

## Malaysian Experience in Islamic Sukuk Legitimate Economic Assessment

### التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية تقييم اقتصادي شرعي

Alaa Abu Salim<sup>1\*</sup>, Mohammad bani Essa<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>Yarmouk University, Irbid, Jordan.

#### ARTICLE INFO

Article history:

Received 25 May 2022

Accepted 02 Aug 2022

Published 01 Oct 2024

\*Corresponding author:

Yarmouk University, Irbid, Jordan.

Email: [dr.alaa.abusalim@gmail.com](mailto:dr.alaa.abusalim@gmail.com).

#### Abstract

This study aimed to identify the Malaysian experience in issuing Islamic bonds and to evaluate them legally and economically. The study followed descriptive and inductive approaches. It consisted of a preface, two chapters, and a conclusion, covering Murabaha sukuk, deferred sale sukuk, mudarabah sukuk, musharaka sukuk, ijara sukuk, and istisna sukuk. The study concluded that there are legitimate violations in the instruments of Murabaha, deferred sale, and Istisna because they are based on the forbidden sale of the sample by Sharia. However, the Shariah Committee of Islamic Sukuk in Malaysia permits the sale of the eye. The instruments of speculation, participation, and leasing comply with the provisions issued by the Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. Sukuk also has positive economic effects on Malaysia, including enabling the Malaysian government to avoid borrowing or issuing debt bonds to finance the budget deficit and public projects. They also have positive effects on employment, national income, and economic growth. The study recommends issuing more instruments related to agricultural activity and avoiding dealing with the sale of the sample, which is forbidden by Sharia.

**Keywords:** sukuk, Islamic sukuk, Malaysian experience.

#### الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية، وتقييمها شرعيا واقتصاديا، واتبعت الدراسة المنهجين الوصفي والاستقرائي، وتكونت الدراسة من تمهيد ومبحثين وخاتمة، وتوصلت إلى أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى في إصدار الصكوك الإسلامية، وتقوم بإصدار مجموعة من الصكوك الإسلامية من أبرزها: صكوك المرابحة، وصكوك البيع بثمن آجل، وصكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الإجارة، وصكوك الاستصناع، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك مخالفات شرعية في صكوك المرابحة والبيع الآجل والاستصناع لأنها تقوم على بيع العينة المحرم شرعا، لكن اللجنة الشرعية للصكوك الإسلامية في ماليزيا تبيع بيع العين، أما صكوك المضاربة والمشاركة والإجارة فإنها تتوافق مع أحكام الصكوك الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية، كما أن الصكوك لها آثار إيجابية اقتصادية على ماليزيا، منها تخلص الحكومة الماليزية من الاقتراض أو طرح سندات الدين لتمويل العجز في الموازنة،

وتمويل المشروعات العامة، كما أنها ساعدت في جمع المدخرات المحلية واستثمارها في مجالات مشروعة، كما ساهمت في تحسين السوق المالي الإسلامي في ماليزيا، ولها آثار إيجابية على التشغيل والدخل القومي والنمو الاقتصادي، وتوصي الدراسة بطرح مزيد الصكوك المتعلقة بالنشاط الزراعي، وتجنب التعامل ببيع العينة المحرم شرعا.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك، الصكوك الإسلامية، التجربة الماليزية.

## ١. المقدمة

### ١.١ الإطار النظري والدراسات السابقة

تعاني أغلب الدول النامية من مشكلة المديونية، وترتبط المديونية بالفجوة التمويلية لقطاع البنية التحتية في تلك الدول، وقد وجدت الحكومات ضالتها من خلال أدوات التمويل الإسلامي خاصة الصكوك الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية كبديل عن الاقتراض بطرقه المتعددة.

وتعد الصكوك الإسلامية البديل الشرعي للسندات، وكان لماليزيا السبق في إصدارها؛ إذ احتلت ماليزيا المرتبة الأولى عالمياً من حيث إصدار الصكوك؛ ويقدر ما أصدرته بربع القيمة الإجمالية للصكوك الدولية، وثلاثة أرباع القيمة تقريباً من إجمالي منتجات الهندسة المالية الإسلامية وذلك خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠١٧) حيث تنوعت إصداراتها من مضاربة، ومشاركة إجارة واستصناع وغيرها (سليمان، ٢٠٢١).

وهنا يجب التنويه إلى المعضلة الماليزية والمتمثلة بالتوازن العرقي التي كانت السبب في تطوير الصيرفة الإسلامية في ماليزيا؛ ففي عام ١٩٦٩ كان المسلمون (المالايو) يشكلون ٥٤٪ من سكان ماليزيا أغلبهم من الفقراء الذين يعملون في الزراعة، و٣٥٪ من السكان صينيون، وهم الفئة الأكبر سيطرة على الاقتصاد الماليزي وملكية الشركات الكبيرة و ثروتها (محمد وجعاز، ٢٠١٥).

بدأ سوق رأس المال الماليزي الإسلامي كسوق موازٍ للسوق التقليدي، فقد قامت البنوك الإسلامية وشركات التكافل الإسلامية الداعمة لتكوين هذا السوق بشكل موازٍ للبنوك التقليدية وشركات التأمين التجارية، هذا وبالإضافة إلى استخدام الصكوك الإسلامية التي كانت في المرتبة الأولى في السوق العالمي للصكوك بأنواعه في العقدين الأخيرين (الشيخ، ٢٠١٩).

### ١.١.١ الدراسات السابقة

بعد الرجوع إلى المكتبات وقواعد البيانات وفي حدود علم الباحثين عثر على الدراسات التالية:

هدفت دراسة الزعيتري (٢٠٢٠) إلى معالجة موضوع الصكوك الإسلامية من خلال توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بالصكوك وأنواعها، بينت الدراسة الأهمية التنموية التي تلعبها الصكوك في الدولة الماليزية كدولة رائدة في مجال إصدار الصكوك منذ نشأتها حتى وقتنا الحالي، وتوصلت الدراسة إلى ضرورة تطوير أدوات التمويل الإسلامية وخاصة المتعلقة بإصدار الصكوك وخلق البيئة القانونية الملائمة لدعم عملية التصكيك الإسلامي وضرورة قيامها على مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية والالتزام بالمعايير المتعلقة بالصكوك الإسلامية وتوحيدها بين الدول، وأن عملية توحيد المعايير يتم عن طريق البنوك المركزية والمؤسسات المعنية بذلك. تميزت هذه الدراسة عن دراسة الزعيتري (٢٠٢٠) بأنها سلطت الضوء على واقع التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية وتقييمها اقتصادياً وشرعياً.

هدفت دراسة كمال (٢٠١٩) إلى بيان البدائل الشرعية المتاحة للاقتصاديين المسلمين، وأشارت إلى أن الحاجة لهذه البدائل تعتمد على عدة مبادئ أساسية أهمها الالتزام بالضوابط الشرعية للمعاملات الإسلامية، كما بين أن الاستثمارات المتاحة للصكوك كثيرة وواسعة، أساسها القاعدة الشرعية "الغْنَم بالغْرَم"، وبينت الدراسة أن تاريخ الصكوك ليس بجديد، فهي موجودة منذ القرن الأول بعد الهجرة في عهد الخلافة الأموية، كما وأوضح بان الصكوك أثبتت قدرتها على مواجهة الأزمات الاقتصادية مثل أزمة عام ٢٠٠٨م، وتوصلت الدراسة إلى أن للصكوك الشرعية أهمية في التنمية الاقتصادية من خلال دعم سندات الخزينة العامة والدعم المالي العام، لما لها من تعدد في أنواعها ومجالات استثمارها، وعلى صعيد القطاع الخاص أثبتت الصكوك قدرتها على إنجاح عمليات التمويل. تميزت هذه الدراسة عن دراسة محمد بأنها عرفت الصكوك الإسلامية وأهميتها في التنمية الاقتصادية وسلطت الضوء التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية وتقييمها اقتصادياً وشرعياً.

هدفت دراسة عبدالله وسليمان (٢٠١٩) إلى بيان الصكوك الإسلامية أنها نتاج ابتكار للمنتجات المالية الإسلامية، فعملية الابتكار هذه تحتاج إلى الجهد العالي من المؤسسات المالية لاستغلال الفرص المعطلة بسبب الحرمة الشرعية للأدوات المالية التقليدية، وخلصت الدراسة إلى أهمية الصكوك الإسلامية كمنتج مالي إسلامي، وعرضت الدراسة تجربة الدولة المصرية في مجال الصكوك وما لها من آثار واضحة على اقتصاديات الدولة، كما توصلت إلى أهمية المضي قدماً نحو تفعيل قوانين الصكوك وضرورة تبادل الخبرات بين الدول الرائدة في مجال الصكوك الإسلامية مثل ماليزيا والباكستان وغيرها من الدول العاملة في مجال الصكوك، والاستفادة من تجاربها. تميزت هذه الدراسة عن دراسة عبد الله وسليمان (٢٠١٩) بأنها بينت واقع التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية وإجراء تقييمًا اقتصاديًا وشرعياً لهذه التجربة.

## ١,٢ إضافة الدراسة

تتميز هذه الدراسة بأنها سلطت الضوء على التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية، وتقييمها شرعياً واقتصادياً.

## ٢. مشكلة الدراسة وأسئلتها

تتميز الصكوك الإسلامية بتعدد أنواعها وتنوع مجالات استثمارها، وطبقت كثير من دول العالم (إسلامية وغير إسلامية) الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات العامة والخاصة، ووضعت لها قوانين وتعليمات، ومن بين هذه الدول ماليزيا، وسنسلط الضوء على تجربة ماليزيا في الصكوك الإسلامية وتقييمها شرعياً واقتصادياً.

### ٢,١ مشكلة الدراسة

مشكلة الدراسة تتمثل بالسؤال الرئيس التالي: ما التقييم الشرعي والاقتصادي لتجربة ماليزيا في الصكوك الإسلامية؟ ويتفرع عنه الأسئلة التالية:

١. ما التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية؟
٢. ما التقييم الشرعي للتجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية؟
٣. ما التقييم الاقتصادي للتجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية؟

## ٣. أهداف وأهمية الدراسة

### ٣,١ أهداف الدراسة

١. التعرف على التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية.
٢. تقييم التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية شرعياً.
٣. تقييم التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية اقتصادياً.

### ٣,٢ أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة فيما يلي:

١. الأهمية العلمية: توضيح التجربة الماليزية في الصكوك الإسلامية لتوجيه الفئة الباحثة في عمليات الأسواق المالية الإسلامية، والباحثين في المقارنات بين كل من السوق الإسلامي والسوق التقليدي.
٢. الأهمية العملية: إرشاد المؤسسات والشركات المالية التي ما زالت تحت طور الإنشاء والتي تحتاج إلى الدعم المالي للعمليات الاستثمارية التي تساعد في تمويل ودعم مشاريعها.

## ٤. منهج الدراسة

تم الاعتماد في إجراء هذه الدراسة على المنهج الاستقرائي لتجربة دولة ماليزيا في الصكوك الإسلامية، ثم الوصف التحليلي الذي يقوم على جمع البيانات اللازمة والمعلومات المرتبطة بتجربة الصكوك الإسلامية في ماليزيا، لتقييم تجربتها شرعياً واقتصادياً.

## ٥. مخطط الدراسة

- تمهيد.
- المبحث الأول: تطور النظام المالي الإسلامي في ماليزيا.
- المطلب الأول: تجربة ماليزيا في التوجه لسوق رأس المال (الأوراق المالية) الإسلامي
- المبحث الثاني: التقييم الشرعي والتقييم الاقتصادي لتجربة الصكوك الإسلامية في ماليزيا.
- المطلب الأول: التقييم الشرعي للصكوك الإسلامية التي أصدرتها ماليزيا.
- المطلب الثاني: التقييم الاقتصادي للصكوك الإسلامية في ماليزيا.
- خاتمة لبيان نتائج الدراسة وتوصياتها.

### ٥,١ التمهيد: الصكوك الإسلامية وأنواعها

تعد الصكوك من أدوات التمويل الإسلامي؛ وتجمع بين صفات السند والسهم، لكنها ليست سندات، وليست أسهما، فهي وثائق متساوية القيمة، وتصدر اسمية أو لحاملها، وتمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، تصدر بناءً على أحد العقود المعتمدة شرعاً، ويتم الاتفاق على كيفية توزيع عوائدها وخسائرها، ويخضع تداولها لشروط ما تمثله من أصول (السبهي، ٢٠١٥)، وتتنوع الصكوك بتنوع صيغ الاستثمار المباحة شرعاً التي تعتمد على تحديد العلاقة بين الممولين الذين يكتتبون بالصكوك والمتمول.

وفيما يلي نبذة موجزة عن أنواع الصكوك الشرعية (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم ١٧):

١. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: صكوك يصدرها مالك العين المؤجرة (أو موعود باستئجارها) أو من ينوب عنه، لبيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب، بحيث تصبح ملكية العين لحملة الصكوك.
٢. صكوك ملكية المنافع: ولها الصور التالية:
  - صكوك ملكية المنافع الموجودة: صكوك يصدرها مالك العين المؤجرة مباشرة أو غير مباشرة، بغرض إجارة منافعها، أو إعادة إيجارتها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب، وتصبح المنافع مملوكة لحملة الصكوك.
  - صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: صكوك تصدر بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب، وتصبح ملكية المنافع الموصوفة بالذمة لحملة الصكوك.
  - صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: صكوك تصدر لتقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.
  - صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: صكوك تصدر لتقديم الخدمة من طرف موصوف بالذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.
  - صكوك السلم: صكوك يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح السلعة المسلم فيها مملوكة لحملة الصكوك.
  - صكوك الاستصناع: صكوك تصدر لاستخدام حصيلة اكتتابها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.
  - صكوك المرابحة: صكوك تصدر لتمويل شراء سلعة المرابحة، لتصبح السلعة مملوكة لحملة الصكوك.
  - صكوك المشاركة: يتم إصدار الصكوك لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع معين، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط بناءً على عقد المشاركة (وقد تكون المشاركة دائمة، أو تنتهي بتملك مصدر الصكوك، أو الوكالة بالاستثمار)، ويصبح حملة الصكوك يمتلكون من المشروع بمقدار حصتهم من رأس المال، وهم شركاء في الربح والخسارة. ويدار المشروع إما بتعيين أحد الشركاء لإدارته، أو على أساس المضاربة.

- صكوك المضاربة: إصدار الصكوك بناء على عقد المضاربة، بحيث يدار المشروع بتعيين من يدير المشروع.
- صكوك المزارعة: صكوك يتم إصدارها لتغطية أوجه النشاط الاقتصادي الزراعي؛ صكوك مزارعة أو صكوك مساقاة أو صكوك مغارسة، بحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب في تمويل النشاط الزراعي، ويتم توزيع الأرباح أو الخسائر بين حملة الصكوك ومالك الأرض، أو الشجر.

## ٥,٢ المبحث الأول: تطور النظام المالي الإسلامي في ماليزيا

يتكون هيكل النظام المالي الإسلامي في ماليزيا:

١. السوق المالي حيث يتكون من: شركات التكافل، والمصارف الإسلامية.

٢. سوق رأس المال ويتكون من الأسهم الإسلامية، والصكوك.

### المطلب الأول: تجربة ماليزيا في التوجه لسوق رأس المال (الأوراق المالية) الإسلامي

بدأ التطور في سوق رأس المال الماليزي التقليدي في ستينيات القرن الماضي وتحديداً في التاسع من آذار ١٩٦٠م، حيث شكّل سوقاً مشتركاً بين ماليزيا وسنغافورة، وبدأ فيه تداول الأسهم في نفس العام، ولكن سرعان ما تم فصل هذا السوق، ليصبح لماليزيا سوق مستقل عن سنغافورة، وتم إنشاء لجنة إصدار رأس المال (capital issues committee) لتنظيم وإدارة بورصة رأس المال والإشراف على الأسهم التي سيتم إدراجها (علي، ٢٠١٥).

وفي عام ١٩٩٣م أسست هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات المالية، الذي نهض بسوق الأوراق المالية ليكون أهم أهدافه جعل ماليزيا مركزاً لتمويل الشركات وتطويرها، ومركزاً دولياً لسوق الأوراق المالية الإسلامية، والعمل على جذب المستثمرين المحليين والأجانب، وتطوير عمليات الوساطة المالية، وتشديد الرقابة على المنشآت في السوق المالي (الشيخ، ٢٠١٩).

ويمكننا هنا ذكر أهم وظائف سوق الأوراق المالية الماليزي التي دعت إلى تطويره وتوسيعه والمتمثلة بما يلي (سلطان، ٢٠١٥):

١. توفير الفرص الاستثمارية الشرعية من خلال أدوات المالية الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية.
٢. استثمار فائض الأموال واستغلالها في تنمية القطاعين الخاص والعام، وتوجيه المدخرات المالية لدعم الاقتصاد المحلي وازدهاره.
٣. تأطير المبادئ والقوانين الشرعية الإسلامية المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية، وذلك من خلال هيئة الرقابة الشرعية السوق المالي التي ترأب وتشرف على أعمال السوق المالي.
٤. جذب الاستثمارات الأجنبية للاستثمار في السوق الإسلامي.

اتبعت ماليزيا في التطور نهجاً تدريجياً يعتمد على برامج استراتيجية شاملة، فقد بدأت مرحلة التطور من المصارف الإسلامية، ومن ثم التوسع في شركات التأمين التكافلي، لتنتقل بعدها إلى التوسع بالأوراق المالية الإسلامية، وابتكار المنتجات والخدمات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لتواكب التطور الحاصل في البنوك التجارية وسوق رأس المال التقليدي، وفي عام ١٩٩٤م أنشأت وحدة مختصة بسوق رأس المال الإسلامي (ICMU) لتحقيق أهداف السوق في التنمية والتطوير.

يتكون سوق رأس المال الإسلامي من سوقين؛ سوق الأسهم الإسلامي، وسوق الصكوك الإسلامية، وفيما يلي بيان لتطور كل من هذين القسمين:

أولاً: تطور سوق الأسهم الإسلامي: تم إنشاء أول مؤشر للأسهم الإسلامية في عام ١٩٩٦م، لتسهيل قياس أداء الأسهم من طرف RHB Unit Trust Management، وفي عام ١٩٩٧م سمح بتداول الأسهم العادية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من قبل هيئة الأوراق المالية، حيث بلغ عددها آنذاك (٣٧١) ورقة، وتشكل (٥٧٪) من الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي الماليزي (صالح ومونية، ٢٠١٣)، وفي عام ١٩٩٩م تم إصدار مؤشر داوجونز الإسلامي (DJIM)، الذي سمي بالمؤشر الشامل. يتضح مما سبق أن تداول الأسهم العادية بناء على قرار اللجنة الاستثمارية الشرعية للسوق، حيث تسمح فقط للأسهم المتوافقة مع المعايير الدقيقة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والتي وضعت من قبل تلك اللجنة

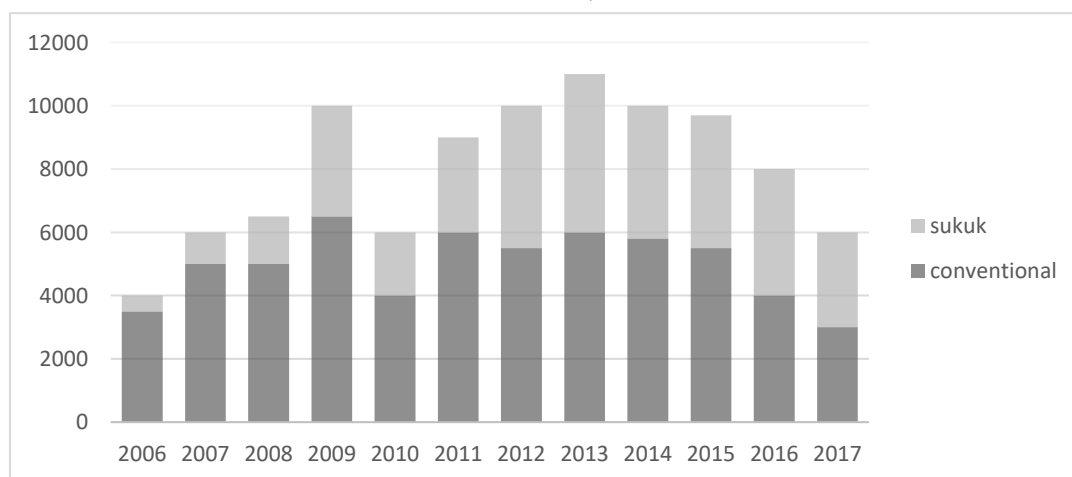
(سلطان، ٢٠١٥). تعد الأسهم العادية المباحة شرعا من أدوات الملكية الإسلامية، فهي صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، وغير قابلة للتجزئة، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات الذين أسهموا في رأس مالها، وتخولهم ممارسة حقوقهم كمساهمين في الشركة (صالح ومونية، ٢٠١٣)، وبين الجدول (١) تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مقابل الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة الأوراق المالية الماليزية من عام ٢٠٠٥-٢٠١٥ (الشيخ، ٢٠١٩).

#### جدول (١): تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

| السنوات | عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية | عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية | مجموع الأسهم | نسبة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة من الكلية |
|---------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------|--------------------------------------------------|
| ٢٠٠٥    | ٨٥٧                                             | ١٥٤                                                 | ١٠١١         | ٠,٨٥                                             |
| ٢٠٠٦    | ٨٨٦                                             | ١٤٣                                                 | ١٠٢٩         | ٠,٨٦                                             |
| ٢٠٠٧    | ٨٥٣                                             | ١٣٨                                                 | ٩٩١          | ٠,٨٦                                             |
| ٢٠٠٨    | ٨٥٥                                             | ١٢٥                                                 | ٩٨٠          | ٠,٨٧                                             |
| ٢٠٠٩    | ٨٤٦                                             | ١١٣                                                 | ٩٥٩          | ٠,٨٨                                             |
| ٢٠١٠    | ٨٤٦                                             | ١١٥                                                 | ٩٦١          | ٠,٨٨                                             |
| ٢٠١١    | ٨٣٩                                             | ١٠٧                                                 | ٩٤٦          | ٠,٨٩                                             |
| ٢٠١٢    | ٨١٧                                             | ١٠٦                                                 | ٩٢٣          | ٠,٨٩                                             |
| ٢٠١٣    | ٦٥٠                                             | ٢٦١                                                 | ٩١١          | ٠,٧١                                             |
| ٢٠١٤    | ٦٧٣                                             | ٢٣٣                                                 | ٩٠٦          | ٠,٧٤                                             |
| ٢٠١٥    | ٦٦٧                                             | ٢٣٦                                                 | ٩٠٣          | ٠,٧٤                                             |

يلاحظ من الجدول (١) ازدياد نسبة الأسهم الإسلامية من السوق مقابل الأسهم غير الشرعية من عام ٢٠٠٥م (٨٥٪) إلى (٨٩٪) عام ٢٠١٢م، وهذا دليل على نجاح إصدارات الصكوك، والإقبال المتزايد عليها. لكن النسبة انخفضت إلى (٧١٪ - ٧٤٪) بين العامين (٢٠١٣ - ٢٠١٥م)، ويمكن إرجاع ذلك إلى دخول الاستثمارات الأجنبية إلى سوق رأس المال الماليزي بشكل كبير بعد خطط التنمية الاقتصادية التي كان هدفها جذب الاستثمارات الأجنبية.

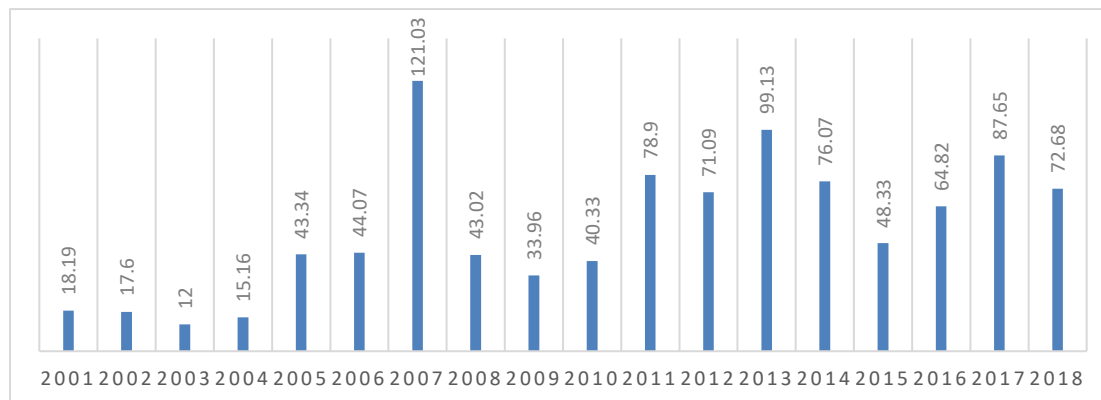
ثانياً: تطور سوق الصكوك الإسلامية: في عام ١٩٩٠ تم طرح الصكوك الإسلامية للتداول من قبل شركة (شيل أم دي أس- shall mdn.sdn. bhd)، كبديل مناظر للسندات التقليدية، مما أدى إلى توسع السوق المالي الماليزي، وبرزت الحاجة الملحة إلى تنظيمه وإخضاعه للرقابة الشرعية، مما أدى وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى إنشاء تشكيل سوق خاص برأس المال الإسلامي في عام ١٩٩٤م (علي، ٢٠١٥)، وبين الشكل (١) مقارنة في حجم الإصدار لكل من السندات التقليدية مقابل الصكوك الإسلامية للفترة الواقعة بين عام (٢٠٠٦ - ٢٠١٧).



الشكل (١): مقارنة إصدار الصكوك مقابل إصدار السندات في ماليزيا

إعداد الباحثين بالرجوع إلى بيانات Bond Pricing Agency Malaysia.

يلاحظ من الشكل (١) أنه تم إصدار ما مجموعه ٦٧,٠ مليار رينجيت ماليزي من الأوراق المالية الحكومية في نهاية ٢٠١٧م، وتشكل ٤٦٪ من المجموع الكلي لحجم إصدارات الصكوك، بينما في عام ٢٠٠٦ كانت نسبة الصكوك الإسلامية لا تتعدى ٢٧٪ من المجموع الكلي لحجم الإصدارات. وهذا يدل على التطور الحاصل في عملية إصدار الصكوك، وإقبال الحكومة الماليزية وكذلك الأفراد على الصكوك الإسلامية. ويبين الشكل (٢) تطور حجم إصدار الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٨).



الشكل (٢): الحجم الكلي للصكوك

إعداد الباحثين من خلال الرجوع إلى (هندة وحفيظ، ٢٠٢١).

يبين الشكل (٢) تباطؤ النمو وضعفه في بداية نشأة الصكوك الإسلامية، وقد يرجع ذلك إلى تخوف الحكومة من عدم نجاح عملية إصدار الصكوك بشكل كبير، وإلى تركيز الحكومة على سياسة الرؤية الوطنية لماليزيا، إلى أن وصلت درجة الهبوط في الإصدار إلى ١٢ مليار رينجيت ماليزي في عام ٢٠٠٣، بعد ذلك بدأ التزايد في حجم الإصدارات إلى أن وصل لأعلى نسبة إصدار في عام ٢٠٠٧، وهذا يظهر الهدف الذي كانت تسعى له ماليزيا في تطوير رأس المال، بسبب هبوط سعر الدولار، وتدعيم القطاع الخاص ودخول شركات استثمارية جديدة إلى السوق، حيث وصل حجم الإصدار ١٢١,٠٣ مليار رينجيت ماليزي، ولكنه بدأ بالانزول إلى أن وصل إلى ٣٣,٩٦ مليار رينجيت ماليزي في ٢٠٠٩، وذلك نتيجة الأزمة المالية التي أصابت العالم، ثم بدأت ماليزيا بإعادة جذب الاستثمارات الخارجية ودعمها، وأنشأت سوقاً إسلامياً لدعم عمليات الاستثمار الأجنبي، وإصدار قوانين وتشريعات لدعم الخدمات المالية الإسلامية عام ٢٠١٣م، ولاحظ بعد ذلك هبوط في حجم الإصدارات، بسبب انخفاض أسعار النفط عام ٢٠١٦م، الأمر الذي أدى إلى انخفاض الاستثمارات في مجلس التعاون الخليجي، وانخفاض حجم السيولة في البنوك الإسلامية، وتراجع حجم الصكوك الإسلامية في العالم أجمع.

أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الماليزي:

بلغت استثمارات ماليزيا بالصكوك الإسلامية لعام ٢٠١٨ ما يقارب ٢١٩ بليون دولار أمريكي، حيث إنها تستثمر ما نسبته ٤٦,٦٪ من استثمارات العالم بالصكوك، أي أنها تحتل المركز الأول عالمياً في إصدارها للصكوك (<https://openknowledge.worldbank.org>).

في بادئ الأمر يجب التنويه إلى أبرز أنواع الصكوك الإسلامية التي تصدر في سوق رأس المال الماليزي الإسلامي، فقد اختلفت الصكوك الإسلامية حسب الغرض التي أصدرت لأجلها، ويبين الجدول (٢) تطور حجم إصدار الأنواع المختلفة من الصكوك في ماليزيا من عام (٢٠٠١-٢٠١٩).

جدول (٢): تطور حجم إصدار الأنواع المختلفة من الصكوك في ماليزيا من عام (٢٠٠١-٢٠١٩).

| الأسهم | مربحة | البيع بثمن آجل | المضاربة | المشاركة | الإجارة | الاستصناع |
|--------|-------|----------------|----------|----------|---------|-----------|
| ٢٠٠١   | ٢٣    | ٧٧             |          |          |         |           |
| ٢٠٠٢   | ٣٣    | ٦٧             |          |          |         |           |
| ٢٠٠٣   | ١٢,٧  | ٤٠,٨           |          |          |         | ٤٦,٥      |

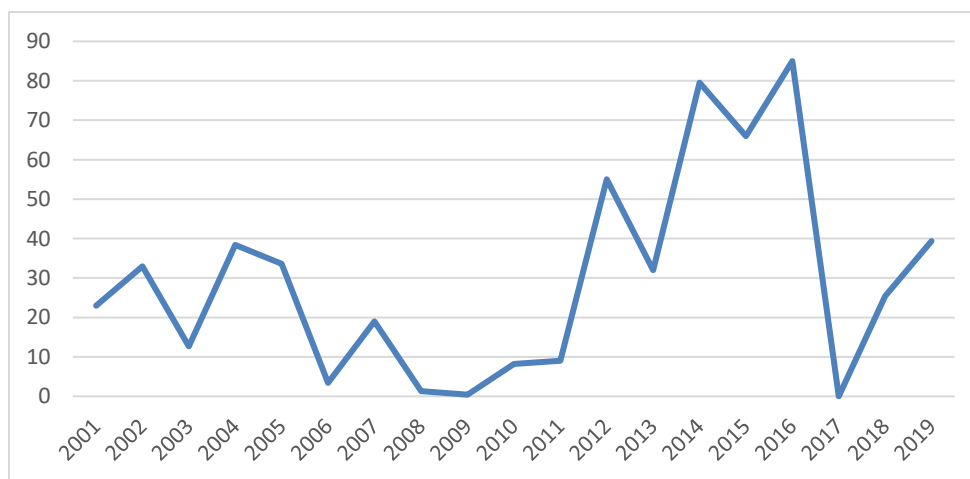
|      |      |       |       |       |       |      |
|------|------|-------|-------|-------|-------|------|
| ٢,٨  | ٢,٠٥ |       |       | ٥٦,٨٨ | ٣٨,٣٧ | ٢٠٠٤ |
| ١٤,٥ | ٢,٩  | ١٢,٥  | ٠,٢   | ٣٦,٣  | ٣٣,٥٩ | ٢٠٠٥ |
| ٢,١  | ٤,٨  | ٧٠    | ٧,٥   | ٦,٢   | ٣,٤   | ٢٠٠٦ |
| ٩,٠  | ١١,٠ | ٥٨    | ١     | ٢     | ١٩    | ٢٠٠٧ |
| ٠,٢  | ١٤,٥ | ٥١,٤  | ١,٢   | ٣,١   | ١,٣   | ٢٠٠٨ |
|      |      | ٩٩,٦  |       |       | ٠,٤   | ٢٠٠٩ |
|      | ٣٤   | ٤٢,١  | ٠,٦   | ٢     | ٨,٢   | ٢٠١٠ |
|      | ١٣   | ٦٤    | ٥     |       | ٩     | ٢٠١١ |
|      | ٩    | ١٩    | ٢     |       | ٥٥    | ٢٠١٢ |
|      | ٤    | ٣٠    |       |       | ٣٢    | ٢٠١٣ |
|      | ١,٣١ | ٨,٤٢  | ٢,٦٣  |       | ٧٩,٤٩ | ٢٠١٤ |
|      | ٧    | ١٢    |       |       | ٦٦    | ٢٠١٥ |
|      |      | ١     |       |       | ٨٥    | ٢٠١٦ |
|      |      |       |       |       |       | ٢٠١٧ |
|      |      | ١١,٩٩ | ٨,٩٩  |       | ٢٥,٤١ | ٢٠١٨ |
|      | ٠,١٢ | ٦,٧٢  | ١٢,٢٣ |       | ٣٩,٤  | ٢٠١٩ |

المصدر (هندة وحفيظ، ٢٠٢١).

وفيما يلي بيان لأنواع الصكوك الصادرة في ماليزيا وتطوراتها:

أولاً: تطور صكوك المراجعة في السوق المالي الإسلامي الماليزي:

يجب التذكير هنا بمفهوم صكوك المراجعة حسب تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة أو خدمة مرابحة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك" (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية معيار شرعي رقم ١٧).



الشكل (٣): حجم تطور صكوك المراجعة في ماليزيا للفترة ما بين ٢٠١٩-٢٠٠١

المصدر: إعداد الباحثين بناءً على بيانات الجدول (٢).

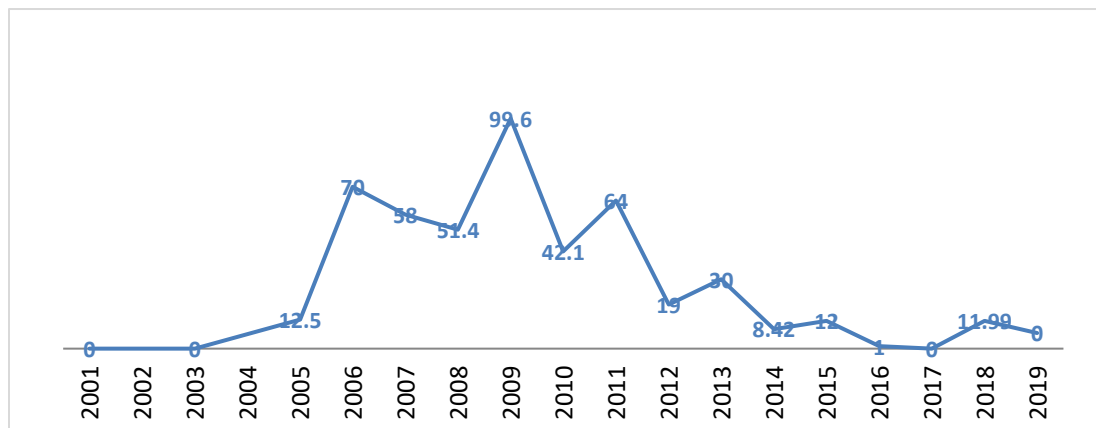
يلاحظ من الجدول (٢) والشكل (٣) أن صكوك المربحة تعد من الصكوك الرئيسية للأدوات المالية الإسلامية الممكن إصدارها في السوق الماليزي، وتقدر نسبته ١٠٠٪ في عام ٢٠٠٢ وذلك بسبب سهولة إصدارها، ولكن بدأ التراجع في حجم الإصدار ليبلغ ٩٥٪ في عام ٢٠٠٤ وذلك بسبب إصدار صكوك الاستصناع التي كانت تستخدم في عمليات التنمية في ماليزيا. فقد حلت الصكوك الصناعية محل صكوك المربحة لأهمية الصناعية في عملية التنمية المستدامة التي دعت لها ماليزيا في استراتيجيتها القادمة لتلك الفترة (سلطان، ٢٠١٥).

تعد صكوك المربحة الصكوك الأهم التي حصلت في عالم الصكوك ويعود ذلك حسب ما توصلت له الدراسة إلى العديد من الأسباب أهمها:

١. وجود أدوات إسلامية يمكن التمويل بها، فهي تشكل رافد مهم للسيولة.
٢. يمكنها تمويل السلع الكبيرة والصغيرة، ويمكن تحديد ربحها مسبقاً.
٣. تعد من أهم قنوات الاستثمار في العالم الإسلامي، فتعد خط الدفاع الأول في المصارف الإسلامية لتوفير السيولة.
٤. تعد الملجأ الأول لتوفير السيولة لدى المصارف الإسلامية، بسبب عدم تمكنها من الحصول على قروض من البنك المركزي لأنها تخضع للفوائد الربوية.

ثانياً: تطور صكوك المشاركة في السوق المالي الماليزي:

يبين الشكل (٤) يبين تطور صكوك المشاركة من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠١٩.



الشكل (٤): تطور صكوك المشاركة في عام ٢٠٠١-٢٠١٩ م

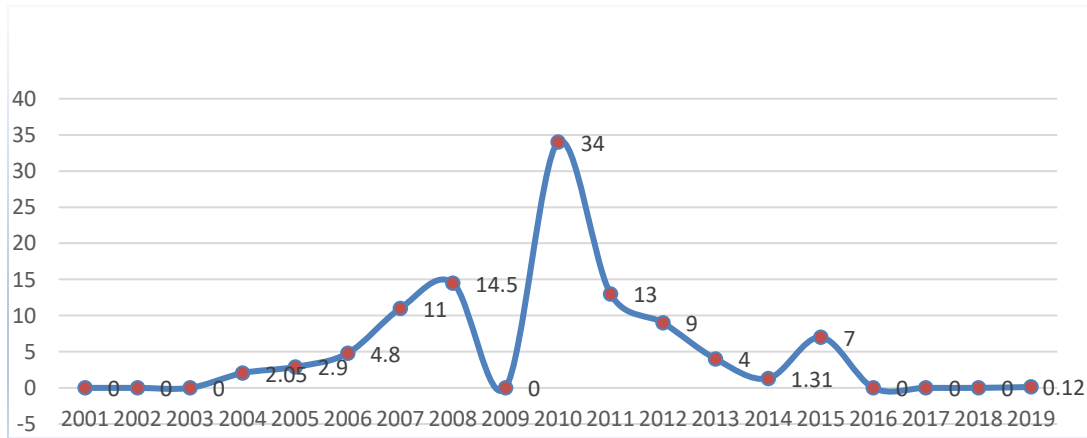
المصدر: إعداد الباحثين بناءً على بيانات الجدول (٢).

يلاحظ من الجدول (٢) والشكل (٤)، أهمية صكوك المشاركة في ماليزيا، حيث إنها تحتل المرتبة الثانية في سوق ماليزيا المالي بعد صكوك المربحة، وكان أول إصدار لها في سوق ماليزيا المالي عام ٢٠٠٥، من قبل Musyarakh One Capital BHD بقيمة ٢٥٠ مليار رينجت ماليزي (فيجل، ٢٠١٤-٢٠١٥)، وكان من طرف Musyarakh One Capital BHD ، بقيمة ٢,٥ مليار رينجت ماليزي، كما يلاحظ من الرسم السابق أن نسبة صكوك المشاركة في عام ٢٠٠٥ كانت نسبته ١٢,٦٪ من إجمالي حجم الصكوك، ثم ارتفعت إلى ٧٠٪ من إجمالي حجم الصكوك، وقد يعزى ذلك إلى التعديل في قانون الضريبة الذي صدر بخصوص إصدار الصكوك الإسلامية، حيث كانت تدفع الضريبة مضاعفة نتيجة لنقل الملكية في صكوك الاستصناع والبيع بثمن أجل والمربحة، فظهر صكوك المشاركة لاقى رواجاً بسبب عدم تحميل هذا النوع من الصكوك ضريبة على نقل الملكية (عدنان، ٢٠١١)، كما يلاحظ حصول تزايد كبير في صكوك المشاركة إلى أن وصلت نسبته ٩٩,٦٪ من إجمال حجم الصكوك في عام ٢٠٠٩، ويمكن إرجاع سبب ذلك إلى التداعيات والإجراءات التي اتخذتها اللجنة الاستشارية الشرعية في جذب أعداد المستثمرين فيها (عدنان، ٢٠١١).

ثالثاً: تطور صكوك الإجارة في السوق المالي الإسلامي الماليزي:

احتلت صكوك الإجارة المرتبة الثالثة بعد صكوك المرابحة والمشاركة التي سبق ذكرها من حيث الأهمية النسبية كما أوضحها الأرقام السابقة في الجدول (٢)، حيث تصدر هذه الصكوك لغرض بيعها لاستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب، فتصبح العين المملوكة لحملة الصكوك، إذن فصكوك الإجارة هي الصكوك المبنية على عقد الإجارة، وإصدارها من خلال عملية تصكيك عقد الإجارة (فيجل، ٢٠١٤ - ٢٠١٥)، قرار اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية أن تعرف صكوك الإجارة على أنها "الصكوك الإسلامية التي تبني بناء على عقد الإجارة التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها" (سمور، ٢٠٠٧).

وقد شهدت التجربة الماليزية نوعين من إصدارات صكوك الإجارة ويمكن أولها إصدار لصكوك الإجارة الدولية الماليزية وكان في عام ٢٠٠٢م، وذلك من قبل الحكومة الماليزية وتم تداولها في بورصة لابوان المالية العالمية Labuan International Financial Exchange بقيمة ٦٠٠ مليون دولار أمريكي تُستحق في عام ٢٠٠٧م، وثانيها: صكوك الإجارة المحلية في عام ٢٠٠٤، وقد بلغ قيمة الإصدار ١٦٠ مليون رينجت ماليزي (عدنان، ٢٠١١).



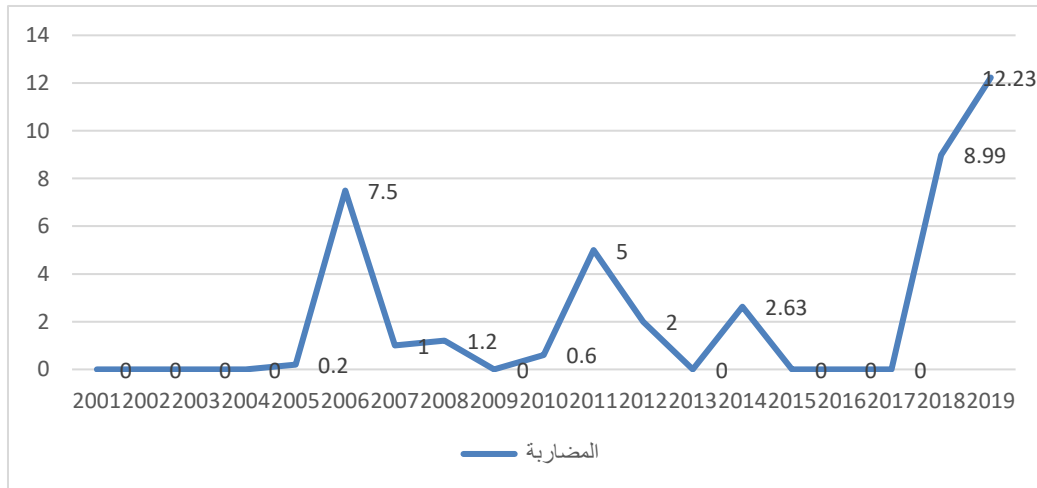
الشكل (٥): تطور صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا للفترة ما بين عام ٢٠٠١ - ٢٠١٩

المصدر: إعداد الباحثة بناءً على بيانات الجدول (٢).

يلاحظ من الشكل (٥) العديد من التدرجات والتغيرات في حجم إصدار صكوك الإجارة، حيث يلاحظ بدايةً أن بدء التداول فيها كان في عام ٢٠٠٤م بنسبة ٢,٠٥٪، وقد بدأ بعدها التزايد في النمو بشكل ملحوظ ليرتفع إلى ١٤,٥٪ عام ٢٠٠٨م، ليهبط هبوط حاد وانعدام الإصدار لهذا النوع من الصكوك في عام ٢٠٠٩م، ويرجع سبب ذلك إلى استحواذ صكوك المشاركة على الحصة الأكبر في ذلك العام كما ذكر سابقاً، والسبب الآخر حسب رأي الباحثين قد يعود للأثار الناجمة عن الأزمة المالية العالمية التي حصلت في العام الذي سبقه، ولكنها ما لبثت أن ارتفعت ارتفاعاً حاداً لم تشهده من قبل لتصل إلى ٣٤٪ في عام ٢٠١٠م، ويعود ذلك إلى مشاريع شبكة التنمية المستدامة التي زادت من حجم صكوك الإجارة آنذاك (عدنان، ٢٠١١، ص ١٥)، كما يلاحظ أن الفترة التالية شهدت انخفاضاً حاداً في صكوك الإجارة، ويعود ذلك إلى ظهور أنواع جديدة من الصكوك التي تعد أسهل من حيث الإصدار (فيجل، ٢٠١٤ - ٢٠١٥).

رابعاً: تطور صكوك المضاربة في السوق المالي الإسلامي الماليزي:

حسب الجدول (٢) يلاحظ أن أول إصدار لصكوك المضاربة الماليزية كانت في عام ٢٠٠٥م، حيث تم إصدارها بواسطة PG Municipal BND بنحو ٨٠ مليون رينجيت ماليزي (فيجل، ٢٠١٤ - ٢٠١٥).



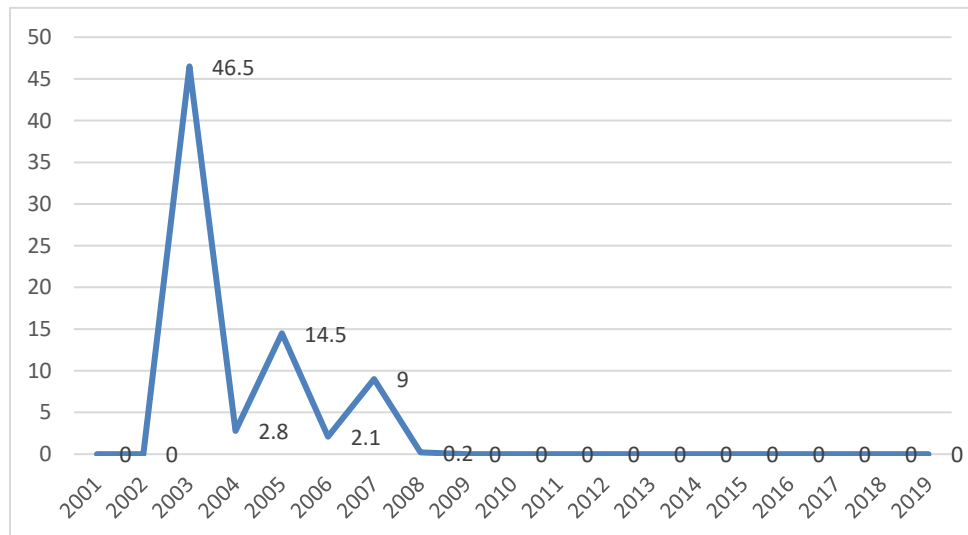
الشكل (٦): تطور صكوك المضاربة في السوق المالي الإسلامي الماليزي

المصدر: إعداد الباحثين بناءً على بيانات الجدول (٢).

يلاحظ من الشكل (٦) أن نسبة الإصدار الأول كانت ٠,٢٪ ثم بدأت في الارتفاع في العام التالي ٢٠٠٦م إلى ما يقارب ٧,٥٪ ويعود سبب الارتفاع برأي الباحثين إلى تشجيع الحكومات على الاستثمار واعتبار صكوك المضاربة من الأدوات الجديدة والمستحدثة في عالم الاستثمار آنذاك، كم يلاحظ في المرحلة التالية لعام ٢٠٠٦م الهبوط الحاد في نسبة الإصدار إلى أن وصلت إلى الصفر في عام ٢٠٠٩م، ويرجع سبب ذلك إلى الأزمة المالية العالمية التي أصابت العالم أجمع، حيث زرعت المخاوف في قلوب المستثمرين من أي عمليات استثمارية في الأسواق المالية، ويلاحظ بعد ذلك التذبذب في ارتفاع وانخفاض نسبة إصدار صكوك المضاربة، ويعود ذلك إلى تنوع الإصدارات في الصكوك وإنشاء واستحداث أنواع جديدة لذوي الدخل المحدود تمتاز بأنها لا تحتاج إلى مبالغ كبيرة لبدء الاستثمار، وأنها صكوك معفاة من الضرائب لتشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار (فيجل، ٢٠١٤-٢٠١٥).

خامساً: تطور صكوك الاستصناع في السوق المالي الإسلامي الماليزي:

بدأ إصدار صكوك الاستصناع حسب الجدول السابق في عام ٢٠٠٣م، أول شركة أصدرت صكوك الاستصناع هي Sky Power SDN BHD بما يقارب ٥,٦ مليار رينجيت ماليزي تتراوح مدته بين ٥-٩ سنوات (فيجل، ٢٠١٤-٢٠١٥).



الشكل (٧): تطور صكوك الاستصناع في السوق المالي الإسلامي الماليزي

المصدر: إعداد الباحثين بناءً على بيانات الجدول (٢).

يلاحظ من الشكل (٧) أن وصول عملية إصدار صكوك الاستصناع إلى حدها الأعلى في العام الذي أصدرت فيه فقط، ومن الممكن إرجاع هذه الزيادة إلى التعديل الضريبي الذي شجع الاستثمار عن طريق خفض رسوم انتقال الملكية التي سبق ذكرها (فيجل، ٢٠١٤-٢٠١٥)، ثم بدأت بالتذبذب بين انخفاض وارتفاع إلى أن توقف إصدارها في عام ٢٠٠٩م، ويعود ذلك إلى إصدار صكوك من أنواع أخرى استحوذت على السوق المالي مثل صكوك المشاركة وصكوك المضاربة، وقد يرجع سبب توقف صكوك الاستصناع إلى حرمة بيع العينة الذي تقوم عليه صكوك الاستصناع، وحرمة تصكيك الديون (سمور، ٢٠٠٧).

### ٥,٣ المبحث الثاني: التقييم الشرعي والاقتصادي لتجربة الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تتناول الدراسة في هذا المبحث التقييم الشرعي والاقتصادي لتجربة ماليزيا في إصدار الصكوك الإسلامية من خلال المطالبين التاليين:

#### المطلب الأول: التقييم الشرعي للصكوك الإسلامية التي أصدرتها ماليزيا

هناك أحكام وضوابط فقهية تحكم عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، فانتهالها من شخص إلى آخر من التصرفات الجائزة شرعاً، ولكن يجب أن تكون مملوكة ملكية تامة لمالك الصك، كما ويراعى في التعامل بها الأحكام الفقهية التي تنطبق على التصرف والتعامل مع أنواع الملك الأخرى المشابهة لها. فقد أصدرت ماليزيا عدة أشكال من الصكوك الإسلامية (المرابحة والبيع بثمن أجل والمضاربة والمشاركة والإجارة والاستصناع)، وستناول فيما يلي مدى التزام ماليزيا بالأحكام الشرعية لكل نوع من تلك الأنواع وحسب المعايير الصادرة الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

أولاً: صكوك المرابحة والبيع الآجل: مصدر الصكوك هو بائع سلعة المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لسلعة المرابحة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة ويستحقون ثمن بيعها، وتنطبق شروط عقد المرابحة على صكوك المرابحة مع إضافة الأحكام الآتية لها (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥):

١. قبل شراء السلعة لا يجوز تداول صكوك المرابحة لأنها نقود، وإن تم تداولها فتطبق عليها أحكام الصرف، فإن كانت من نفس العملة فيشتترط فيها التماثل والتقابض، وإن كانت بعملة أخرى، فيشتترط فيها التقابض فقط.
٢. بعد شراء السلعة وقبل بيعها، يجوز تداول صكوك المرابحة، ويراعى فيها أحكام عقد البيع.
٣. لا يجوز بيع سلعة المرابحة بعد تسليمها للمشتري وثبوت الثمن في ذمته.
٤. بعد بيع سلعة المرابحة، يصبح ثمنها ديناً في ذمة من اشتراها مرابحة، وهنا يطبق على الصكوك أحكام الدين، إذ لا يجوز تداولها لأنها ديون مستحقة في الذمة.

ومن خلال النظر في صكوك المرابحة والبيع الآجل في التجربة الماليزية نجد أن المكتتبين بالصكوك يشترون السلعة نقداً من مصدر الصكوك، ثم يبيعونها إليه بثمن أعلى وإلى أجل أو أقساطاً، وبهذا فإن التجربة الماليزية في صكوك المرابحة والبيع الآجل تتعامل بالعيئة، ويبدو أن البنك المركزي الماليزي وهيئة الرقابة الشرعية أفتت بجواز التعامل بها على مذهب الإمام الشافعي المجيز لها، وهذه مأخذ على التجربة الماليزية، إذ أن بيع العيئة محرم عند المذاهب الأخرى (فارس جعفري ومحمد أكرم، التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية، ٢٠١٩).

ثانياً: صكوك المشاركة: مصدر تلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين، أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥)، وتطبق على تداولها الأحكام التالية (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥).

١. يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط.

٢. لا يجوز تداول الصكوك قبل بدء النشاط، وإن تم ذلك فتراعى فيها أحكام الصرف.

٣. في حالة تصفية الشركة وكانت الموجودات ديونا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بضمن مؤجل، فتراعى فيها أحكام الدين. تصدر صكوك المشاركة في ماليزيا وفق الآلية التالية: تقوم الشركة بإصدار الصكوك والتي تمثل حصة من مشروع استثماري، وتقوم الشركة المصدرة بدفع ما تبقى من رأس المال، ثم يدفع رأس مال المشاركة إلى الوصي، حيث تقوم الشركة بمساعدة الوصي في إدارة المشروع، ويوزع الوصي الأرباح بين الشركة وحملة الصكوك حسب الاتفاق بينهما، ويأخذ الوصي أجرته من الشركة، وحسب عقد المشاركة يتم إطفاء الصكوك في الوقت المحدد (واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ٢٠١٠).

ومن خلال النظر في صكوك المشاركة في ماليزيا نجد أنها تتوافق مع وصكوك المشاركة الشرعية، وبالتالي فلا يوجد مانع شرعي من الاستثمار فيها.

ثالثا: صكوك المضاربة: مصدر الصكوك هو المضارب، ويمثل المكتتبون فيها رب المال، وحصيلة الاكتتاب رأس مال المضاربة، ويمتلك حملة الصكوك موجودات المضاربة، والحصص المتفق عليها من الأرباح لرب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥)، وتطبق على تداولها الأحكام التالية (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥).

١. يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط.

٢. لا يجوز تداول الصكوك قبل بدء النشاط، وإن تم ذلك فتراعى فيها أحكام الصرف.

٣. في حالة تصفية موجودات المضاربة وكانت الموجودات ديونا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بضمن مؤجل، فتراعى فيها أحكام الدين.

تصدر صكوك المضاربة في ماليزيا وفق الآلية التالية: تقوم الشركة أو المؤسسة بإنشاء هيئة خاصة بمشروع استثماري برأس مال معين، وتطرح الصكوك للاكتتاب بها، ويمثل المكتتبون أرباب المال، وتمثل الهيئة الخاصة رب العامل (المضارب)، تدفع الهيئة رأس المال مضاربة إلى طرف ثالث، فتصبح الهيئة رب المال والطرف الثالث مضاربا (رب العمل)، حيث يتم الاتفاق على توزيع الأرباح بين الهيئة والمضارب من جهة، ثم توزع الهيئة حصتها من الأرباح بينها وبين حملة الصكوك.

ومن خلال الاطلاع على إصدار وتداول صكوك المضاربة في ماليزيا نجد أنها تتفق مع أحكام صكوك المضاربة الشرعية التي تقرها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

رابعاً: صكوك الإجارة: صكوك الإجارة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها من قبل مالك العين لتأجيرها أو يتم إصدارها من قبل وسيط مالي بالنيابة عن المالك بهدف بيع العين أو تأجيرها بحيث تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥).

يراعى في صكوك الإجارة الأحكام التالية حتى تصبح جاهزة للتعامل بها: (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥):

١. يجوز التعامل مع صكوك الإجارة بعد تملك حملة الصكوك لها.

٢. يجوز استرداد صكوك الإجارة من قبل مصدرها بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضى عليه الطرفين.

٣. لا يجوز التعامل مع صكوك ملكية المنافع الأعيان قبل تعيين العين التي سيتم استيفاء المنفعة منها مع ضرورة مراعاة أحكام التصرف في الديون.

٤. لا يجوز التعامل مع صكوك ملكية الخدمات قبل تعيين العين التي سيتم استيفاء الخدمة منها مع ضرورة مراعاة أحكام التصرف في الديون.

تتمثل عملية إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا على النحو التالي: تقوم الشركة مالكة الأصول ببيع أصولها إلى الشركة التي ستصدر الصكوك، وبعد شراء الشركة الأصول تقوم بتأجيرها إلى الشركة الأولى لمدة معينة وبدفع أجره نصف سنوية من خلال عقد الإجارة كي تحصل الشركة المؤجرة على الأجرة، ثم تصدر الشركة المؤجرة صكوك الإجارة لاستيفاء ثمن

الأصول، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة، وعند انتهاء عقد الإجارة تقوم الشركة المصدرة ببيع الأصول إلى الشركة الأم لإطفاء الصكوك (واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا).

وبالنظر إلى صكوك الإجارة التي تصدر في ماليزيا نجد أن عملية إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تتم وفقا للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية المعتمدة من هيئة المعايير المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية والمعتمدة أيضا من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية في إصدار وتداول صكوك الإجارة في ماليزيا.

رابعاً: صكوك الاستصناع: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتصنيع سلعة ما، وتصبح السلعة المصنوعة ملكاً لحملة الأسهم (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥).

ويجوز تداول صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع موازٍ أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥).

تصدر صكوك الاستصناع في ماليزيا وفق الآلية التالية: يبرم المستصنع (الجهة المصدرة للصكوك) عقد استصناع مع المقاول (الصانع) على صنع مشروع معين موصوف، ثم تباع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقداً بضمن التكلفة للحصول على تمويل للمشروع عن طريق إصدار صكوك، تقوم الجهة الممولة بدفع الثمن عن طريق الاكتتاب بالصكوك وتصبح مالكة للمراد تصنيعه، ويقوم المستصنع بدفع الثمن نقداً للصانع، ثم تقوم الجهة الممولة ببيع المصنوع إلى المستصنع بضمن أجل أو أقساط وبربح معلوم.

وبالنظر إلى صكوك الاستصناع نجد أنها تتضمن عمليتين: الأولى عملية استصناع مواز، تكون الجهة الممولة مستصنع، والجهة المصدرة صانعا أول ومستصنعا ثاني، والمقاول صانعا نهائياً، والثانية: بيع بضمن أجل من الجهة الممولة إلى الجهة المصدرة، وينتج عن هذا دين يغطي بإصدار الصكوك من الجهة المصدرة إلى الجهة الممولة، لذا فإن الصكوك ناتجة عن عملية دين (واقع عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا).

ومن خلال النظر في عملية إصدار صكوك الاستصناع أنها قائمة على بيع العينة، كما هو الحال في البيع الآجل أو بيع المربحة التي سبق ذكره، والتي تجيزه الهيئة الشرعية في السوق المالي اعتماداً على رأي المذهب الشافعي، ولذا تعد عملية إصدار صكوك الاستصناع مخالفة شرعاً.

خامساً: صكوك السلم: المصدر لصكوك السلم هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم، ويستحقون ثمن بيعها في السلم الموازي إن وجد (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥)، ولا يجوز تداول صكوك السلم (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ٢٠١٥)، ويلاحظ أن صكوك السلم لا تصدر في ماليزيا.

### المطلب الثاني: التقييم الاقتصادي للصكوك الإسلامية في ماليزيا

ستتناول الدراسة أبرز الآثار الاقتصادية الإيجابية والسلبية -إن وجدت- الناتجة عن إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، والتي يمكن بيانها من خلال ما يلي:

١. ساهمت الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالي في ماليزيا ويظهر ذلك من خلال عدد الأوراق المالية وإدراج أوراق مالية لشركات تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يقدم السوق العديد من الخدمات المالية الإسلامية الموازية للخدمات التقليدية ومن أهمها توفير الفرص الاستثمارية المتوافقة مع الأحكام الشرعية (زرزار، ٢٠١٨).

٢. المساهمة في تنمية الكوادر البشرية وتطويرها، من خلال المركز الدولي لتعليم التمويل الإسلامي (INCEIF) الذي تم إنشاؤه في عام (٢٠٠٥)، من قبل البنك المركزي الماليزي، وإنشاء الجامعة العالمية للتمويل الإسلامي، وعقد الندوات والدورات وحلقات البحث العلمي لتأهيل العنصر البشري علمياً وعملياً.

٣. المساهمة في سد عجز الموازنة التي تشكو منها معظم دول العالم الثالث، خاصة في تمويل مشروعات البنية التحتية، بدلاً من الاقتراض الداخلي أو التوسع في عرض النقد لتغطية عجز الموازنة، والذي يساهم في حدوث التضخم، والذي يخيم على البلد بآثاره السلبية المتعددة.

٤. المساهمة في حشد المدخرات، خاصة مدخرات الأفراد والمؤسسات التي تحجم عن الاستثمار في مشروعات لا تنضبط بضوابط الشريعة الإسلامية، مما أدى إلى زيادة حجم الاستثمار في القطاعين العام والخاص خاصة بعد قيام مؤسسات خاصة بإصدار صكوك إسلامية لتمويل استثماراتها، أو التوسع في مشروعاتها.

٥. إن زيادة حجم الاستثمار في الاقتصاد الماليزي والذي يعبر عنه من خلال الصكوك الإسلامية له آثار إيجابية على الاقتصاد، منها: زيادة حجم تشيل مختلف عناصر الإنتاج خاصة العنصر البشري، مما ساهم في الحد من حجم البطالة، كما أنه يؤدي إلى زيادة حجم الإنتاج المحلي، وكذلك الدخل من خلال آلية مضاعف الاستثمار.

٦. من أهم الأسس التي قامت على أساسها عملية التصكيك هو دعم المجتمع والأفراد وبناء بنية تحتية متكاملة، وهذا ما شجع أفراد المجتمع والمواطنين إلى عملية التنمية الاقتصادية بالإضافة إلى الوعي بأن هذا سوف يرفع من شأن الدولة ككل.

٧. تعد الصكوك من أهم الوسائل لتنويع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة للأفراد والمؤسسات والشركات الحكومية وحسب الحاجة (إما طويل الأجل، أو متوسط، أو قصير).

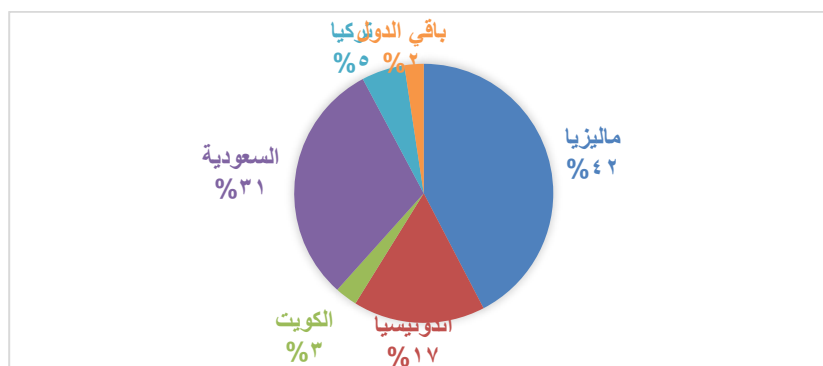
٨. يلاحظ من التجربة الماليزية الحزم في تنفيذ الأهداف والخطط الموضوعة للدولة، حيث عملت على أساس سليم منذ بداية تاريخ التصكيك، فأوجدت بيئة شرعية وقانونية، وأخضعت إصدار الصكوك للرقابة المالية والشرعية والقانونية.

وأخيراً؛ ساهمت وجود هيئة شرعية عليا تابعة للبنك المركزي الماليزي، تقوم بمتابعة جميع المعاملات المالية من الناحية الشرعية للشركات الماليزية، هذا وبالإضافة إلى منع أعضاء هذه الهيئات للبنوك المحلية من حيازة منصب آخر في مجلس شرعي لبنك آخر في نجاح التجربة الماليزية، كما قامت الحكومة الماليزية بالتعاون مع البنك المركزي بإنشاء الأكاديمية العلمية للبحوث الشرعية (ISRA) International Shari'ah Research Academy For Islamic Finance، التي تأسست في عام ٢٠٠٨ من قبل البنك المركزي الماليزي، فهي مؤسسة تختص في مجال التمويل الإسلامي والبحوث الشرعية الإسلامية في البحوث الشرعية (<https://zakat.unhcr.org/blog/%D9%81%84>).

توفير سوق مالي إسلامي لتداول الأدوات المالية الإسلامية:

حيث يقوم هذا السوق بتقديم العديد من الخدمات المالية الإسلامية الموازية للخدمات التقليدية أهمها توفير الفرص الاستثمارية المتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية، والعمل على جذب الاستثمارات المالية الأجنبية، كما تعمل على توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني، بالإضافة إلى مسؤوليتها في الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات في السوق المالي (زرزار، ٢٠١٨).

ويلاحظ من الشكل التالي، أن عملية الإصدار للصكوك الإسلامية في ماليزيا قد استحوذت على الحصة الأكبر عالمياً فقد شكلت ما نسبته ٤٢٪ بالنسبة للإصدار العالمي للصكوك في الربع الأول من عام ٢٠٢١، فعملية التطور في الصكوك الماليزية لم تتوقف وإنما ما زالت مستمرة في تحقيق الأفضل، وتحقيق التطورات المستمرة في السوق المالي الإسلامي على الصعيد المحلي لها وعلى الصعيد العالمي أيضاً.



الشكل (٨): إصدار الصكوك العالمي للربع الأول من عام ٢٠٢١

## ٦. الخاتمة

في نهاية هذا البحث المتواضع تم التواصل إلى مجموعة من النتائج والتوصيات وعلى النحو الآتي:

### ٦,١ نتائج الدراسة

- تحتل ماليزيا المرتبة الأولى عالمياً في إصدار الصكوك الإسلامية، ومن أبرز الصكوك التي تصدرها: صكوك المربحة والبيع الآجل، وصكوك المشاركة وصكوك المضاربة، والإجارة والاستصناع.
- نجحت الحكومة الماليزية في الحد من الاقتراض أو طرح السندات الحكومية لتمويل العجز في موازنتها من جهة، والمساهمة في تمويل المشروعات العامة من جهة أخرى.
- هناك مخالفات شرعية في إصدار صكوك المربحة والبيع الآجل، وصكوك الاستصناع لأنها تقوم على بيع العينة المحرم شرعاً، لكن اللجنة الشرعية للصكوك الإسلامية في ماليزيا أباحت التعامل به.
- للصكوك الإسلامية آثار إيجابية على المؤشرات الاقتصادية الكلية؛ الاستثمار، الإنتاج، التشغيل، النمو الاقتصادي والتنمية.

### ٦,٢ التوصيات

١. تنوع إصدار الصكوك الإسلامية لتشمل القطاع الزراعي، خاصة صكوك المزارعة والمساقاة وصكوك السلم، لتشمل الصكوك جميع القطاعات الاقتصادية.
٢. إيقاف التعامل ببيع العينة المحرم شرعاً، وعدم إصدار صكوك تقوم على هذا البيع.

## بيان تضارب المصالح

يقر جميع المؤلفين أنه ليس لديهم أي تضارب في المصالح.

## المراجع

- البطري، رنا محمد. (٢٠٢١). أثر معدل التضخم والبطالة في النمو الاقتصادي: دراسة حالة جمهورية مصر العربية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، ٧ (١١).
- التلاني، أحمد. (٢٠١٩). *التجربة الاقتصادية الماليزية: التقويم والدروس المستفادة*. كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية.
- درج، علي أحمد. (٢٠١٥). التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربياً. *مجلة جامعة بابل*، ٢٣ (٢).
- زرزار، العياشي. (٢٠١٨). *سوق الأوراق المالية الإسلامية: تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا*. جامعة ٢٠ أوت ١٩٥٥ سكيكدة، الجزائر.
- الزعتري، صارة وزيان، نورة. (٢٠٢٠). واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية: التجربة الماليزية نموذجاً. *مجلة الميدان للدراسات الرياضية والاجتماعية والإنسانية*، ٣ (٢)، ٣٤٤-٣٦٠.
- زهرة، غراف، ولخضر، بن سعيد. (د. ت). تجربة ماليزيا في التكافل الإسلامي وفرصة الاستفادة منها في المعاملات المالية الجزائية. *كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس، سيدي بلعباس*.
- ساعد، ابتسام وخوني، رابع. (٢٠١٧). تجربة المصرفية الإسلامية في ماليزيا: تقييم أداء المصارف الإسلامية للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٥. *مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية*، (٣٠)، ٢٤٣-٣٥٢.
- السبهاني، عبد الجبار. (٢٠١٥). *الوجيز في التمويل والاستثمار: وضعياً وإسلامياً* (ط. ٢). إربد، الأردن: مطبعة حلوة.

- سلطان، مونية. (٢٠١٥). كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني: دراسة حالة بورصة ماليزيا [أطروحة دكتوراه]. جامعة محمد خيضر بسكرة.
- سليمان، هبة الله أحمد. (٢٠٢١). أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي. *مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية*، ٢٣ (٢)، ٤٥-٧٤.
- سمور، نبيل خليل طه. (٢٠٠٧). سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. *الجامعة الإسلامية، غزة*.
- الشيخ، بن قايد. (٢٠٠٩). دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية: دراسة التجربة الماليزية (٢٠٠٨-٢٠١٧) [أطروحة دكتوراه]. جامعة غرداية، الجزائر.
- الصادق، لشهب وأحمد، بوريش. (٢٠١٥). تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية. *المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية*، (١)، ٨٧-١٠٠.
- صالح، مفتاح ومونية، سلطان. (٢٠١٣). الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة حالة سوق ماليزيا. *مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية*، (٣)، ٢٦٩-٢٩٤.
- عباش، عائشة والدسوقي، نهى. (٢٠١١). *أبعاد التجربة التنموية في ماليزيا: دراسات تحليلية في الخلفيات، الأسس، والآفاق* (ط. ١). المركز الديمقراطي العربي للدراسات الاستراتيجية والسياسية والاقتصادية، برلين، ألمانيا.
- عبد الرحمن، حاج إبراهيم وريبع، خير الناس. (٢٠١١). مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار الدكتور محمد مهاتير. في المؤتمر الدولي الأول حول *الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل*، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية.
- عبد الله، نجية وسليمان، عير. (٢٠١٩). الصكوك الإسلامية كابتكار مالي: تجارب دولية ومدى استفادة مصر منها. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، (٣)، ٣٠٣-٣٣٤.
- عدنان، بندف محمد. (٢٠١١). استخدام صكوك الاستصناع والإجارة والمشاركة لإنشاء وتطوير المشاريع: دراسة حالة ماليزيا للفترة ٢٠٠١-٢٠١٠. في *الأيام العلمية الدولية الثانية حول المقاولاتية: آليات دعم ومساعدة إنشاء المؤسسات في الجزائر: الفرص والعوائق*، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، وزارة التعليم العالي والبحث العلمي.
- علي، بوعبدالله. (٢٠١٥). تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا. *مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية*، (١٤)، ١٨-٣١.
- علي، مها. (٢٠١٧). أسس عمل شركات التأمين التكافلي وتحليل الأداء المالي لها. *المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة*، (١٧)، ٦٠٦-٦٣٨.
- فيجل، عبد الحميد. (٢٠١٤-٢٠١٥). تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال: التجربة الماليزية أنموذجاً [رسالة ماجستير]. جامعة محمد خيضر بسكرة.
- كمال، رامي محمد. (٢٠١٩). *الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية* (ط. ١). دار طبعة الخضراء.
- محمد، سامي وجعاز، عدنان هادي. (٢٠١٥). الدور التمويلي للمصارف الإسلامية: التمويل بالصكوك: تجربة ماليزية. *مجلة العلوم الاقتصادية*، ١٠ (٣٨)، ١٠٩-١٤٢.
- المعجل، عبد الله بن عبد العزيز. (١٤٣٦ هـ). لمحات من التجربة الماليزية في المصرفية الإسلامية. *مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية*، (٣٥).
- النوباني، خولة فريز. (٢٠١٠). *لصكوك-تجارب عالمية*. ورشة عمل شركة BDO حول الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، الأردن.

هندة، زمولي وحفيظ، عبد الحميد. (٢٠٢١). دراسة تحليلية لواقع الصكوك على الصعيد الدولي: تجربة ماليزيا أنموذجاً. *مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال*، ٤ (١)، ٥٢٣-٥٤٣.  
هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (٢٠٠٧). *المعايير الشرعية*.

## References

- Al Jazeera. (2012). Retrieved from <https://www.aljazeera.net/ebusiness/2012/5/30>
- Bank Negara Malaysia. (2021). Monthly highlights and statistics in March 2021. Retrieved from <https://www.bnm.gov.my/-/monthly-highlights-and-statistics-in-march-2021>
- bin Kasim, Mohd. (2017). Compilation and estimation of Islamic finance statistics: The Malaysia's experience. *Workshop on Islamic Finance in the National Accounts, Department of Statistics Malaysia*, Beirut, Lebanon.
- String Fixer. (n.d.). Bank Muamalat Malaysia. Retrieved from [https://stringfixer.com/ar/Bank Muamalat Malaysia](https://stringfixer.com/ar/Bank_Muamalat_Malaysia)
- World Bank. (n.d.). Malaysia. Retrieved from <https://data.albankaldawli.org/country/malaysia?view=chart>
- World Bank. (2019). Malaysia: Islamic finance and financial inclusion. Retrieved from <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34519/Malaysia-Islamic-Finance-and-Financial-Inclusion.pdf?sequence=1>
- Zakat. (n.d.). Retrieved from <https://zakat.unhcr.org/blog/%D9%81%84>  
<https://www.islamweb.net/ar/>  
<https://www.icmr.my/global-capital-markets/sukuk/>