالية الإسلامية لسنة 2013 في ماليزيا:  
يمكن شرح ذلك من خلال الشكل الآتي:

الشكل (01): نسب أنواع الإصدارات في ماليزيا لسنة 2013.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على: Securities Commission Annual Reports:2013,p134

مما سبق يتضح أن أعلى نسبة في نوع الإصدارات هي المرابحة بنسبة 32% فصكوك المرابحة مسيطرة على سوق الصكوك الماليزية وذلك لسهولة إصدارها وقدرتها على خلق السيولة للمصدر كما يتضح أن صكوك المشاركة تشكل 30% وهي في المرتبة الثانية وتفسير ذلك أنها تزامنت مع المشاريع التنموية في ماليزيا لذا يتضح أن ماليزيا تركز على نوعي الصكوك المذكورة سابقا مقارنة بالإجارة 4% والوكالة بنسبة 24% أما الأنواع الأخرى تقدر بـ 10%.

3.1.2. هيئة الأوراق المالية الماليزية وأهم وظائفها: أسست هذه الهيئة في أول مارس 1993، واعتبرتها الحكومة الماليزية الجهة العليا في إدارة سوق رأس المال الماليزي، حيث تقوم هذه الهيئة بمراقبة أنشطة السوق وتدعيمه، ومن بين وظائف هذه الهيئة أيضا (سحاسورياني صفر الدين جعفر، 2007، ص 56، 57): تسجيل نشرة الاكتتاب، السماح بإصدار سندات الشركات، الرقابة والإشراف على كافة الأمور المتعلقة بالأوراق المالية عقود المستقبلات، والخيارات وغيرها، الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا، الرقابة على كل ما يتعلق بنظام صناديق الاستثمار، مراقبة أنشطة البورصات، بيت المقاصة، والإيداع المركزي.

## 2.2. أثر حجم إصدار الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي وأهم الدروس

المستفادة: في هذا المحور سيتم دراسة أثر الصكوك الإسلامية على سوق رأس المال الماليزي من خلال المؤشر العام لسوق المال الماليزي.

### 1.2.2. دراسة أثر إصدار الصكوك الإسلامية على المؤشر العام لسوق ماليزيا

أولاً) المنهجية المستخدمة: من أجل دراسة الأثر تم إتباع المنهج الوصفي والمنهج التحليلي الذي يعتمدان على جمع البيانات المتعلقة بمؤشر سوق رأس المال الماليزي باعتباره مؤشر بارز في السوق المالية الماليزية وكذا حجم إصدارات الصكوك الإجمالي للتوصل إلى بعض النتائج التي تبرز أهمية الصكوك، وقد تمت الاستعانة في ذلك بالأسلوب الرياضي في بعض النماذج الإحصائية المستخدمة في قياس العلاقة بين المتغيرات، كما تم استخدام برنامج spss من أجل الحصول على نتائج دقيقة وصحيحة، حيث يعد من بين أكثر البرامج انتشاراً واستخداماً في التحليل الإحصائي الوصفي والاستدلالي والتعامل مع البيانات وتنظيمها في جداول أو رسومات، ويشير الاختصار spss إلى Statistical Package for the Social Science بيئة هذه الحزمة مكونة من جزئين مترابطين: الأول الاستخدام المباشر من خلال النوافذ الجاهزة والثاني من خلال استخدام البرمجة الخاصة بهذه الحزمة (محمد صبحي أبو صالح، أمجد ضيف الله ناصر، 2011، ص9)، وقد تم استخدام spss 16 في هذه الدراسة.

- المتغيرات المستخدمة في الدراسة تمثلت في متغير مستقل (المتغير المؤثر أو المسبب الذي يقع تأثيره على المتغير التابع) هو حجم إجمالي إصدارات الصكوك ومتغير تابع أي الذي وقع عليه التأثير (حزمة محمد دودين، 2010، ص21) هو مؤشر كوالا لامبور INDICE .COMPOSIT

- الفترة الزمنية محل الدراسة : 2000 - 2014.

النموذج الإحصائي: تم اعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط:  $Y = a + bx$

$Y =$  القيمة المقدرة للمتغير التابع،  $X =$  قيمة المتغير المستقل،  $a =$  تقاطع المحور  $Y$  (أي أنها قيمة عندما تكون  $x=0$ )،  $b =$  تغير المتغير التابع  $Y$  نتيجة لتغير المتغير المستقل  $X$  (ميل خط الانحدار).

$H_0 = 0$ : أي المتغيرات المفسرة ليس لها علاقة بالمتغير التابع  $H_0$ .

$H_1 \neq 0$ : أي المتغيرات المفسرة لها علاقة بالمتغير التابع  $H_1$ .

**إحصائية t-Statistic**: تعبر عن اختبار قيمة معامل من المعاملات، أي هل المتغير المستقل له علاقة بالمتغير التابع أم لا، بصفة عامة إذا كان  $t > 2$  فإن هناك احتمالاً قدره 95% بأن نقبل  $H_1$  ونرفض  $H_0$ .

**الاحتمال**: يمكننا قبول أو رفض إحدى الفرضيتين، بصفة عامة فإذا كانت قيمة الاحتمال أقل من 0.05 فهذا معناه قبول  $H_1$  ورفض  $H_0$ .

- معامل الانحدار R: هذا المؤشر يقيس جودة النموذج، فيما يخص مدى ارتباط المتغير التابع بالمتغيرات المفسرة التي يحتويها النموذج  $0 < R < 1$ ، فكلما اقتربت من 1 كلما كان النموذج ذو دقة عالية، وإذا كان  $R < 0.6$  فالنموذج جيد.

- معامل الانحدار المعدل:  $R^2$  هذا المؤشر يستعمل إذا كان عدد المقدرات في النموذج أكبر من أو تساوي 9 فهو في هذه الحالة يكون أدق من R لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

**ثانياً) دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصوكوك الإسلامية والمؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي**: تمكن هذه الدراسة من إبراز الدور الذي تلعبه الصوكوك المصدرة في التأثير على أحد أهم وأقدم المؤشرات المالية في ماليزيا هو COMPOSIT INDICE: تم إطلاق هذا المؤشر في 06 أبريل 1986 وكان يضم 83 شركة صناعية أما الآن فيضم أكبر 30 شركة في ماليزيا ويعتبر أهم مؤشر في ماليزيا (محمد غزال، 2013، ص222)، وهذا حتى يتم الخروج بنتائج تساعد على فهم ما تأثير الصوكوك الإسلامية في الأسواق المالية.

**ثالثاً) دراسة الارتباط بين إجمالي إصدار الصوكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق COMPOSIT INDICE**: بفرص أن SUK GLOB: إجمالي إصدار الصوكوك الإسلامية السنوية في ماليزيا و IND COMP المؤشر العام لأسعار السوق الماليزية لآخر يوم تداول من شهر ديسمبر، وباستخدام برنامج SPSS يمكن اختيار الفرضيتين التاليتين:

$H_0$ : المتغير المفسر SUK GLOB(x) ليس له علاقة بالمتغير التابع IND COMP (y).

$H_1$ : المتغير المفسر SUK GLOB له علاقة بالمتغير التابع IND COMP

وبالاستعانة بالمعطيات المتعلقة بإصدارات الصوكوك السنوية والمؤشر العام للبورصة الماليزية IND COMP المتحصل عليهما أساساً من التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية

والبنك المركزي الماليزي، للفترة الممتدة من 2000 إلى 2014 الموضحة في الجدول التالي:

**الجدول (03): إجمالي إصدار الصوكوك الإسلامية وقيم المؤشر COMPOSIT في ماليزيا**

2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات
1445.03	1096.24	899.79	907.43	793.94	646.32	696.02	679.64	مؤشر COMPOSIT
121300	42020	43320	15160	12000	17600	13500	7700	حجم الصكوك
	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	السنوات
	1804.03	1866.96	1688.95	1530.73	1518.91	1272.78	876.75	مؤشر COMPOSIT
	*98034.6	9913	71090	78900	40330	33960	43200	حجم الصكوك

- المصدر: (Bank Nagara Malaysia, monthly bulletin :2004(doc.EXCEL :Table V.11a, V.11b,V.11c) ; 2007, p.61, 2008, p.61, 2009, p.61 , 2010, p.61, 2011, p.61, 2013, p.61  
 - Securities Commission of Malaysia Annual Reports: 2001, p(1-45),2002 p(2-26) ,2003, p (2-43), 2004, p(2-22),2005,p(2-21) 2006, p(6-45),2007, p(6-49) ,2008, p( 6-55),2009, p(6-51),2010, p(6-54) ,2017, p(6-54) ),2013, p(6-54)

\*: عن موقع: محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص269/28/07/2014/www.alsharq.net.sa

مما سبق يتم التحصل على النموذج المقدر كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول(04): النتائج المتوصل إليها.

Y =	3370	0.870	X
T=	1.279	4,270	
		0.002	
R=	0.804		
R²=	0.646		
F=	18.268		
Sig=	0.002	%98	

المصدر: مخرجات SPSS إعتمادا على المعطيات في الجدول (03).

من خلال النموذج أعلاه يشير إلى قبول H1 أي أن إجمالي إصدار الصكوك

الإسلامية لها علاقة بالمؤشر العام لماليزيا وهذا انطلاقا من:

-statistic أكبر من 2، فهناك احتمال قدره 95 % لقبول H1 ورفض H0 .

-قيمة الاحتمال أقل من 0,005 فهذا يعني قبول H1 ورفض H0 .

-الإحصائية F متوسطة وتساوي 18,268 .

-دلالة صحة النموذج Sig تساوي 0,002 أي أن صحة قيام نموذج بين المتغير التابع

والمستقل مقبولة بـ98%، أي يمكن الاعتماد على هذا النموذج في قياس أثر الصكوك

الإسلامية على مؤشر سوق الأسهم الماليزي، وهو ارتباط كبير ويقدر بـ0,804 أي 80% في

حين العلاقة بين المتغيرين متوسطة R2 0,64 أي 64% .

**ثالثا: النتائج المتوصل إليها:** كان لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية تأثيرا إيجابيا في تنشيط سوق رأس المال الماليزي وهذا راجع لما تمثله من قيمة كبيرة يتم إصدارها وتداولها من طرف القطاعات الاقتصادية.

- هناك أثر إيجابي لإجمالي الصكوك الإسلامية بمبالغ كبيرة على مؤشر سوق المال الماليزية COMPOSIT

**رابعا: تفسير النتائج:** خلال الفترة المدروسة شهد إصدار الصكوك الإسلامية نموا متزايدا، حيث بتدخل الحكومة الماليزية لسوق الإصدار عن طريق مؤسساتها والشركات التابعة لها مثل cagamas وغيرها وفرت ظروف مساعدة لإصدار الصكوك الإسلامية يذكر منها: إعفاء على دفع الضرائب، توفير الظروف التنظيمية المحفزة للشركات على إصدار هذه الأوراق المالية، وما يفسر الأثر الإيجابي لإصدار الصكوك الإسلامية في المؤشر العام لسوق رأس المال الماليزي هو إنشاء سوق رأس مال إسلامي يتم فيه تداول الأوراق المالية الإسلامية المصدرة، ووجود لجنة للأوراق المالية الإسلامية الماليزية زاد من إقبال المستثمرين في التعامل بهذه الصكوك وتوفر عائد جيد على الصكوك الإسلامية.

### 2.2.2. الدروس المستفادة من التجربة الماليزية: تتمثل في:

- تعد التجربة الماليزية في مجال الصكوك الإسلامية تجربة رائدة، وعليه لابد من تطبيق النظام المالي الإسلامي الذي يمكن أن يساهم في تطوير أسواق رأس المال العربية وتحقيق التنمية المنشودة.

- ضرورة تنشيط سوق المال ليعمل بجانب القطاع المصرفي بما يساعد في التمويل مع وضع الضوابط التي تكفل ذلك، ولابد من الاستمرار في التطوير المالي، حيث يخضع كل من سوق رأس المال ومن ثم سوق النقد لتطورات مستمرة تتواءم مع التغيرات المحلية والإقليمية والعالمية المتلاحقة.

- لا يمكن أن يحول سوق رأس المال التقليدي بطريقة جذرية ومباشرة إلى سوق رأس مال إسلامي ففي ماليزيا يتعاش كل من السوقين.

- بالرغم ما في هذا السوق من تجاوزات إلا أنه يستحوذ على 63% من رسملة السوق ككل وذلك لأهميته ولأغلبية السكان المسلمين الحريصين على دينهم في البلد، حيث تبلغ نسبتهم 55% من السكان (محمد عدنان الضيف، 2011، ص30).

- تتمتع الصكوك الإسلامية بمرونة عالية إذ رغم تأثرها البسيط بالأزمة المالية العالمية 2008 استطاعت أن تستعيد عافيتها في فترة قصيرة، لذلك أصبحت مصدر جذب للاستثمارات العربية والأجنبية.

#### الخاتمة:

لقد تم استعراض أهم الجوانب المتعلقة بكل من الصكوك الإسلامية كما تم عرض دراسة قياسية على مستوى سوق رأس المال الماليزي وعليه تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تتنوع الصكوك الإسلامية تنوعا واسعا، فتمثل في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة المغارسة... الخ وتساهم عملية التصكيك الإسلامي في تطوير سوق رأس المال من خلال تنشيط السوق وتنوع الأدوات وزيادة الاستثمارات المربحة.

- يتكون سوق رأس المال الماليزي من سوقين رئيسيين هما: سوق رأس المال الإسلامي وسوق رأس المال التقليدي.

- هناك علاقة إرتباطية كبيرة ما بين إصدارات الصكوك ومؤشر سوق رأس المال الماليزي، حيث تعد الصكوك سببا رئيسيا في تطور السوق المالي الماليزي.

#### التوصيات:

لكي تتطور الصناعة المالية خاصة الصكوك الإسلامية لابد من:

- تشجيع البحث الاقتصادي الإسلامي والعمل أثر من أجل جعل الصكوك الإسلامية أكثر توافق مع الفقه الإسلامي.

- عدم المحاكاة لآبد من وجود منطلق جديد يميز الاقتصاد الإسلامي عن الاقتصاد الوضعي.

- زيادة الامتيازات وتشجيع المستثمرين من أجل جذبهم للاستثمار في الصكوك الإسلامية.

- لآبد من استفادة الدول العربية من التجربة الماليزية، حيث يجب قيام الحكومات العربية بتشجيع جميع القطاعات الاقتصادية الخاصة والعامة على إصدار الصكوك الإسلامية من خلال تبني سياسة ضريبية تحفيزية للشركات المصدرة، مع توفير الغطاء القانوني المواكب للتطورات الحاصلة في هذا المجال.

#### قائمة المراجع:

1: ابن منظور، لسان العرب، الجزء السابع، دار إحياء التراث العربي، لبنان، ط3، دون سنة.

## ور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي - دروس مستفادة -

2: تومسون رويترز»: 50% من مديري المحافظ الاستثمارية يعترضون تخصيص جزء من استثماراتهم لأدوات التمويل الإسلامي 749 دولار حجم إصدارات الصكوك المتوقع بحلول 2018، قناة الإمارات اليوم، 21 نوفمبر 2013، على موقع:

[www.emaratalyout.com/business/local/2013-11-21-1.625312](http://www.emaratalyout.com/business/local/2013-11-21-1.625312)

- 3: حمزة محمد دودين، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام spss، دار المسيرة، الأردن، 2010.
- 4: حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري، الأردن، 2011.
- 5: زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.
- 6: زكريا سلامة شنطاوي، الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2009.
- 7: زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية للتسويق، مصر، 2008.
- 8: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة، 2012، ص. 81
- 9: خبابة عبد الله، توفيق غفصي، تمويل التنمية بين النظام الوضعي والنظام الإسلامي، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة 08 ماي 45، قالمه، يومي 3 و4 ديسمبر 2012.
- 10: سحاسورياني صفر الدين جعفر، سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملته، رسالة ماجستير: الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007.
- 11: صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، دار المسيرة، الأردن، 2011.
- 12: صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي و3 جوان 2009.
- 13: عبد القادر زيتوني، ورقة بحثية: التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة المالية ل2007-2008، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 1 و2 ديسمبر 2010.
- 14: فتح الرحمان علي محمد الصالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، بحث مقدم لمنندى الصيرفة الإسلامية، لبنان، جوبلية، 2008.
- 15: معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم للملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة 8 ماي 1945، قالمه، 3 و4 ديسمبر 2012.
- 16: محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2008.

- 17: محمد سعيد محمد الرملاوي، الأزمة الاقتصادية العالمية إنذار للرأسمالية ودعوة للشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 18: محمد صبحي أبو صالح، أمجد ضيف الله الناصر، دليل التحليل الإحصائي بإستخدام spss، اليازوري الأردن، 2011.
- 19: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير غير منشورة، في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013.
- 20: محمد بن الضيف، محمد رشدي سلطاني، أوات سوق الأوراق الإسلامية الماليزية: دراسة في ضوابطها وأسسها، للفترة (2001-2010)، الملتقى الوطني: أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 9-8 ماي 2011.
- 21: محمد أحمد عبابنة، ورقة بحثية بعنوان: صكوك الوقف دورها ومجالات تطبيقاتها، المؤتمر الدولي: الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 12-13 تشرين الثاني 2013.
- 22: ياسر المكحل، فتني مايا، ورقة بحث: دور الصكوك الإسلامية في التمويل: التجربة البريطانية، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2013، الأردن، 12 و13 تشرين الثاني، 2013.
- 23: Bank Negara Malaysia, Global primary sukuk Market outperforms in 1H2014, World's Islamic finance marketplace, Malaysia, 24 July 2014, on the site, www.mifc.com.
- 24: Securities Commission Annual Report 2001.
- 25: Securities Commission Annual Report 2002, 2003. 200 4.200 5.200 6.200 7.200 8. 2009.20 10.20 11.20 12, 2013.20 14.
- 36: Tariq, Ali Arsalan, **Managing Financial Risks Of Sukuk Structures**, A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Masters of Science at Loughborough University, UK, September 2004.