

## Islamic instruments in treating and mitigating the mortgage – Crisis Malaysia Capital Market Case Study 2007/2016 –

Achoub leila

Ghedabna lilia

Faculty of Economics || University of Oum El-Bouaghi || Algeria

**Abstract:** In light of the increasing interest and development of Islamic financial architecture, especially after the 2008 mortgage crisis and its innovative products and financial instruments such as Islamic Sukuk, , Not to mention its important and large role in reducing the big difference between the financial economy and the real economy, we decided In our research, to study the role of Islamic sukuk in dealing with the global financial crisis 2008, by studying the state of Malaysia, especially as the latter is among the first countries in the field of Islamic financial market activity.

**Keywords:** Mortgage Crisis, Islamic Sukuk, Financial Economy, Islamic Financial Market.

## دور الصكوك الإسلامية في علاج أزمة الرهون العقارية والتخفيف من حدتها – دراسة حالة سوق رأس مال ماليزيا 2016/2007 –

عشوب ليلى

غضابنة ليليا

كلية الاقتصاد || جامعة أم البواقي || الجزائر

المستخلص: في ظل الاهتمام المتزايد والتطور الذي تشهده الهندسة المالية الإسلامية خاصة بعد أزمة الرهون العقارية لسنة 2008 وما قدمته هذه الأخيرة من منتجات وأدوات مالية مبتكرة كالصكوك الإسلامية، ناهيك عن دورها الهام والكبير في تقليص الفارق الكبير بين الاقتصاد المالي والاقتصاد الحقيقي، ارتأينا في بحثنا هذا العمل على دراسة مدى دور الصكوك الإسلامية في علاج الأزمة المالية العالمية 2008، من خلال دراسة حالة دولة ماليزيا لاسيما وأنّ هذه الأخيرة تعد في مصاف الدول الأولى في مجال نشاط السوق المالية الإسلامية.

الكلمات المفتاحية: أزمة الرهون العقارية، الصكوك الإسلامية، الاقتصاد المالي، السوق المالية الإسلامية.

### المقدمة.

تشهد الساحة المصرفية والمالية الدولية إقبالا على أدوات الهندسة المالية الإسلامية بعد الأزمة المالية 2008 خصوصا وأن البنوك الإسلامية فرضت نفسها على الساحة الاقتصادية والمالية في العالم العربي بل وحتى الدولي حيث تزايد الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية كأحد أدوات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية التي لها الفعالية في إدارة السيولة وتمويل مشاريع البنية التحتية.

ويعد سوق رأس مال ماليزيا من أكبر الأسواق المالية التي تتعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية حيث أصبح

الرائد في إصدار الصكوك الإسلامية.

### مشكلة الدراسة:

وانطلاقا مما سبق يمكن طرح التساؤل الآتي:

إلى أي مدى يمكن ان تساهم الصكوك الإسلامية في التخفيف من حدة أزمة الرهون العقارية وعلاجها؟

### فرضيات الدراسة:

تعتمد الباحثتان على مستوى إشكالية الدراسة على الفرضية التالية:

إن أدوات الهندسة المالية الإسلامية يمكن أن توفر تدابير راسخة وواقعية لعدم الوقوع في الأزمات المالية.

### أهمية الدراسة:

تكمن أهمية البحث في أنه يعد موضوعا جد مهم ويدور حوله حديث كبير وهو منتجات ومبتكرات الهندسة المالية الإسلامية التي تعد بالمؤشر لبقاء وتطور المؤسسات المالية الإسلامية وإعطائها آفاق مستقبلية ومن جانب آخر نتيجة للأزمات المالية المتتالية والمتكررة الذي يشهدها العالم أدى ذلك إلى استنتاج بأن هذه الأخيرة في أمس الحاجة إلى حلول وبدائل مالية، ومع عجز الآليات والاستراتيجيات التقليدية في حلها يستنتج أن البدائل المالية الإسلامية من خلال ما توفره الهندسة المالية من أدوات ومنتجات تساهم في حلها.

### منهجية الدراسة:

ارتأينا في هذه الدراسة إتباع توليفة من المناهج العلمية الموالية لمعالجة الإشكالية المطروحة:

- المنهج الوصفي التحليلي: الذي يستخدم لوصف الظاهرة وتحليلها والكشف عن الأسباب المؤدية إلى حدوثها وأهم التداعيات التي خلفتها وصولا بأهم الحلول المتخذة لعلاجها.
- المنهج الاستقرائي: للمعلومات والبيانات المتحصل عليها من التقارير السنوية لسوق رأسمال الماليزي بهدف استقراء النتائج وتحليلها فيما يخص إجمالي السندات التقليدية المصدرة وإجمالي الصكوك الإسلامية، إضافة إلى المنهج المقارن والذي يستخدم كلما اقتضت الضرورة إلى ذلك في مقارنة مجموع إصدارات السندات التقليدية والصكوك الإسلامية لسوق رأسمال الماليزي خلال السنوات السابقة للأزمة وبعدها.

### حدود الدراسة: وتضمنت:

- الحدود الموضوعية: دور الصكوك الإسلامية في علاج أزمة الرهون العقارية والتخفيف من حدتها
- الحدود المكانية: وهو سوق رأسمال الماليزي الذي طبقت عليه الدراسة.
- الحدود الزمنية: وهي الفترة التي تم فيها دراسة تطور إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة مع تطور إصدار السندات في سوق رأسمال الماليزي للفترة 2007-2016.

### الدراسات السابقة:

1- بوعبد الله بن علي (2015)، تطور الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية العدد 04، الجزائر: جامعة المسيلة: في الأدبيات الخاصة بالصكوك الإسلامية وبشكل عام توجد بعض الدراسات التي تبرز أهمية الصكوك ودورها في الحياة الاقتصادية لدول العالم الإسلامي ولكن عددا قليلا جدا منها وحتى الندرة لم تتناول أثرها وأثارا دورها في الحد من الازمات المالية وبالخصوص أزمة الرهون العقارية. وتعد هذه الدراسة من أوائل الأبحاث في هذا المجال المتعلقة بتطور الصكوك الإسلامية حيث

أجريت حول تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا 2005-2013، كما تناولت تطور إجمالي الصكوك المالية الإسلامية مع مقارنة إجمالي السندات التقليدية فتوصل الباحث إلى نتيجة مفادها نجاح ماليزيا في تطوير سوق رأسمال الإسلامي من خلال الاستراتيجيات المطبقة في الإصدار والتداول بالنسبة لهذه الصكوك وايضا محافظته على ريادة للعالم من حيث عمليات الإصدار المحلية والدولية، حيث اصبح سوق رأسمال الإسلامي من اهم الاسواق المدعمة للتنمية الاقتصادية في ماليزيا وخاصة بعد الأزمة المالية العالمية 2008، وبالرغم من اهمية هذه الدراسة لكن الباحث لم يتطرق إلى دراسة مقارنة بين إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية وإجمالي السندات التقليدية والتي تفسر مدى مساهمة هذه الإصدارات المالية الإسلامية في التخفيف من حدة هذه الأزمة.

2- سامر مظهر القنطاجي (2008)، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، الطبعة الاولى، دار النهضة للطباعة للنشر والتوزيع، دمشق: وتعد هذه الدراسة من اهم ومن اوائل الدراسات التي اهتمت في معالجة أزمة الرهون العقاري الأمريكية 2008 وفقا لضوابط وقواعد الاقتصاد الإسلامي لاسيما منها الالتزام بقاعدة المشاركة وتحريم الربا والمقامرات والمعاملات الوهمية، لكنها تجردت تماما من التعريف وإبراز مدى دور واهمية المنتجات والمبتكرات المالية الإسلامية والصكوك الإسلامية كأفضل نموذج من حيث المصدقية والشرعية والكفاءة الاقتصادية وكأفضل حل وبديل إسلامي لمنع الازمات المالية.

3- حكيم براضة (2010-2011)، التصكيك ودوره في إدارة سيولة البنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة ومالية، جامعة حسية بن بوعلي شلف، الجزائر. تناولت الدراسة دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار وتطوير الادوات المالية حيث تم دراسة الية التصكيك وأطرافها وأركانها مع تبيان اهم الفروق بينها وبين التوريق التقليدي ليستعرض اهم منتجات الهيكلية والمتمثلة في الصكوك الاستثمارية، كما هدفت الدراسة إلى إبراز دور الصكوك في توفير البنية التحتية للبنوك الإسلامية من حيث توفير السيولة وإدارتها حيث اتخذت تجربة ماليزيا والسودان نموذجا، وأشارت الدراسة إلى إبراز أثر الصكوك الإسلامية في الحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، حيث خلصت إلى ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل المؤسسات المالية والبنوك التقليدية مما يقتضي منع تداول الصفقات الوهمية والبيع الرمزية التي يتميز بها النظام الرأسمالي، وهذا ما جعل الكثيرين ينادون بالاستفادة من ضوابط التصكيك الإسلامي المنبثقة من أصول المصرفية الإسلامية وبالتالي هذه الدراسة تتوافق مع جوهر والهدف الأساسي التي تصبوا إليه إشكالية دراستنا.

#### هيكلية الدراسة:

لدراسة الموضوع ارتأينا تقسيمه إلى ثلاثة محاور حيث تناولنا في المبحث الأول إطار نظري مفاهيمي للصكوك الإسلامية أما في المحور الثاني قمنا فيه بعرض تحليلي لأزمة الرهون العقارية الأمريكية 2008 ليتم تخصيص المحور الثالث كدراسة حالة لسوق رأسمال الماليزي للفترة 2007-2016.

#### المحور الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

##### أولا- تعريفها:

لقد تعددت تعريف الصكوك الإسلامية منها على سبيل الذكر لا الحصر:

عرف مجمع الفقه الإسلامي الصكوك الإسلامية بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأسمال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأسمال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه<sup>(1)</sup>.

وحسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فقد عرفت بأنها وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وبعد ذلك تحصل قيمة الصكوك ويقفل باب الاكتتاب ويبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله (كمال توفيق الخطاب، 2009: 7)<sup>(2)</sup>

ومن خلال التعاريف السابق ذكرها يمكن اعتبار الصكوك الإسلامية على أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري متوافق مع الضوابط الشرعية كما تصدر في إطار صيغ التمويل الإسلامي وبما يتفق مع ضوابط الشريعة الإسلامية. (نوال بن عمارة، 2011: 254)<sup>(3)</sup>

### ثانياً- الأهمية والأهداف الاقتصادية للصكوك الإسلامية:

إن الهدف من عملية التصكيك يمكن حصره في عاملين أساسيين:

1- الحصول على الموارد المالية اللازمة لتوسيع قاعدة المشروع الاستثماري القائم وذلك من خلال تحويل أصول الحكومات أو المؤسسات الخاصة إلى وحدات تتمثل في صكوك وعرضها في السوق لجذب المدخرات وخاصة الموجودات خارج الجهاز المصرفي لتمويل المشاريع الاستثمارية وهي تقتضي صدارة ائتمانية في الأصول مثل انتظام السداد ووجود ضمانات عينية.

إضافة إلى جمع موارد مالية إسلامية للمشروع الاستثماري بتعبئة موارده من المستثمرين وذلك من خلال طرح صكوك إسلامية وفق صيغ إسلامية مختلفة في السوق المالية لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع المراد تنفيذه.

2- تنويع وزيادة موارد الدولة لمواجهة مصاريف الإنفاق العام.

أما الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية فقد تزايدت نتيجة العديد من العوامل أهمها:

← تعد عمليات التصكيك المصدر الأصلي في الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها الأمر الذي يساهم في التقليل من مخاطر عدم الانسجام بين آجال الموارد واستخداماتها.

← تساهم الصكوك في جذب الشريحة الكبيرة من الأفراد الراغبين في تشغيل أموالهم وفق أحكام الشريعة الإسلامية وخاصة من خارج العالم الإسلامي.

← المساهمة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي إذ توفر فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات كما تزيد قابلية التداول أي تزداد البدائل للمستثمرين في الأوراق المالية.

(1)- سندس حميد موسى (2017)، تقييم دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة للدولة السودان نموذجاً، مجلة كلية التربية للبنات للعلوم الإنسانية، السنة الحادية عشر: العدد 21، ص 932  
(2)-كمال توفيق الخطاب (2009)، الصكوك الاستثمارية الإسلامية التحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، ص 7  
(3)- نوال بن عمارة (2011)، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الدولية البحرينية، مجلة الباحث، (الجزائر): عدد 9، ص 254.

← إن إصدار الصكوك الإسلامية ضمن بنود خارج الميزانية لا يحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها وعليه تساهم في تحسين المراكز المالية للمؤسسات والشركات.

← المساهمة في تغطية جزء من عجز الموازنة للدولة كما أنها تدعم نمو الناتج الإجمالي دون الحاجة إلى استثمارات إضافية (سندس حميد موسى، 2017: 133-134) (4).

### ثالثاً- أنواع الصكوك الإسلامية:

تختلف طبيعة الصكوك الإسلامية باختلاف طبيعة العقد الشرعي الذي على أساسه تصدر الصكوك إلا أننا سنتولى الاهتمام بالصكوك الأكثر انتشاراً وإشهاراً ويمكن تصنيفها إلى صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول على النحو التالي:

#### 1- صكوك قابلة للتداول:

وهي صكوك تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع لذلك يمكن تداولها وتمثل فيما يلي:

##### - صكوك المضاربة:

عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها رقم 17 بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض استخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط فيصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم وتدار هذه الصكوك على أساس المضاربة الشرعية بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2007: 11). (5)

##### - صكوك المشاركة:

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها باستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة فيصبح بذلك هذا المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم (آدم إبراهيم وجلاء الدين، 2010: 80) (6)

##### - صكوك الإجارة:

هي صكوك متساوية القيمة تمثل حصصاً متماثلة في ملكية منافع أعيان معمرة على أساس عقد إجارة كما تتمثل في عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، كما يتم إصدار صكوك التأجير على أساس عقد إجارة أو مشاركة في الإنتاج وقد تمثل حصة في أصول حكومية (حمزة الرميلى، 2014: 121-122) (7)

##### - صناديق الاستثمار:

صندوق الاستثمار عبارة عن آلية لتجميع الأموال عن طريق الاكتتاب في صكوكه وبغرض استثمارها في مجال استثماري محدد في نشرة الاكتتاب وتعدد مجالات استخدامها، حيث بالإمكان أن تشمل كافة الفروع

(4)- سندس حميد موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 133-134.

(5)---- (2007)، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 17، ص 11.

(6)- آدم إبراهيم وجلاء الدين (2010)، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ط1، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة، ص 80.

(7)- حمزة رملي (2014)، فرص تمويل واستثمار السوق الخيري بالاعتماد على الصكوك الوقفية، المؤتمر الدولي للمنتجات والتطبيقات والابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص ص 121-

الاقتصادية بما فيها المجالات المالية وتصدر هذه الصناديق المغلقة لأجل وبأحجام غير محددة =الصناديق المفتوحة (نادية أمين محمد علي، 2005: 988) <sup>(8)</sup>.

#### - صكوك المزارعة:

وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة للاكتتاب فيها في تمويل المشروع على أساس المزارعة ويصبح لحامل الصكوك حصة في المحصول وفق ما هو محدد في العقد.

#### - صكوك المساقات:

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية، ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة بحيث يكون مصدر هذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها ومالك منافعها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر والمكتتبين فيها هم المساقون في عقد المساقاة وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر)، وقد يكون المصدر هو المساقى صاحب العمل والمكتتبون هم اصحاب الأرض.

تستخدم حصيلتها في غرس الأشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في أرض المستثمرون الذين سبقت للأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار <sup>(9)</sup> (نوال عمارة، 2011: 257)

#### - صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس الأشجار وفيما يتطلبه هذا

الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس (محمد قري، 2014: ص 6) <sup>(10)</sup>

#### 2- الصكوك غير القابلة للتداول: وهي صكوك غير جائز تداولها لأنها تقوم على الديون وهي متمثلة في:

#### - صكوك المرابحة:

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها للتمويل بشراء سلعة المرابحة حيث تصبح هذه سلعة مملوكة لحملة الصكوك كما أنها تكون صادرة من قبل الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد بنسبة أو عن طريق وسيط مالي بعد تملك البائع وقبضه استخدام حصيلتها في تكلفة الشراء لهذه البضاعة أو نقلها وتخزينها، ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق وسيط مالي ويتم تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة <sup>(11)</sup> (Hussein alasrag, 2011: P6)

(8)- نادية أمين محمد علي (2005)، صكوك الاستثمار الشرعية خصائصها وانواعها، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم وأفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، ص 988.

(9) نوال عمارة، مرجع سبق ذكره، ص 257

(10)- محمد قري (2014)، صناعة الصكوك الإسلامية الواقع والآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول المالية الإسلامية تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، الصكوك الإسلامية الوقفية، جماعة صفاقس، كلية العلوم الاقتصادية، تونس، ص 6.

(11) -Hussien (2011) , alasrag, islamic financial instruments and small radium enterprise repec archive, P6

#### - صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها باستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك (زراق الحواس، 2015: 17) <sup>(12)</sup>

#### - صكوك الاستصناع:

وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك وهي تعد أيضا صكوكا تصدرها الحكومة أو بعض الشركات الصناعية في تمويل المشاريع الكبيرة للبلاد كمشاريع البنية التحتية. (عدنان محمد يوسف ربايعية، 2013: ص 5) <sup>(13)</sup>

رابعاً- الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات: يكمن الفرق بين السندات والصكوك فيما يلي:

- 1- قد يأخذ العائد على السندات شكل فائدة ثابتة في النظام التقليدي بينما قد يكون عائد متغير أو مستقر من الناحية الإسلامية.
- 2- يتم استثمار فائض السيولة لدى شركة الأغراض الخاصة في سندات ذات فوائد بينما في حالة التصكيك الإسلامي يتم الاستثمار بأدوات معاملات تتفق مع الشريعة.
- 3- الصيغة العامة للأوراق المالية للسندات في الغالب تكون وحيدة بينما تتعدد صيغ التصكيك الإسلامي بتعدد صيغ التمويل والبيع والاستثمار الإسلامية.
- 4- يتم تداول الأوراق المالية التقليدية بدون شروط بينما تكون محددة بالنسبة للصكوك الإسلامية.
- 5- العلاقة بين المورق الإسلامي والشركة ذات الغرض الخاص SPV علاقة حقيقية في النظام الإسلامي بينما هي علاقة شكلية في النظام التقليدي.
- 6- لا تنشئ الصكوك الإسلامية أي التزامات ثابتة إذ تعتمد قاعدة الغنم بالغرم، في حين أن السندات تنشئ التزامات محددة بتواريخ محددة قد يعرض المؤسسة لخطر الإفلاس وفي حالة حدوث ذلك يتغير الوفاء ببعض الالتزامات (سندس حميد موسى 935-936: 2017) <sup>(14)</sup>.

### المحور الثاني: تحليل أزمة الرهون العقارية 2008

#### أولاً- لمحة عن الأزمة:

منذ فبراير 2007 إلى سبتمبر 2008 ظهرت بوادر أزمة مالية والتي تعتبر الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929 فقد برزت بوادرها أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية لتمتد إلى دول العالم وتشمل دول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية المرتبطة باقتصادها مباشرة (سعيد حلاق، 2009) <sup>(15)</sup>.

(12)- زراق الحواس، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة (2015)، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي منتجات وتطبيقات الابتكار،

جامعة سطيف قسم العلوم الإنسانية، الجزائر، ص 17.

(13)- عدنان محمد يوسف ربايعية (2013)، صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، بحث مقدم إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك كلية قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة الإسلامية، الأردن، ص 5.

(14) سندس حميد موسى، مرجع سبق ذكره، ص 935-936

وبالرغم من الشرارة الأولى لهذه الأزمة بدأت في أغسطس 2007 لتنفجر في سبتمبر 2008 إلا أن الانخفاض في أسعار الفائدة كان بشكل كبير بما يقدر بـ 1% في منتصف 2003 إلى غاية منتصف 2004 (حسين عبد المطلب الأسرج، 2009)<sup>(16)</sup>، سنويا مما شجع المواطنين على الاقتراض لشراء مساكنهم الخاصة، فقد ارتفع معدل التمليك السكني في الولايات الأمريكية بـ 64% سنة 1996 إلى 69.2% في سنة 2004 وبالتالي ارتفاع أسعار العقارات (بوعروج لمياء، 2009)<sup>(17)</sup>، وقد رافقها ارتفاع أيضا في أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة بصورة مستمرة سواء في الولايات المتحدة أو في غيرها من دول العالم في المقابل سجل انخفاض الأسهم في القطاعات الاقتصادية الأخرى بما فيها قطاعات التكنولوجيا والاتصالات الحديثة وهذا ما أدى إلى إقبال الأمريكيين الأفراد والشركات إلى شراء المساكن والعقارات بهدف الاستثمار الطويل الأجل، وزادت عمليات الإقراض من قبل البنوك وتزايد التوسع والتساهل في منح القروض العقارية لإقراض أصحاب الدخول المنخفضة وغير القادرين على السداد والمسماة بالقروض (حسين عبد المطلب الأسرج، 2009)<sup>(18)</sup> المتدنية الجودة وقد تمادت البنوك في منح الائتمان بالرغم من المخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها هذا النوع من القروض والمرتبطة بالربحية نتيجة تطبيق أسعار فائدة مرتفعة مع نقص الضمانات وازدهار السوق العقاري (حسين عبد المطلب الأسرج، 2009)<sup>(19)</sup>، ومنذ تلك السنة بدأت قيم العقارات وبالتالي أسهم الشركات العقارية المسجلة بالبورصة في ارتفاع بصورة مستمرة في جميع أنحاء العالم بالخصوص في الولايات المتحدة حتى أصبح شراء العقار أفضل أنواع الاستثمار في حين أن الأنشطة الأخرى بما فيها التكنولوجيا الحديثة أصبحت عرضة للخسارة (حسين عبد المطلب الأسرج، 2009)<sup>(20)</sup>، فقد أقبل الكثير من الأفراد والشركات على شراء العقارات بهدف السكن أو الاستثمار الطويل الأجل أو المضاربة واتسعت تسهيلات العقارات درجة أن المصارف تستحق قروض لأفراد غير قادرين على سداد ديونهم ولديهم دخول ضعيفة، (بوعروج لمياء، 2009)<sup>(21)</sup> ومع بداية سنة 2006 بدأت حالة التشبع في سوق التمويل العقاري حيث تزايدت أسعار الفائدة لتبلغ حوالي 25، 5% مما تسبب في عجز الأفراد المستفيدين من القروض المتدنية الجودة عن سداد الأقساط المستحقة عليهم، كما ازداد الأمر سوءا بانتهاء مدة الفائدة المثبتة المنخفضة على القروض، وتزايدت معدلات حجز البنوك على العقارات من لم يستطيعوا السداد لتصل حوالي 93% وفقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات وأصبحوا مدينين بالالتزامات المادية طيلة حياتهم وانتفخت الفقاعة العقارية إلى أن وصلت ذروتها في صيف سنة 2007. وهبطت قيمة العقارات ولم يصبح الأفراد قادرين على سداد ديونهم حتى بعد بيع عقاراتهم المرهونة نتيجة عدم سداد ديونهم ونتيجة لامتناع سداد المقترضين لقروضهم وهبطت قيم أسهمها في البورصة وأعلنت شركات

(15)-سعيد حلاق (2009)، الأزمة المالية العالمية ومعالجتها من منظور إسلامي، مؤتمر تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، مصر.

(16) حسين عبد المطلب الأسرج (2009)، تأثير الأزمة المالية العالمية على الصادرات المصرية، ملتقى الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، (لبنان: جامعة الجنان)، الموقع: www.iseg.com بتاريخ 20-06-2009

(17) بوعروج لمياء (2009)، الأزمة المالية الحالية دراسة تحليلية للأزمة وأسباب الحدوث وتداعياتها على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العالمي، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر.

(18)- حسين عبد المطلب الأسرج (2009)، تأثير الأزمة المالية العالمية على الصادرات المصرية، ملتقى الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور الاقتصاد الغربي والإسلامي، (لبنان: جامعة الجنان)، الموقع: www.iseg.com بتاريخ 20-06-2009.

(19) بوعروج لمياء، مرجع سبق ذكره.

(20) حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، الموقع: www.iseg.com بتاريخ 20-06-2009.

(21) بوعروج لمياء، مرجع سبق ذكره.



عقارية عديدة إفلاسها، وهي القيم التي لم تتوقف عند العقارات بل امتدت إلى الأسواق المالية وجميع القطاعات حيث أنفق الأفراد جميع مدخراتهم وقاموا بالاقتراض لشراء العقارات، كما تسبب انفجار الفقاعة العقارية إلى تراجع الاستهلاك اليومي وبالتالي ظهور ملامح الكساد فمثلا الديون الأمريكية الناجمة عن الأزمة العقارية قدرت ب 6,6 % تريليونات دولار أي ما يعادل إيرادات نفط السعودية لمدة 15 سنة.

كما ساهم في تفاقم المشكلة اتجاه البنوك المقدمة لهذه القروض بتوريق الديون العقارية وذلك من خلال تجميع القروض العقارية المتشابهة في سلة واحدة وإعادة بيعها للمؤسسات والشركات المالية والعقارية الأخرى، فمن خلال هذه المحاولة للحد من المخاطر المترتبة عنها امتدت آثار الأزمة لعدد كبير من البنوك والشركات في الولايات المتحدة وحول العالم، فبدأت تتحرك ككرة الثلج وتنتشر لتشمل معظم الشركات المالية والعقارية، وبذلك بدأت أزمة الاقتصاد الأمريكي من أزمة مالية عالمية مصدرها الاقتصاد الأمريكي لتتجاوز حدود الولايات المتحدة لتطول آثارها في معظم دول العالم (حسين عبد المطلب الأسرج، 2009) <sup>(22)</sup>.

ثانيا -أسبابها:

- فوضى أسواق المال وتزايد المضاربات على أساس غير اقتصادي وارتفاع الأسعار العقارية دون مبرر للفقاعة العقارية.
- عدم المصداقية والشفافية والوضوح في البيانات المالية التي كانت تصدر وعدم الالتزام بالمعايير الدولية وبازل2 من قبل المصارف الأمريكية.
- جشع المصارف والتسارع في تقديم التمويل لزيادة الربح السريع دون الأخذ بعين الاعتبار قدرة المقترضين على السداد أي بمعنى الاقتراض الغير المسؤول.
- بدأت الأزمة نتيجة توفر ما يعرف بسياسة النقود الرخيصة لانخفاض أسعار الفائدة حيث بلغت 1% في سنة 2003 مما رفع الطلب على القروض.
- فشل ملايين من المقترضين في تسديد ديونهم للمصارف حوالي 3 مليون مقترض بحجم يصل إلى 600 مليار دولار بعد رفع الفائدة في عام 2004.
- انتشار المشتقات المالية عشرة أضعاف الناتج العالمي لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي التوسع في الإقراض.
- عجز المؤسسات المالية الدولية عن تحذير الأسواق من زيادة المخاطر وتنبيه المستثمرين في الوقت المناسب لأنه ليس لها السلطة في ذلك (محمد عبد الحلیم عمر، 2008: ص 7) <sup>(23)</sup>

## المحور الثالث- دراسة حالة سوق ماليزيا الإسلامي للفترة: 2007- 2016

أولا- دور الصكوك الإسلامية في علاج أزمة الرهون العقارية

(22)- حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، على الموقع:

بتاريخ 20-06-2009. www.iseg.com

(23) محمد عبد الحلیم عمر (2008)، قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية، ندوة حول الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي وتأثيرها على الاقتصاديات العربية، جامعة الازهر، مصر، ص 7

## 1- مساهمة الصكوك الإسلامية في مقاومة التضخم وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

يرتبط نظام التمويل بالمشاركة والمضاربة بنسبة الأرباح من الودائع الاستثمارية وليس مرتبط بنسبة الفوائد الناتجة عن القروض مادام الكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني من المحتمل أن تتحول إلى تضخم، وذلك لأن هذا الارتباط على علاقة بالإنتاج الحقيقي وليس بإنتاج الأموال من خلال الفوائد المصرفية"، مما أدى بالخبراء الأجانب ومن ضمنهم خبراء البنك الدولي يعترفون بوفرة الاستقرار على مستوى أنظمة التمويل الإسلامي، أضف إلى هذا فإن الخسائر الناتجة عن الإنتاج في ظل النظام الربوي ستتحول إلى فوائد مصرفية ربوية وهي تعد بإضافة يتحملها المستهلك أو من خلال رفع الأسعار، بينما نلاحظ توزع تلك الخسائر في نظام التمويل الإسلامي على ثلاث أطراف مساهمين المستثمر والمصرف والمودع حيث أن التكلفة تخفف من خلال تحمل جميع الأطراف معزم الخسارة".

إن الانهيارات الكبيرة والإفلاسات المتتالية للعديد من البنوك والشركات الدولية العملاقة تعد ضعفا في الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، كما توضح التقارير إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن خاضعة لرقابة البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، أضف إلى أنها لم تتقيد بمعايير بازل 1 وبازل 2، وبعد هذه التجاوزات الصارخة نادى الكثير من المختصين بضرورة الاستفادة من الصكوك الإسلامية المستمدة من البنوك الإسلامية، حيث أصدر قرارا من قبل الهيئة الفرنسية العليا للرقابة بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع كما عملت نفس الهيئة على السماح للمؤسسات والمتعاملين بالتعامل بالصكوك الإسلامية في سوق المنظمة الفرنسية.

## 2- دور الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التمويلية في تخفيض المخاطر والتحوط:

تعد الصكوك الإسلامية بوسيلة للاستدانة التي من خلالها أو بشكل آخر يحول الأصل المادي المستثمر (كعقار مؤجر) إلى سيولة نقدية يحصل عليها مصدر الصك، ويتولى إعطاء ربح هذا الأصل المادي أجرة العقار في مثالنا هذا لحاملي الصكوك فحامل الصك الإسلامي هو عمليا مالك الجزء من الأصل المادي أي العقار وبذلك فالصكوك الإسلامية هي شبيهة بالسندات الحكومية ولكنها لا تعطي فائدة ثابتة لأن إصدارها يستند إلى وجود أصل مادي حقيقي حيث يعطي الصك ربحا لحامله مادام الأصل المادي المستند إليه الصك هنا العقار مولدا دخلا وهذا ما يضمن لكل الأطراف حقوقهم، وبما أن الصكوك الإسلامية تتميز بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبارها أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال التقليل أو تجنب المخاطر، فبذلك يصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم لأن الشريعة الإسلامية تجنب المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين الناس، كما يتضح تواجد استراتيجيات لتطوير المنتجات المالية الإسلامية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي فقد قام المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية بتكليف فريق علمي متخصص استطاع استخراج 35، 1 منتجاً مالياً من 14 فقهياً أصيلاً من المذاهب الأربعة.

وإن العالم يستنجد بالاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية من الأزمة العالمية كما الأمر يقتضي تملك المصرفية الإسلامية استراتيجيات واضحة تساهم في ضبط عملية الابتكار المالي وتجنبها التناقض بين الأهداف النظرية والتطبيق العملي. (عبد الحميد فيجل، 2014-2015: 129-130)<sup>(24)</sup>

(24)- عبد الحميد فيجل (2014-2015)، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية نموذجاً، رسالة ماجستير، نخصص أسواق مالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص 129، 130.

### 3- دور التصكيك في توفير السيولة لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة:

لقد تولد عن الأزمة المالية العالمية أزمة سيولة سببت ضررا للعديد من الشركات الغربية وهذا ما أدى إلى الكثير بالاهتمام بأساليب التمويل الإسلامي التي أصبحت محضاه بقبول واسع من قبل الغربيين، وخاصة فيما يعرف بالصكوك الإسلامية التي تعد من أهم أدوات ومبتكرات الهندسة المالية الإسلامية التي تعطي دعما قويا للصناعة المصرفية الإسلامية، وفي هذا الإطار ترى وكالة ستاندر أندريورز بأن الدول الغربية تحاول الاستفادة من هذه المنتجات المالية الإسلامية في منطقة الخليج بإصدار صكوكا إسلامية بغية الحصول على السيولة لتمويل المؤسسات المالية المتضررة من أزمة الرهن العقاري، فقد أصدرت شركة التجزئة البريطانية نيسكو أول صكوك لها سنة 2007 لصالح وحداتها الماليزية كما قامت أيضا ببيع أوراق مالية تقليدية وهذا ما يساهم في إحداث توسع في التعامل بالصكوك الإسلامية عالميا مستقبلا.

### 4- قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث توازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي:

إن النتيجة الطبيعية الطبيعية لألية فوائد "الربا" التي تعد بالعمود الفقري للنظام الرأسمالي تؤدي إلى تضخم في الاقتصاد المالي في شكل متتالية هندسية في حين تجعل الاقتصاد الحقيقي ينمو في شكل متتالية حسابية وهذا ما نتج عنه حدوث متكرر للأزمات والتقلبات الاقتصادية الدولية من حيث الانهيار أو الإفلاس، كما أكد المختصون في ظل الأزمات المالية العالمية على تضخم الاقتصاد المالي وتجاوزه الاقتصاد الحقيقي حيث نشأ الهرم المقلوب كما أصبحت الكتلة النقدية متداولة مضافا إليها حجم الديون المقدمة من قبل المصارف التجارية مضاعفة في شكل علاقة غير تناسبية من خلال آلية Maurice Allais، فقد حذر من تراكم الديون بسرعة أكبر بكثير من الزيادة الناتجة عن الثروة، أما فيما يتعلق بالتمويل الإسلامي فهو يربط بصفة دائمة بين معدلات المشاركة والاقتصاد الحقيقي حيث تكون بالمحدودة وليس بالإمكان أن تصبح أضعافا للثروة، وبذلك فإن صنع المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام المتوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي إذ تكون لإحدى أدوات التمويل الإسلامي الصكوك الاستثمارية المتميزة القدرة على تحقيق التوازن بما أن إصدارها يستوجب وجود أصول قبل التصكيك واستبعادها من الربا واعتمادها على الربح مما أعطاها إمكانيات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس في أدوات التمويل (الربوية) بوعزيز عفاف، (74: 2014-2015-75) (25)

5- تمويل العجز في الميزانية: إن مواجهة العجز في الميزانية من أدوات برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي التي تعرفها الدول باستمرار ولكن أهم ما يميز هذه الجهود هو أنها مرتكزة على الرؤية الليبرالية المتبناة من قبل المؤسسات الدولية التي ترى بأن النظام الرأسمالي قادر على تحقيق توازنه والاستقرار بطريقة آلية وتوفير الحرية الاقتصادية وآليات السوق.

وقد عملت الدولة على تقليص تدخلها في الاستثمار الاقتصادي لكن واقع اقتصاديات هذه الدول ينفذ هذه الصناعة ومن أدل ذلك تلك الأزمات المتتالية المعاناة منها هذه الدول والتي كانت آخرها أزمة الرهون العقارية الأمريكية لسنة 2008 وما تلاها من أزمات ارتدادية لا تزال اليوم تقود الأنظمة المالية للدول الصناعية ودول الاقتصاد الأوروبي خصوصا والتي تعود في أساسها إلى طبيعة مصادر التمويل المعتمد عليها هذه الاقتصاديات والتي تتضمن بدورها فناء هذه الأنظمة لا سميا لارتكازها على التمويل الربوي، وفي ظل هذه الأزمات حاولت هذه الدول

(25) بوعزيز عفاف (2014-2015)، أدوات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في علاج أزمة الرهون العقارية دراسة الصكوك الإسلامية في ماليزيا 2007-2013، رسالة ماستر في العلوم الاقتصادية رسالة ماستر نقود ومالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص 74-75.

البحث عن وسائل أخرى بعد ما اتضح أن مذهبها الرأسمالي لم يعد بوسعها استيعاب هذه الأزمات وبذلك العجز على اقتراح حلول لتجنبها والتخفيف من تداعياتها، حيث كانت المنتجات المالية الإسلامية وما عرفته الهندسة المالية الإسلامية من ابتكارات أحد هذه البدائل خاصة بعد إثبات التجارب العالمية لكفاءة هذه المنتجات دون حدوث مثل تلك الأزمات من الأصل وليس مجرد وسائل لمواجهة تداعياتها، إذ تعتبر مشكلة العجز في الميزانية من المشكلات التي عرفها الاقتصاد الإسلامي بأدوات تمويلها دون أن تتسبب في حدوث ضغوطات تضخمية أو ترفع من تكلفة التمويل أو ترفع من عبئ التمويل العام على الأفراد والاقتصاد فقد كانت الصكوك الإسلامية من أهم هذه الأدوات. (زواق حواسي، 1436 هـ: 13-14) <sup>(26)</sup>

ثانياً: تطور إصدار وتداول الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي لماليزيا

1- تطور حجم الصكوك المصدر في العالم للفترة 2004-2020:

جدول رقم (1) تطور حجم الصكوك المصدر في العالم للفترة 2004-2020

الوحدة مليار دولار

| السنة | الوحدة المليار دولار | السنة | مليار دولار |
|-------|----------------------|-------|-------------|
| 2004  | 4.98                 | 2013  | 117         |
| 2005  | 11.27                | 2014  | 135.0       |
| 2006  | 20.99                | 2015  | 155.3       |
| 2007  | 37.63                | 2016  | 170.8       |
| 2008  | 20.2                 | 2017  | 187.9       |
| 2009  | 34.1                 | 2018  | 206.6       |
| 2010  | 53.7                 | 2019  | 227.3       |
| 2011  | 85.1                 | 2020  | 250         |
| 2012  | 133.7                |       |             |

المصدر: علي احمد الجبوسي (2018) التمويل باستخدام الصكوك الإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، 2018، (غزة)، ص88

بالرغم من حداثة تجربة إصدار الصكوك الإسلامية إلا أنها تمكنت من تحقيق تطورا ملحوظا في أسواق المال العالمية فخلال الفترة 2004-2015 لوحظ ارتفاع في حجم إصداراتها ونموها مع تراجع طفيف قدر ب 16 مليار دولار خلال فترة الأزمة المالية 2008، ويمكن تفسير هذا الارتفاع خلال هذه الفترة إلى زيادة الطلب من قبل الحكومات على الصكوك بغرض المساهمة في معالجة العجز في موازنتها نتيجة تزايد تأثيرها بالأزمة المالية 2008 وأزمة الديون السيادية 2010 ورغبتها في دعم مشاريع التنمية المختلفة.

وهذا دليل على أن البنوك الإسلامية كانت بمنأى عن التأثر في نشاطها بالأزمة.

حيث عرفت هذه المرحلة جملة من المزايا كما يلي:

➤ عودة سيطرة ماليزيا على سوق الصكوك لتلها الإمارات والسعودية.

(26)- زواق حواسي، مرجع سبق ذكره، ص 13-14.

- كما فتحت الأزمة المالية العالمية المجال أمام الحكومات لتصبح أكثر نشاطا في الشركات المعنية بالإصدار وذلك نتيجة تغطية العجز في موازنتها العامة.
  - بداية ظهور الحاجة إلى إصدار الصكوك الطويلة المدى نتيجة الرغبة في انتشار مشاريع عملاقة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.
  - ظهور دول أخرى جديدة للدخول في هذا المجال وهي فرنسا وبريطانيا واندونيسيا وكوريا الجنوبية والصين والأردن وتركيا.
  - كان الرنجيت الماليزي هو عملة الإصدار السائد في هذه الفترة نتيجة لعدد الكبير من إصدارات الصكوك الصادرة عن ماليزيا (عبد الحميد فيجل، 2014-2015: 256) <sup>(27)</sup>
  - بداية ظهور الحاجة إلى إصدار الصكوك الطويلة المدى نتيجة الرغبة في انتشار مسار عملاقة لسياستها في تحقيق التنمية.
  - ظهور دول أخرى جديدة في هذا المجال وهي فرنسا وبريطانيا واندونيسيا وكوريا الجنوبية والصين والأردن وتركيا، كما سجل حجم الصكوك الإسلامية انخفاضا طفيفا وغير معتبر آخر للفترة 2012-2013 نتيجة أزمة الديون السيادية وتستمر بالارتفاع وبشكل ملحوظ إلى غاية سنة 2015، حيث ارتفع إجمالي قيمة الإصدارات من 5 مليارات دولار سنة 2004 إلى 155 مليار دولار سنة 2015 لتتضاعف بذلك بحوالي 31 مليار دولار، كما انه من المتوقع ارتفاع حجم الطلب على إصدارات الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي خلال السنوات القادمة لتبلغ 227.3 مليار دولار في سنة 2019 وإلى حوالي 250 مليار دولار سنة 2020.
- 2- تطور حجم الصكوك الماليزية مقارنة بإجمالي الصكوك في العالم:

#### جدول رقم (2) تطور حجم الصكوك الماليزية مقارنة بحجم الصكوك في العالم للفترة 2012-2017

الوحدة بالمليون دولار

| السنوات                              | 2012  | 2013  | 2014   | 2015 | 2016  | 2017 |
|--------------------------------------|-------|-------|--------|------|-------|------|
| حجم الصكوك في العالم                 | 131.1 | 119.7 | 118.8  | 66.1 | 74.8  | 99.5 |
| حجم إصدار ماليزيا                    | 97.1  | 82.4  | 77.9   | 30.4 | 29.9  | 50.7 |
| نسبة إصدار ماليزيا نسبة إلى الإجمالي | 74%   | 68.8% | 65.64% | 48%  | 41.1% | 51%  |

المصدر: طلال عيسى والعربي يخلف (2018)، دور الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية مستحدثة لتمويل التنمية الاقتصادية مع الإشارة لحالة ماليزيا، الملتقى الدولي حول الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصادية نحو تمويل مستدام في الجزائر، (الجزائر، جامعة محمد الصديق جيجل)

وتعتبر ماليزيا الرائدة في مجال تمويل مشاريع البنية التحتية باستخدام الصكوك الإسلامية بحيث تحتكر الإصدار العالمي للصكوك منذ سنوات فحسب الجدول بلغ حجم جمع إصدارات ماليزيا مابين سنتين 2012 و2017 أكثر من 360 مليون دولار وهو ما يعادل حوالي 58% من إجمالي الإصدار العالمي.

3- تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في سوق رأس المال الإسلامي للماليزيا للفترة 2007-2016

#### جدول (3) تطور عدد الصكوك الإسلامية والسندات في سوق رأس المال الماليزي

| السنوات          | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| الصكوك الإسلامية | 59   | 47   | 11   | 20   | 44   | 41   | 49   | 47   | 25   | 32   |

(27)- عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص 256

| السنوات                            | 2007 | 2008 | 2009 | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|------------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| السندات التقليدية                  | 61   | 52   | 23   | 32    | 41    | 40    | 37    | 31    | 21    | 25    |
| إجمالي الصكوك                      | 120  | 99   | 34   | 52    | 85    | 81    | 86    | 78    | 46    | 57    |
| نسبة الصكوك الإسلامية إلى الإجمالي | 76.4 | 30.9 | 59.1 | 38.46 | 51.76 | 58.62 | 56.98 | 60.26 | 54.35 | 56.14 |

المصدر: - عمر عبو (2017)، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي، المجلة الأكاديمية الاجتماعية والإنسانية، العدد 18، ص54.

#### -Securities commissions Malaysia annulas reports 2007\*2008\*2009

بمقارنة إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية مع السندات التقليدية فإننا نلاحظ انخفاض في عدد إصدارات الصكوك الإسلامية من 59 إلى 47 ثم 11 إصدار خلال السنوات 2007 ثم 2008 ثم 2009 على التوالي. أما فيما يتعلق بالسندات التقليدية فهي الأخرى شهدت تراجعاً في عدد الإصدارات من 61 إلى 52 إلى 23 خلال السنوات 2007-2008-2009 على التوالي.

أما من خلال مقارنة نسبة إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات بإجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية فنلاحظ أن الصكوك الإسلامية سيطرت على الإصدارات حيث بلغت سنة 2007 إلى 76.4% ثم 30.9% و 59.1% خلال السنوات 2008-2009 على التوالي بينما السندات التقليدية فبلغت نسبتها 23.6% ثم 69.1% ثم 40.9% خلال السنوات 2007-2008-2009 على التوالي، وفي الأخير يمكن القول بأنه بالرغم من تأثيرات الأزمة المالية إلا أنه لاتزال ماليزيا رائدة في الصيرفة الإسلامية واستطاعت مواجهة الأزمة المالية العالمية 2008 فقد أكد رئيس وزراء ماليزيا السابق عبد الله بدوي على أنه بفضل تطوير النظام المالي الإسلامي تمكنت ماليزيا من التصدي للأزمة المالية العالمية 2008 مع بعض الإجراءات الاقتصادية والمالية الأخرى كما يلي:

أن النظام المالي الإسلامي أصبح في الوقت الحالي عنصراً قابلاً للتطور وراسخاً يستكمل النظام المالي التقليدي.

- التقدم السريع الذي أحرزه النظام المالي الإسلامي في ماليزيا فقد أفسح المجال لاندماجه في السوق العالمية.
- الجهود المبذولة على المستوى العالمي لجعل النظام المالي الإسلامي عنصراً مصداقاً سيساعد كثيراً على تعزيز تطوير النظام المالي في ماليزيا.
- إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية والسوق المالية الإسلامية بكوالالمبور الذي يهدف إلى وضع المعايير التنظيمية الدولية القائمة على خصائص ومخاطر فريدة للمؤسسات المصرفية الإسلامية في الاحتفاظ بقوة النظام المالي الإسلامي واستقراره.

كما يتضح من الجدول أن الصكوك في سوق الأوراق المالية في تزايد مستمر حيث نجد أن هناك 20 صك مدرج خلال سنة 2010 بنسبة 38.46% من إجمالي الصكوك والسندات في السوق، إلا أنه خلال سنة 2013 وجد هناك تضاعفاً وتطوراً في عدد الصكوك المدرجة في السوق حيث أنه وصلت إلى 49 صك أكثر من عدد السندات المدرجة في سوق التحفيزات والتسهيلات المقدمة من طرف الحكومة الماليزية من أجل تشجيع المستثمرين بالتوجه إلى هذا النوع من الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لتتخفف خلال سنتي 2014-2015 إلى 47 صك ويعود

ذلك الانخفاض إلى مخاوف المستثمرين من تداعيات انخفاض أسعار البترول خلال الثلاثي الأخير من سنة 2014 لتحقق تزيادا معتبرا إلى 32 صك سنة 2016 أي بنسبة 56.14% (عمر عبو، 2007: 54) (28)

#### الخاتمة:

لقد أصبحت سوق الأوراق المالية الإسلامية من أهم مكونات سوق رأس المال المالي نظرا للدور المهم الذي تلعبه في تمويل مشاريع التنمية ودعم النمو باليزيا، حيث تؤدي هذه السوق دورا مكملا باعتبارها موازنة سوق الأوراق المالية التقليدية وسوقا مكملة للجهاز المصرفي الإسلامي مما أدى إلى توسيع وتعميق سوق المال المالي وجعلها أكثر جاذبية للمتعاملين المسلمين وغير المسلمين، وهذا ما أثبتته الأزمة المالية العالمية مما أدى إلى زيادة الاهتمام بالهندسة المالية الإسلامية باعتبارها الأداة المناسبة لإيجاد منتجات مالية مبتكرة ومن أبرزها الصكوك الإسلامية التي تجمع بين المصرفية والشريعة والكفاءة الاقتصادية، لذا تعد الهندسة المالية الإسلامية البديل الأنسب للمحافظة على استقرار النظام المالي والمصرفي. كما توصلنا من خلال دراستنا هذه إلى النتائج التالية:

- يقوم التصكيك بعلاج الأزمة المالية من خلال قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي (دور الصكوك الإسلامية في تامين أخلاقيات الرقابة، دور التصكيك في توفير السيولة لتمويل المؤسسات المتضررة من الأزمة... الخ).
- أصبح سوق رأس المال الإسلامي من أهم الأسواق المنظمة للتنمية الاقتصادية في ماليزيا بعد سنة 2008
- تعتبر الصكوك أداة تنشيط وتفعيل للأسواق المالية الإسلامية من أجل زيادة حجم وقيمة التداول في السوق.
- تمثل الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية الحصة الكبيرة من حجم وقيمة التداول مقارنة بالسندات.

#### التوصيات والمقترحات.

ومن خلال النتائج السابق ذكرها توصي الباحثان وتقرحان ما يلي:

1. ضرورة الأخذ بأدوات ومنتجات الهندسة المالية المبتكرة التي تتمتع بالمصدقية والشريعة والكفاءة الاقتصادية والاستعانة بها بديلا لأدوات الهندسة المالية التقليدية مما يساهم في التوقي ومنع حدوث الأزمات المالية.
2. أصبح التمويل الإسلامي يلقي تجاوبا كبيرا من مختلف الدول بعد الأزمة المالية العالمية 2008 ذلك لما تحمله من خصائص الأمان ولذلك سعت الهندسة المالية لتوفير أدوات مستحدثة لاستقطاب الأموال من الافراد والمؤسسات ليتم توجيهها لتمويل المشاريع التنموية.
3. تبني التجربة الماليزية واتخاذها نموذجا للاستثمار في المالية الإسلامية لكل بلد يريد الاستثمار في هذا المجال بالنسبة للبلدان الإسلامية.

(28) عمر عبو (2017)، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزي، مجلة الاكاديمية الإجتماعية والإنسانية، (جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، الجزائر): العدد 18، ص 54.

## قائمة المراجع.

### أولاً- المراجع بالعربية:

- آدم إبراهيم جلاء الدين (2010): الصكوك والأسواق الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ط1، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، القاهرة.
- بوعروج لمياء، (2009)، الأزمة المالية الحالية دراسة تحليلية للأزمة وأسباب الحدوث وتداعياتها على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العالمي، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر.
- بوعزيز عفاف، (2014): أدوات الهندسة المالية الإسلامية دورها في علاج أزمة الرهن العقاري، دراسة حالة الصكوك في ماليزيا 2007-2013، رسالة ماستر تخصص نقود ومالية، الجزائر، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- حملي رملي (2014): فرص تمويل واستثمار السوق الجزائري للأعمال على الصكوك الوقفية، المؤتمر الدولي لمنتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
- زواق حواس(1436 هـ)، كفاءة الصكوك الإسلامية في تمويل العجز الموازنة العامة، المؤتمر الدولي بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة الإسلامية، جامعة المسيلة، الجزائر.
- سندس حميد موسى(2017)، تقييم الصكوك الإسلامية في معالجة العجز الموازنة العامة الدولة السودان نموذجاً، مجلة كلية التربية للعلوم الإنسانية، السنة الحادية عشر: العدد 21.
- عبد الحميد فيجل (2015)، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطور السوق رأسمال تجربة ماليزيا نموذجاً، مذكرة ماجستير تخصص الأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- عدنان محمد يوسف ربايعية (2017)، صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، بحث مقدم إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن.
- عمر عبو (2017): دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، الجزائر: العدد 18.
- كمال توفيق الخطاب (2009)، الصكوك الاستثمارية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، جامعة اليرموك، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، دائرة الشؤون الدينية الإسلامية والعمل الخيري، الأردن.
- محمد قرمي (2014)، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول المالية الإسلامية تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية للصكوك الإسلامية الوقفية، جامعة صفاقس كلية العلوم الاقتصادية، تونس.
- نادية أمين محمد علي (2007): الصكوك الاستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها، بحث مقدم إلى مؤتمر العلمي الرابع السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية معالم وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات.



- نوال بن عمارة (2011): الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، تجربة السوق المالية الإسلامية البحرينية، مجلة الباحث، (الجزائر): عدد 9.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2007)، المعايير الشرعية، المعيار رقم 17.

ثانياً- المراجع بالإنجليزية:

- HUSSARRIEM ALSSAG (2011), ISLAMIC FINANCIAL INSTRUMENT AND SMALL AND MODERN PER PERSONNEL REPEC,