



استخدام الصكوك لإدارة سيولة المصارف الإسلامية: دراسة تحليلية للتجربة الماليزية  
والبحرينية

**Using Sukuk to Manage Islamic Banks' Liquidity: An Analytical Study  
of the Malaysian and Bahraini Experience**

محمد غزال\*

ghezalm19@gmail.com

الملخص

تعد إدارة السيولة ذات أهمية بالغة لما لها من أثر على المصارف الإسلامية خاصة في نقص الأدوات المالية التي يمكن استخدامها. وكان لبروز الصكوك وزيادة إصداراتها عالميا من إمكانية استعمالها كأحد أدوات إدارة السيولة في القطاع المصرفي. وتوجهت عديد المصارف الإسلامية الى إصدار صكوك لإدارة سيولتها أمام باقي الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، كما دفعت ببعض البنوك المركزية لاستخدامها ضمن سياستها النقدية أو إصدارها نيابة عن الحكومات بتوفير أداة مالية لإدارة سيولة المصارف الإسلامية. فالغرض من هذه الدراسة يتمحور حول دور استخدام الصكوك كأحد آليات إدارة سيولة المصارف الإسلامية في كل من ماليزيا والبحرين. وقد استخدم المنهج الوصفي لعرض مختلف مفاهيم هذا البحث والمنهج التحليلي لتحليل آلية عمل الصكوك لإدارة السيولة في التجريبتين الماليزية والبحرينية. ومن أهم النتائج التي توصل إليها البحث أن المصارف الإسلامية العاملة في كل من ماليزيا والبحرين تستخدم الصكوك لإدارة سيولتها من خلال ما توفره لها البنوك المركزية من منتجات كصكوك الإجارة وصكوك السلم. يوصى الباحث على تعميم هذه المنتجات في باقي

---

\* معهد المصرفية والمالية الإسلامية، الجامعة الإسلامية العالمية ماليزيا.

الدول حتى تسهل إدارة سيولة المصارف الإسلامية بتفعيل منتج الصكوك بمختلف أنواعها من طرف البنوك المركزية.

**الكلمات المفتاحية:** إدارة السيولة، المصارف الإسلامية، الصكوك الإسلامية، ماليزيا، البحرين.

### Abstract

Liquidity management is of paramount importance because of its impact on Islamic banks, especially in the lack of financial tools that can be used. The emergence of sukuk and the increase in their issuance globally made it possible to use as one of the tools for liquidity management in the banking sector. Many Islamic banks went to issue sukuk to manage their liquidity in front of other Islamic financial instruments, as well as pushing some central banks to use them as part of their monetary policy or to issue them on behalf of governments by providing a financial tool to manage the liquidity of Islamic banks. The purpose of this study is around the role of using sukuk as one of the mechanisms for managing the liquidity of Islamic banks in both countries Malaysia and Bahrain. The descriptive approach was used to present the various concepts of this research and the analytical method to analyse the mechanism of using sukuk to manage liquidity in the Malaysian and Bahraini experiences. One of the most important findings of the research is that Islamic banks operating in Malaysia and Bahrain use sukuk to manage their liquidity through the products provided by central banks, such as Ijara Sukuk and Salam Sukuk. The researcher recommends that these products should be generalised in the rest of the countries to facilitate the management of liquidity of Islamic banks to activate the product of various types of sukuk by central banks.

**Keywords:** Liquidity Management, Islamic Banks, Islamic Sukuk, Malaysia, Bahrain.

### المقدمة

ظهرت في الأسواق المالية الإسلامية إصدارات كثيرة من الصكوك كتمويل أو استثمار في مشاريع تجارية وصناعية وخدمية كثيرة. ساعد في انتشارها خاصة مشاركة حملة الصكوك في الربح والخسارة في المشاريع الممولة، ووجود أنواع كثيرة تساهم في اختيار الأداة الأنسب حسب رغبة المصدرين لها. واستخدمت الصكوك في الأساس في

المشاريع الاقتصادية للشركات والحكومات ولكن في السنوات الأخيرة امتدت إلى القطاع المصرفي كذلك.

وتمكنت الصكوك من فرض تواجدتها ضمن الخطط التي تنتهجها المصارف الإسلامية لإدارة سيولتها أمام باقي الأدوات المالية الإسلامية الأخرى المتوفرة خاصة بعد الأزمة العالمية الأخيرة. حيث أن ميزة التسييل العالية لبعض أنواع الصكوك في الأسواق المالية جعلها تلقى إقبالا متزايدا في كثير من المصارف الإسلامية، كما استثمرت بعض من فائض سيولتها في هذه الصكوك. كما دفعت بعض البنوك المركزية بصفتها الملجأ الأخير لاستخدامها ضمن سياستها النقدية أو نيابة عن الحكومات في إطار السياسة المالية لتوفير أو امتصاص سيولة المصارف الإسلامية وتيسير آلية عملها.

وبرزت بعض التجارب من عديد الدول من طرف كلا من البنوك المركزية و المصارف الإسلامية العاملة فيها بالإقبال على إصدار صكوك لإدارة السيولة. ومن بين التجارب الدولية الرائدة في إدارة سيولة المصارف الإسلامية نجد الماليزية والبحرينية. فالأولى تعود إلى سنة 1983 عندما أنشأت ماليزيا أول بنك متوافق مع الشريعة وهو بنك إسلام وما تبعه من تطوير الأدوات التي تتلاءم مع آليات عمل المصارف الإسلامية وتوفير بعض الأدوات المالية الإسلامية. وما شهدت كذلك ماليزيا من طفرة في المعاملات الإسلامية وما تبعه من ابتكارات تتماشى مع عمل المصارف الإسلامية. فالتجربة الماليزية تعد رائدة في مجالات الصيرفة والصكوك الإسلامية لما تتوفر من قاعدة قانونية وتنظيمية فعالة للغاية. فالصكوك الإسلامية تم تطويرها منذ سنة 1990 بإصدار أول صكوك إسلامية من طرف شركة خاصة ماليزية وما تبعه من تطور في استخدام الصكوك من طرف الحكومة والشركات الخاصة وأيضا المصارف الإسلامية في إطار تمويل أو استثمار ما لديها من فائض في الأموال. وكان من أهم الفاعلين: "البنك المركزي الماليزي" وهيئة

سوق رأس المال الماليزية". فالأول عمل على إيجاد صكوك تسمح باستعمالها لإدارة سيولة المصارف الإسلامية، والثانية في توفير الإطار والمكان المناسب لإصدارها وتداولها للقطاعات الاقتصادية منها المصارف الإسلامية. أما التجربة البحرينية فتعد رائدة في مجال إصدار الصكوك وإدارة السيولة في المصارف الإسلامية، حيث تعود إلى بداية هذه الألفية ودور البنك المركزي البحريني وهيئة النقد البحرينية في توفير الأدوات المالية وعلى رأسها الصكوك الإسلامية خاصة منها صكوك السلم أو الإجارة قصيرة الأجل.

### إشكالية البحث

استنادا الى ما سبق، تتمثل مشكلة الدراسة في البحث في أحد المواضيع المهمة في الصناعة المالية الإسلامية وهي إدارة سيولة المصارف الإسلامية في ظل وجود أداة مالية متمثلة في الصكوك الإسلامية وما يمكن أن تقدمه من حلول. فالغرض من هذه الدراسة يتمحور حول دور استخدام الصكوك كأحد الآليات التي توظفها البنوك المركزية لإدارة سيولة المصارف الإسلامية في كل من ماليزيا والبحرين. ويمكن طرح التساؤل التالي كتوضيح لمشكلة الدراسة: ما هو دور استخدام الصكوك من طرف البنوك المركزية في إدارة سيولة المصارف الإسلامية؟ هل تستخدم البنوك المركزية الصكوك لإدارة سيولة المصارف الإسلامية؟

### فرضية البحث

يناقش هذا البحث فرضية رئيسة متمثلة في توفر كلا البنكين المركزيين الماليزي والبحريني على أدوات مالية متمثلة في الصكوك يمكن استعمالها لإدارة سيولة المصارف الإسلامية.

### أهداف البحث

تظهر حاجة ماسة لوجود قدر مناسب من السيولة لمواجهة أي طارئ لدى المصارف الإسلامية أو توفر أداة مالية مناسبة يمكن تسيلها للوفاء بالتزاماتها اتجاه زبائنها. ومن خلال ما سبق يمكن تلخيص أهم أهداف هذا البحث فيما يلي:

- 1- التعرف على الصكوك الإسلامية وأهميتها للقطاع المالي؛
- 2- التعرف على مفهوم السيولة وتحديد مفهوم إدارة السيولة في المصارف الإسلامية وأهميتها؛
- 3- بيان استخدام الصكوك الإسلامية في إدارة سيولة المصارف الإسلامية من خلال ما يصدره البنك المركزي الماليزي والبحريني.

### أهمية البحث

تنبع أهمية البحث من أهمية إدارة السيولة في المصارف الإسلامية وإمكانية استخدام أداة تساهم في حل مشكلة السيولة لدى المصارف الإسلامية من خلال التركيز على الصكوك المتوفرة التي تصدرها البنوك المركزية.

### حدود البحث

تقتصر حدود هذا البحث على دراسة تجربتين دوليتين هما الماليزية والبحرينية دون غيرهما عن باقي الدول وهذا راجع بالأساس لانفراد هاتين التجربتين بميزة السبق والتطوير المستمر للأدوات المالية المستعملة لإدارة السيولة في المصارف الإسلامية. بالإضافة إلى أن الدراسة تركز على الصكوك دون غيرها من الأدوات المالية الأخرى المستعملة من طرف البنوك المركزية.

### منهجية البحث ومصادر المعلومات

استخدم في هذا البحث المنهج الوصفي لعرض مختلف المفاهيم المتعلقة بالصكوك الإسلامية وإدارة السيولة في المصارف الإسلامية، وكذلك استخدم المنهج التحليلي من خلال التطرق للأدوات المفعلة في التجربتين الماليزية والبحرينية وآلية عمل الصكوك فيهما. وقد تم الاستعانة بمختلف الكتب والبحوث والمقالات العلمية والتقارير السنوية ومواقع الانترنت للحصول على المعطيات التي ساهمت في إنجاز هذا البحث.

### تقسيم البحث

وسيتطرق هذا البحث بعد المقدمة في المبحث الأول إلى مفهوم الصكوك الإسلامية وأهميتها للقطاع المالي، ثم يتناول في المبحث الثاني مفهوم إدارة السيولة وأهميتها للمصارف الإسلامية، ثم يعرض المبحث الثالث التجربتين الماليزية والبحرينية في استخدام الصكوك لإدارة سيولة المصارف الإسلامية بالتركيز على إصدارات البنك المركزي

للصكوك وشرائها من طرف المصارف الإسلامية في كلا التجريبتين. أما المبحث الرابع فسيتم تخصيصه للتحليل والمناقشة وفي الأخير نعرض أهم النتائج والتوصيات.

### المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الصكوك الإسلامية

#### أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية

عرفت الصكوك من عدة أطراف وجهات رسمية حاولت أن تعطي المفهوم العام لها، غير أن أهم التعاريف المتداولة من طرف جل الباحثين والمنظمات المالية الإسلامية أوضحت تقاربات في المفهوم العام للصكوك واختلاف في بعض الجزئيات. حيث عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (2015) الصكوك تحت مسمى الصكوك الاستثمارية، وهذا تحت المعيار رقم (17) من المعايير الشرعية التي أصدرتها الهيئة في سنة 2003 بأنها:

"وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع، أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب، وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله" (AAOIFI, 2015, p. 476).

#### ثانياً: أنواع الصكوك الإسلامية

من خلال التعريف السابق يمكن أن نجد صكوك مثلة لموجودات عينية وأخرى لموجودات الديون وصكوك مثلة لمنافع وأخرى مثلة لخدمات. ومن أهم أنواع الصكوك

نجد صكوك المراجعة والسلم والاستصناع والإجارة والمضاربة والمشاركة والوكالة والوكالة بالاستثمار.

### ثالثاً: خصائص الصكوك الإسلامية

عرفت الصكوك بأنها أدوات مالية إسلامية استحدثت وفق قواعد خاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية. إن مميزات الصكوك تختلف عن نظيراتها من الأدوات المالية التقليدية، وإن كانت تشترك معها في كثير من الخصائص. وهذا ما جعلها ذات قبول وثقة عاليتين من طرف المتعاملين في الأسواق المالية والبنوك والمستثمرين بصفة عامة. تعرض هذه النقطة أهم خصائص الصكوك التي تنفرد بها عن سائر الأدوات المالية الأخرى (Mansour, 2009).

- 1- الصكوك تمثل أوراق مالية تصدر بقيم متساوية لجميع حملتها،
- 2- عادة تحدد نشرة الإصدار القيمة الاسمية للصكوك وعدد الصكوك والأرباح المتوقع الحصول عليها.
- 3- لحملة الصكوك حق ملكية حصة شائعة غير محددة في أصول المشروع الذي تموله الصكوك ولا تمثل ديناً في ذمة الشركة المصدرة.
- 4- الصكوك تحدد لحاملها نسبة معينة من الربح متوقعة في المستقبل معلن عنها في نشرة الإصدار، كما يتحمل حملة الصكوك كامل المخاطر الناتجة عن الاستثمار فيها وفي حدود ما يملكونها.
- 5- تتميز الصكوك عن باقي الأوراق المالية الأخرى بصورها وفق عقد شرعي يخضع لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية.

- 6- الصكوك الممثلة لمشاركات وأصول ومنافع وإيجارات قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم يوجد مانع أو ضابط شرعي يجد من ذلك.
- 7- الصكوك تنشأ للاستثمار في أصول جديدة أو تسهيل أصول قائمة.

#### رابعاً: أهمية الصكوك بالنسبة للمصارف الإسلامية

تعتبر الصكوك من بين أحد أهم الأدوات المالية التي يمكن للمصارف الإسلامية الاستثمار فيها كبديل عن الأوراق المالية التقليدية التي لا تتوافق مع العمل المصرفي الإسلامي و تحقق العديد من المزايا للعمل المصرفي الإسلامي ومن هذه المزايا ( Al-Jouriyeh, 2009; Dunya, 2010):

- 1- يمكن للصكوك أن تكون أحد الأدوات التي تنوع بها المصارف الإسلامية استثماراتها بعيداً عن الأدوات المالية التقليدية التي تشوبها المعاملات الربوية المحرمة من الشريعة الإسلامية، فهي بذلك توفر أداة عالية المرونة يسهل استعمالها تتوافق مع طبيعة العمل المصرفي الإسلامي .
- فلاستثمار في الصكوك يسمح للمصارف الإسلامية في تحسين إدارة موجوداتها ومطالبها وتساعد في عملية الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها مما يساهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماته. فالصكوك يمكن تداولها وتسييلها في الأسواق المالية في أي وقت، إذا ما احتاجت المصارف الإسلامية للسيولة الطارئة لمواجهة طلبات الزبائن الفجائية، مما يجعل إدارة السيولة لدى المصارف الإسلامية أقل تعقيداً .
- 2- استثمار المصارف الإسلامية في الأدوات المالية التي تصدرها الحكومات مثل الصكوك يعتبر بديلاً عن أذونات الخزينة والسندات الحكومية التي لا تتوافق مع طبيعة العمل المصرفي الإسلامي، فمن خلال الصكوك يمكن للحكومات أن تمول العجز في

ميزانياتها عن طريق إصدار صكوك المضاربة والمشاركة والإجارة في المشروعات المدرة للربح.

**3-** يمكن استخدام الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها الدولة ممثلة في البنك المركزي لتنفيذ سياستها النقدية بالنسبة للمصارف الإسلامية التي لا يمكن لها استخدام الأدوات المالية التقليدية للسياسة النقدية. بحيث يمكن استخدام الصكوك الإسلامية كبديل في عمليات السوق المفتوحة التي تقوم بها السلطات الحكومية.

**4-** تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية في أنها تساعد في تحسين نسبة كفاية رأس المال، فعملية تصكيك أصول المصارف خارج الميزانية تساعد إلى مدى معين في تقليل مخاطر سيولة المصارف الإسلامية. فعندما يكون فائض في السيولة تلجأ المصارف لشراء الصكوك وفي حالة العكس إذا كانت السيولة ناقصة يلجأ المصرف إلى بيع الصكوك للحصول على السيولة الفورية أو عملية تصكيك أصول المصرف المتمثلة في المشاركات والمضاربات والإيجارات وغيرها من عقود التمويل الإسلامي.

**5-** تساعد عملية تصكيك أصول المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في تحسين من قدرات المركز المالي وزيادة ربحيتها. عملية تصكيك الأصول خارج ميزانية المصرف تسمح للمصرف للحصول على سيولة بأقل تكلفة ممكنة مقارنة إذا ما تم توفيرها عن طريق الاقتراض من السوق النقدية أو الطرق الأخرى، كما أنها تساعد إلى حد ما في تحسين مردودية المصارف.

**6-** توريق الموجودات العينية مثل الأصول المؤجرة بالاتفاق مع شركة توريق على إصدار أوراق مالية (صكوك إجارة) بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام ليشتريها المستثمرون وبالتالي يملكون على الشبوع الأصول ويحصلون على أقساط الإيجار إضافة إلى

استهلاك (اطفاء) قيمة الأصول المورق تباعا ويمكنهم تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية .

7- توريق أدوات التمويل من مشاركات ومضاربات، ممثلة في حصة المؤسسة البادئة للتوريق في رأس مال هذه الأدوات عن طريق الاتفاق مع شركة التوريق التي تقوم بطرح قيمة التمويل في صورة أوراق مالية (صكوك مشاركة أو مضاربة) ليشتريها المستثمرون والذي يكون من حقهم الحصول على حصة من العائد المحقق إضافة إلى أصل رأس المال ويمكنهم تداولها بالبيع في السوق الثانوية.

#### خامسا: أهمية الصكوك بالنسبة للأسواق المالية

زادت الصكوك من حركية ونشاط الأسواق المالية المحلية وحتى العالمية. ومع تزايد عدد الدول والشركات المصدرة للصكوك زادت أهمية إيجاد إطار منظم ومناسب توفره الأسواق المالية لإصدار وتداول هذه الصكوك. فالأسواق المالية تزداد كفاءتها بازدياد أنواع الصكوك المصدرة وعدد مرات الإصدارات مما ينعكس بالإيجاب على عمق واتساع السوق. فالأسواق المالية تستفيد من ازدياد الكميات المصدرة والمتداولة للصكوك.

وللصكوك دور في تخفيف مخاطر المحافظ الاستثمارية وهذا لما تتميز به من معدل عائد مناسب للاستثمار فيها. فصانعو السوق في الأسواق المالية من صناديق المعاشات والتقاعد وشركات التأمين وكبار الوسطاء الماليين من أهم الطالبين للصكوك وهذا من أجل تخفيف المخاطر المحتملة في صناديقهم الاستثمارية. عكس الأسهم التي تشهد تغيرات كبيرة والسندات الربوية التي لا تلقى موافقة من كثير من المؤسسات المالية الإسلامية.

كما تساعد عمليات تصكيك أصول المؤسسات المالية الإسلامية من عملية طرحها في الأسواق المالية من توفير السيولة اللازمة لهذه المؤسسات فتنتعش حركية الأسواق المالية، وتتقلص بالتالي لدور الوساطة المصرفية. وللصكوك أسواق تنشط فيها وهي الأسواق المالية الإسلامية، ففي وجود ضوابط تحكم إصداراتها وتداولها تساهم الصكوك بشكل فعال في نمو الأسواق المالية الإسلامية وتطورها، فتزيد من عدد الأفراد والشركات والمؤسسات المالية الإسلامية التي تبحث على الاستثمار أو تسييل أوراقها المالية بسهولة.

### المبحث الثاني: إدارة السيولة في المصارف الإسلامية

#### أولاً: مفهوم إدارة السيولة

قام بعض الباحثين بإعطاء تعاريف لإدارة السيولة منها ما يدور حول تخصيص النقود لمقابلة الالتزامات والآخر يدور حول الملاءمة بين تحصيل السيولة وتوظيفها. تمثل إدارة السيولة في عملية تحصيل النقود الجاهزة لمقابلة أي التزامات تعاقدية عند سعر معين في كل حين دون تحمل لخسائر كبيرة (Al-Ani & Shwayyat, 2017). كما عرفت بأنها تخصيص للموارد السائلة التي لا تحتاج إليها المؤسسة في الحين وتركها لمواجهة أي التزامات مستقبلية عند حلول أجلها وتركها في شكل استثمارات تعود بالربح وتحصيل أقصى حد ممكن من العائد (Dunya, 2010). من خلال هذين التعريفين يتضح منهما ثلاث خصائص لإدارة السيولة (Zakaria, 2007).

1- الاستعداد لمقابلة التزامات عند أجلها؛

2- الابتعاد عن المخاطر المالية الناتجة عن طلب السيولة من العملاء؛

3- الإدارة المثلى للسيولة في المصارف تسمح باستغلال الفرص الجيدة لتوظيفها في استثمارات مما يسمح بتحقيق أرباح مجزية وعدم تركها في خزائنها معطلة دون أن يستفيد منها المصرف.

كما يجتهد المصارف في إدارة السيولة لديها وذلك بالملاءمة بين توفير السيولة وتوظيفها بما يخدم أهداف ومصالح هذه المصارف على المدى القصير، المتوسط وطويل الأجل.

وللوصول الى إدارة جيدة للسيولة على مستوى المصرف وجب اتباع سياسة مدروسة تتفادى الأزمات كما لا تقع في فخ فائض السيولة. ومن أهم السياسات التي ينتهجها المصرف في إدارته للسيولة نجد سياسة وقائية تعتمد على دراسة توقعية لكمية السيولة الواجب الاحتفاظ بها حتى تتفادى أزمة السيولة لدى المصرف، وأخرى سياسة عملية ينتهجها المصرف لإدارة السيولة بشكل يومي على مدار السنة بتحديد حاجة المصرف إلى مقدار من السيولة اليومية التي توافق سحبوات المودعين والطلبات على التمويلات (Al-Qaradaghi, 2010).

### ثانيا: مفهوم إدارة السيولة في المصارف الإسلامية

يقصد بإدارة السيولة في المصارف الإسلامية بصفة عامة إدارة ما تتوفر عليه من نقد وأنها المقدرة على الوفاء بالالتزامات الناشئة في الحين، الهادفة للسير الحسن للأنشطة المصرفية بدون مشكلات ولا معوقات من جهة، وتوجيه الأموال المتاحة للاستثمار الرشيد مما يحقق أقصى ربح في حدود وضوابط و أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية (Shehata, 2009).

كما أصدرت بعض البنوك المركزية تعاريف ومعايير تضبط فيها مفهوم السيولة وكيفية إدارتها. فحسب البنك المركزي الماليزي أصدر معيارا خاصا بإدارة السيولة في البنوك الإسلامية وبين أن مفهوم إدارة السيولة تعني احتفاظ البنك بتدفقات نقدية كافية لمواجهة سحبوبات كبيرة بشكل فجائي أو غير معتاد (Bank Negara Malaysia, 2002). أما البنك المركزي الكويتي عرف السيولة لدى بنك ما بمدى قدرته على مواجهة الانخفاض في جانب المطلوبات، وتمويل الزيادة في جانب الموجودات. ويكون البنك في وضعية مريحة ومناسبة إذا ما توفرت القدرة التمويلية لديه بالشكل المطلوب وبكلفة منخفضة معقولة، لتمويل موجوداته ونموها بالإضافة إلى توقع أي انخفاض في مستوى السيولة أو في مواردها. فالسيولة في هذه الحالة تركز بصورة أساسية على مبدأ التوفيق بين آجال استحقاق المطلوبات وبين آجال استحقاق الموجودات وهذا حتى لا تحدث ضغوطات تمويلية آنية أو مستقبلية، مما قد تؤثر على وضع السيولة لدى البنك بشكل سلبي (Central Bank of Bahrain, 2003).

وجاء في المعيار الشرعي رقم 44 لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تعريف إدارة السيولة كونها تحقيق الملاءمة بين تحصيل السيولة بأقصر وقت وأفضل سعر وأقل تكلفة، وبين استثمارها وتوظيفها بصورة مجدية ومربحة. وتحقق السيولة بحسب التطبيقات المختلفة لها. ففي المؤسسات المالية المصرفية تمثل القدرة على تلبية السحوبات المنتظمة والطارئة للودائع أو القروض، وفي الأسواق المالية إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى نقود في فترة وجيزة وبأقل الخسائر، وفي الصكوك والصناديق الاستثمارية حرية بيعها أو وجود رغبة في الاشتراك في هذه الصناديق (AAOIFI, 2015).

### ثالثاً: أهداف إدارة السيولة

تهدف إدارة السيولة الى تحقيق ما يلي (Dweik, 2010):

- 1- تحقيق عائد مناسب للمودعين من خلال الاستثمارات التي يقوم بها المصرف.
- 2- تقليل مخاطر الاستثمارات المتعلقة بالأسواق المالية وظروف المؤسسات المالية المصدرة للأدوات المالية التي يستثمر فيها المصرف ويكون ذلك بتنوع المحفظة الاستثمارية للمصرف.
- 3- وضع الضوابط والقواعد والحدود القصوى لتقليل مخاطر المصرف في مجالات التوظيف والوصول إلى مخاطر مقبولة ومدروسة.
- 4- المحافظة قدر الإمكان على سيولة المصرف لتلبية الاحتياجات الطارئة من عملاء المصرف بدون اللجوء لبيع أصوله الموجودة في محفظته الاستثمارية.

### المبحث الثالث: دراسة التجربة الماليزية والبحرينية في إدارة السيولة

#### أولاً: التجربة الماليزية في إدارة السيولة

يرجع تاريخ التجربة الماليزية الى سنة 1983 حينما أنشأت أول بنك إسلامي وهو بنك إسلام ماليزيا. حيث لاحظ البنك المركزي الماليزي أن هذا البنك لا يتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل لإدارة سيولته لكونها تتعامل وفق فائدة ربوية (Mishaal, 2017). فبدأ التفكير في إيجاد أداة تسمح لبنك إسلام ماليزيا من تدبير سيولته إذا احتاج لها وتم طرح أداة شهادات الاستثمار الحكومية خصيصاً لهذا البنك (Önal, 2013). ثم تطورت السوق النقدية لتشهد في 3 يناير 1994 إنشاء سوق نقدية إسلامية بين البنوك

لتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ولتسهيل عملية تبادل واستثمار السيولة الفائضة للمصارف الإسلامية على المدى القصير بفاعلية وكفاءة (Lahsasna & Chiad, 2014). كما تعد التجربة الماليزية الرائدة في إصدار الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها منذ سنة 1990. وشهدت قفزة نوعية في إصدارات أدوات الدين الخاصة الإسلامية منذ سنة 2000 إلى غاية يومنا هذا وهي ما صار يعرف بالصكوك الإسلامية التي يتم إصدارها وتداولها في سوق رأس المال الماليزي. ويتم إصدار هذه الصكوك من طرف الحكومة والشركات الحكومية والخاصة بما فيها المصارف الإسلامية.

### ثانيا: أدوات إدارة السيولة في ماليزيا

عديد هي الأدوات المالية التي تم استحداثها في سوق النقد الإسلامي الماليزي أو تلك التي يتم إصدارها على مستوى السوق المالية الإسلامية الماليزية (البورصة الماليزية) وذلك بمحاولة إيجاد منتجات تسمح للمصارف الإسلامية بإدارة سيولتها من فائض وعجز مما يقلل من مشاكل السيولة في السوق على المدى القصير والمتوسط. ومن بين هذه المنتجات نجد الودائع المقبولة بين المصارف الإسلامية، إتفاقية الرهن الأولي، الاستثمار من خلال المضاربة بين البنوك، إتفاقية البيع وإعادة الشراء، الإصدارات الاستثمارية الحكومية، الأدوات المالية القابلة للتداول، سندات حين الإصدار، الكمبيالات الإسلامية المقبولة، السندات النقدية الصادرة عن البنك المركزي الماليزي، سندات (صكوك) المديونية الإسلامية الخاصة، صكوك البنك المركزي الماليزي للإجارة (Bank Nagara Malaysia, 2020).

### ثالثاً: الصكوك وإدارة السيولة في المصارف الإسلامية الماليزية

شهدت التجربة الماليزية تطوراً متنامياً في إيجاد الحلول و الأدوات التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية لإدارة سيولة المصارف الإسلامية التي لا تتعامل بالأدوات المالية التقليدية. فكانت الصكوك من بين أوائل الأدوات التي أصدرت لتجنب التعامل بالسندات الربوية. وكذلك تم إصدار سندات كاجاماس للمضاربة الإسلامية لتسهيل أصول المصارف الإسلامية خاصة منها المتعلقة بتمويلات شراء السكنات. كما عرفت السوق الماليزية إصدار البنك المركزي الماليزي لصكوك الاجارة قصيرة الأجل.

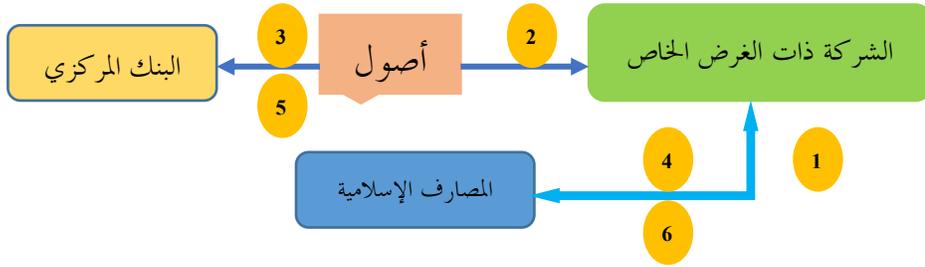
#### 1- صكوك البنك المركزي الماليزي للإجارة

تعد صكوك البنك المركزي الماليزي القابلة للتداول أوراقاً قصيرة الأجل يصدرها البنك بناءً على مبدأ بيع العينة. وقد صدرت لأول مرة في 29 نوفمبر عام 2000 ويتم تداولها في السوق الثانوي. ويتحدد سعر هذه الصكوك استناداً إلى مبدأ الخصم وتصل مدة الانتفاع التي يحددها البنك إلى عام واحد، كما تعد هذه الصكوك إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي لإدارة سيولة المصارف الإسلامية (Bank Nagara Malaysia, 2020).

وتصدر هذه الصكوك بحسب مفهوم الاجارة أو البيع وإعادة التأجير. حيث يقوم البنك المركزي الماليزي بإنشاء شركة ذات غرض خاص لإصدار صكوك الإجارة، في حين يتم تجميع العائدات من إصدار هذه الصكوك لشراء أصول البنك المركزي الماليزي ثم يعاد تأجيرها من جديد للبنك المركزي. هذا ويوزع مبلغ الإيجار المدفوع من قبل البنك المركزي على حملة هذه الصكوك من مؤسسات ومصارف إسلامية العاملة في ماليزيا

كعوائد على أساس نصف سنوي. وعند حلول أجل استحقاق صكوك الإجارة عند نهاية مدة عقد الإيجار، تشرع الشركة ذات الغرض الخاص في بيع الأصول المؤجرة إلى البنك المركزي عينه وذلك بسعر تم تحديده مسبقاً (Sobol, 2013).

والشكل الموالي يوضح آلية إصدار صكوك البنك المركزي المالي للإجارة.



شكل رقم 1 : صكوك البنك المركزي المالي للإجارة المصدر: من إعداد الباحث

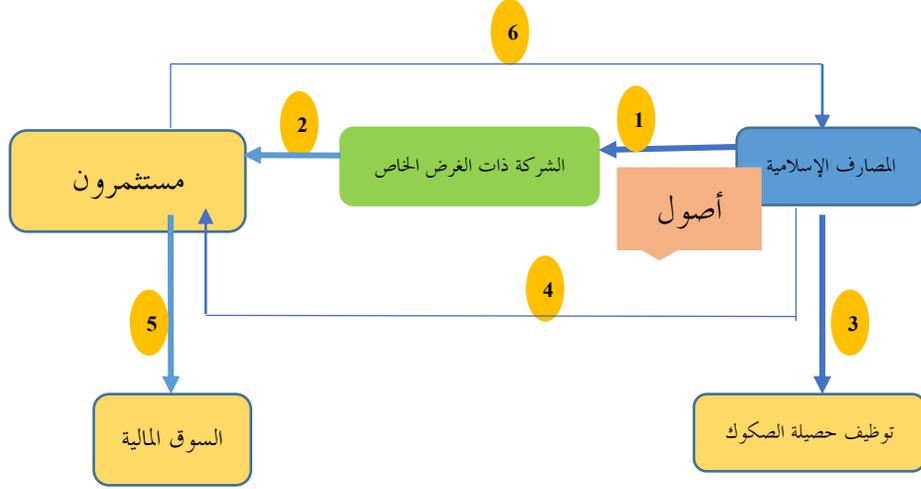
- 1- إصدار صكوك الإجارة وبيعها للمصارف الإسلامية.
- 2- بيع البنك المركزي المالي أصولاً محددة للشركة ذات الغرض الخاص.
- 3- يستأجر البنك المركزي الأصول من الشركة ذات الغرض الخاص مقابل إيجار يدفع دورياً.
- 4- توزع الشركة ذات الغرض الخاص مبلغاً عائداً للإيجار المتحصل عليه من طرف البنك المركزي على حملة الصكوك من المصارف الإسلامية على أساس عائد نصف سنوي.
- 5- عند استحقاق صكوك الإجارة يقوم البنك المركزي بطلب إعادة شراء الأصول المؤجرة من الشركة ذات الغرض الخاص بسعر محدد مسبقاً.

6- في الأخير يتم إطفاء صكوك الإجارة بحصول المصارف الإسلامية على مبلغ استثمارها للسيولة الزائدة مع العوائد ويرجع الأصل للبنك المركزي. فإذا ما احتاج المصرف الإسلامي لإدارة سيولته عن طريق صكوك الإجارة للبنك المركزي الماليزي يشتري هذه الصكوك عند إصدارها لأول مرة وتربح قيمة الإيجار الدوري. ففي حالة أن المصرف لديه عجز في السيولة يمكن له أن يبيع هذه الصكوك في السوق ما بين البنوك أو السوق الثانوية لمصرف آخر حتى تتحصل على السيولة. أما في حالة الفائض فالمصرف يمكن له شراء هذه الصكوك من لدن البنك المركزي في حال توفرها.

## 2- صكوك أو سندات المديونية الخاصة الإسلامية

طرحت فكرة سندات المديونية الخاصة الإسلامية (IPDS) في ماليزيا منذ عام 1990 من طرف شركة SHELL bhd وقد أصدرت هذه السندات، التي تعد أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، وفق مبدأ البيع بثمن آجل والمراجحة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. تعتبر سندات المديونية الخاصة الإسلامية بمثابة الصكوك الإسلامية التي عرفتها الأيوبي (AAOIFI) حسب معيارها الشرعي رقم 17 وتميكل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية. وقدمت هيئة الأوراق المالية الماليزية أهم أنواع الصكوك الممكن إصدارها وفق هذه الآلية، منها صكوك المراجحة والبيع بثمن آجل والمشاركة والاستصناع والوكالة وغيرها. ( Guidelines on Unlisted Capital Market Products Under the Lodge and Launch Framework, 2015 )

والشكل الموالي يوضح آلية إصدار سندات المديونية الخاصة الإسلامية أو الصكوك الإسلامية.



شكل رقم 2 : صكوك-سندات- المديونية الخاصة الإسلامية المصدر: من إعداد الباحث

ونوضح فيما يلي أهم نقاط هيكله هذه الصكوك:

1- إصدار الصكوك أو سندات المديونية الإسلامية الخاصة من قبل الجهة

المصدرة للصكوك.

2- يكتتب المستثمرون في الصكوك المصدرة.

3- تجمع المبالغ المتحصل عليها من حصيلة الاكتتاب في الصكوك في النشاطات

المخصصة لها.

4- عند حلول الآجال توزع الأرباح الدورية على حملة الصكوك.

5- إمكانية تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية.

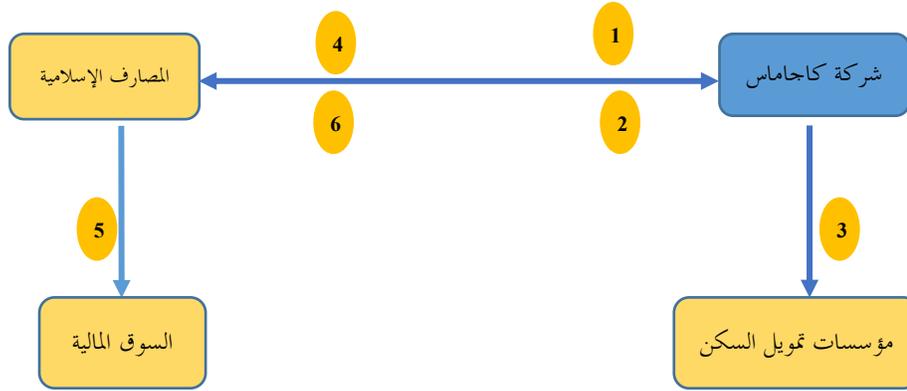
6- عند حلول أجل الاستحقاق تصفى الصكوك باستردادها وتطفأ بتسديد

قيمتها لحملةها.

### 3- سندات كاجاماس للمضاربة (SMC)

كاجاماس تمثل شركة الرهن العقاري الوطنية الماليزية (شركة ذات غرض خاص) ، أنشئت بهدف توفير تمويل منخفض التكلفة لدعم السياسة الوطنية الماليزية الرامية لزيادة تملك الأفراد لمساكن خاصة وتطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا. ولتحقيق هذه الغاية أصدرت الشركة عديد الأوراق المالية الإسلامية ذات العائد الثابت التي يتم تداولها في سوق النقد. ومن هذه الأوراق المالية صكوك كاجاماس للمضاربة (Lahsasna, Hassan, & Ahmad, 2018; Mishaal, 2017).

أصدرت شركة كاجاماس بيرهاد سندات/صكوك كاجاماس للمضاربة في الأول من مارس عام 1994 بهدف تمويل شراء ديون الإسكان الإسلامي من المؤسسات المالية التي توفر سبل تمويل الإسكان الإسلامي إلى السكان المحليين. وتعتمد هذه السندات على مبدأ المضاربة حيث يتقاسم حاملو السندات الأرباح مع شركة كاجاماس وفقاً للنسب المتفق عليها (Bank Nagara Malaysia, 2020). وهذه السندات قابلة للاسترداد بنفس السعر الأصلي حين تنتهي مدتها مالم يكن هناك خصم في قيمتها. وقد تمتد فترة استحقاقها الى عشر سنوات (Lahsasna & Chiad, 2014). والشكل الموالي يوضح آلية إصدار سندات كاجاماس للمضاربة.



- شكل رقم 3 : سندات كاجاماس للمضاربة المصدر: من إعداد الباحث
- 1- يقدم المستثمرون ممثلون في المصارف الإسلامية مبلغاً من المال عادة فائض سيولتها إلى شركة كاجاماس لاستثماره. بموجب عقد مضاربة في العمليات الاستثمارية لمؤسسات تمويل السكن الخاص.
  - 2- تصدر شركة كاجاماس سندات كاجاماس للمضاربة ، حيث يتفق حاملو السندات (المصارف الإسلامية) والشركة على توزيع نسب الأرباح.
  - 3- تستثمر شركة كاجاماس أموال المستثمرين في مؤسسات تمويل السكن الخاص عن طريق شراء مديونيات السكن.
  - 4- تدفع شركة كاجاماس قسائم الأرباح بصفة سنوية وفي تاريخ محدد مسبقاً.
  - 5- قد يتم السماح بتداول هذه السندات في السوق المالية.
  - 6- تُطْفَأُ السندات عند حلول أجل استحقاقها بالقيمة الاسمية إلا إذا انخفضت القيمة الأصلية.

## ثانياً: إصدارات الصكوك من طرف المصارف الإسلامية البحرينية

### 1- التجربة البحرينية لإدارة السيولة

تستعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين صكوك السلم قصيرة الأجل وصكوك الإجارة قصيرة وطويلة الأجل لإدارة سيولتها. وقد عملت مؤسسة نقد البحرين منذ سنة 2001 على إصدار هاذين النوعين من الصكوك لتستثمر فيها المصارف الإسلامية سيولتها الفائضة وتوفير أداة مالية تتوافق مع الشريعة الإسلامية (Abdul Ganiyy, Ogunbado, & Ahmad, 2017) كما أصدر البنك المركزي البحريني أداتين هما الوكالة وتعتمد على الاستثمار في محفظة مكونة من الصكوك، و أداة سيولة الصكوك الإسلامية سنة 2015.

وتضم السوق النقدية البحرينية على سوقين لإدارة السيولة بين المصارف الإسلامية هما سوق ما بين البنوك وتسهيلات البنك المركزي البحريني. فسوق ما بين البنوك البحريني يعرف نشاطا كبيرا في إصدارات الصكوك الإسلامية واستخدامها لعقود المراجعة والمراجعة العكسية. وأما التسهيلات المصرفية هي عبارة عن مجموعة من أدوات الإيداع والتمويل التي يوفرها البنك المركزي البحريني لمصارف التجزئة الإسلامية لتلبية احتياجاتها إلى السيولة بالدينار البحريني (Central Bank of Bahrain, 2018).

وفيما يلي نعرض أهم الأدوات المستعملة في التجربة البحرينية.

### 2- أداة الوكالة

هي أداة استثمار السيولة لمصارف التجزئة الإسلامية العاملة في مملكة البحرين عن طريق إيداعها لمبلغ من المال لدى المصرف المركزي البحريني واستثمارها بما يتوافق مع

أحكام الشريعة الإسلامية. فأداة الوكالة تعزز إدارة السيولة لدى مصارف التجزئة الإسلامية، ومن خلالها تقوم مصارف التجزئة الإسلامية الراغبة في إيداع السيولة الفائضة لدى المصرف المركزي بإبرام صفقة وكالة يُعين بموجبها المصرف المركزي كوكيل لاستثمار السيولة بالنيابة عن الموكل (مصارف التجزئة الإسلامية). وعليه يستثمر المصرف المركزي هذه المبالغ في محفظة استثمارية مخصصة لهذه الأداة وتحتوي على صكوك إسلامية. هذا وتستحق الوكالة في خلال أسبوع واحد فقط وتتاح كل يوم ثلاثاء من كل أسبوع للمصارف (Mishaal, 2017).

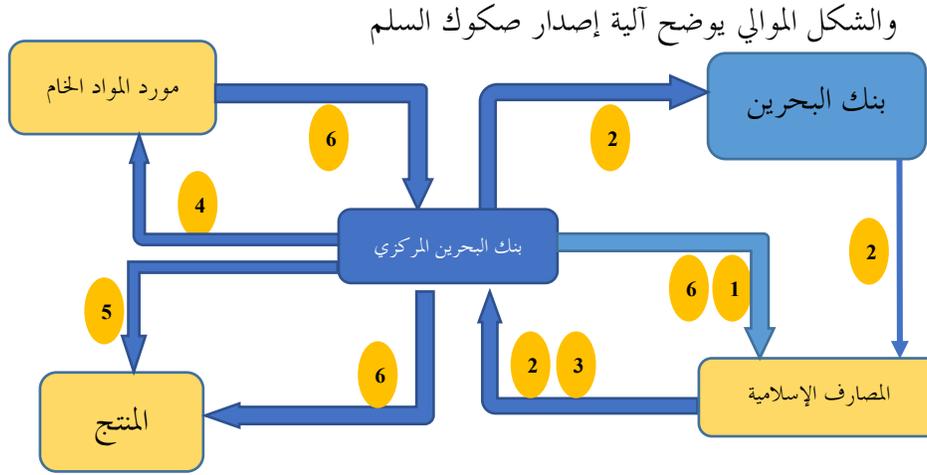
### 3- إصدارات الدين العام

يقوم مصرف البحرين المركزي نيابة عن حكومة مملكة البحرين بإصدار صكوك إسلامية وسندات تقليدية قصيرة وطويلة الأجل ممثلة في أذونات الخزينة الحكومية وسندات التنمية الحكومية وصكوك السلم و صكوك التأجير الإسلامية (Central Bank of Bahrain, 2018).

### 4- صكوك السلم

تشكل صكوك السلم إحدى الأدوات المالية الناجحة خاصة في مملكة البحرين حيث بدأت أولى الإصدارات سنة 2001 ويتم التعامل بها للأجل القصير حيث لا تتعدى 90 يوم. وجاء في بيان الإصدار بتاريخ 2001/6/5 الصادر عن مؤسسة نقد البحرين أن السلعة المستخدمة لإصدار هذه الصكوك هي سلعة الألمنيوم وهذا بسبب استقرار سعره النسبي في الأسواق (Janahi, 2009). ويتم ذلك من خلال بيع مصرف البحرين المركزي لسلعة الألمنيوم للمصارف الإسلامية مقابل دفع المبلغ فورا بغرض إيجاد

مجالات جديدة لاستثمار فائض سيولة في الأجل القصير لهذه المصارف (Central Bank of Bahrain, 2001). بينما يتعهد مصرف البحرين المركزي بتسليم السلعة في وقت لاحق. ويتفق الطرفان على توكيل مصرف البحرين المركزي ببيع السلعة نيابة عن المصرف الإسلامي عند حلول فترة التسليم (Ali, 2004; Bello, Hasan, & Saiti, 2017). وتتميز هذه الصكوك بعدم قابليتها للتداول في الأسواق الثانوية مما يجتم على حملتها الإبقاء عليها إلى حين حلول أجلها إذ تمثل أداة لاستثمار فائض سيولة المصارف الإسلامية البحرينية (Olayemi, Hasan, Ibrahim, Mohd Yasin, & Hidayah Buang, 2015).



- شكل رقم 4 : صكوك السلم البحرينية المصدر: من إعداد الباحث ونوضح فيما يلي أهم نقاط هيكله هذه الصكوك:
- 1- بيع مصرف البحرين المركزي لمعدن الألمنيوم للمصرف الإسلامي.
  - 2- دفع المصرف الإسلامي للمبلغ فوراً مقابل شراء صكوك السلم.

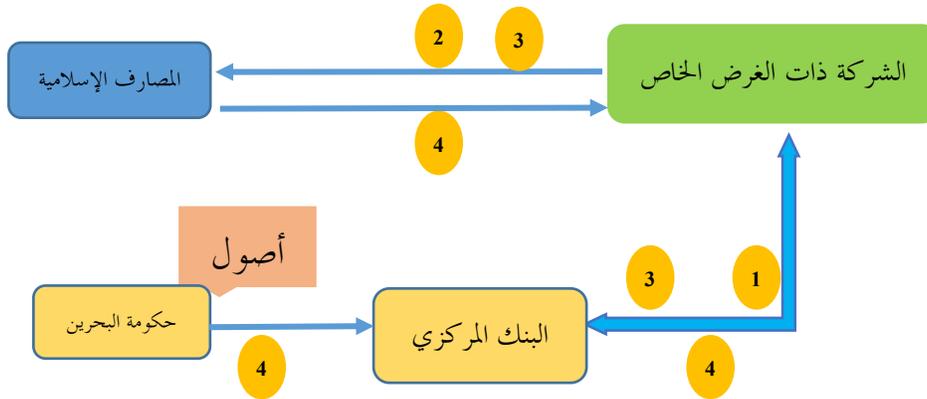
- 3- توكيل المصرف الإسلامي لمصرف البحرين المركزي في تسلم وبيع معدن الألمنيوم عند حلول الأجل.
- 4- يشتري بنك البحرين المركزي معدن الألمنيوم وفق عقد السلم بدفع المبلغ حالا.
- 5- يبرم بنك البحرين المركزي إتفاقا مع منتج يتعهد فيه بشراء معدن الألمنيوم في المستقبل بسعر متفق عليه مسبقا.
- 6- عند حلول الأجل يتسلم بنك البحرين المركزي معدن الألمنيوم ويعيد بيعه وتسليمه للمنتج ويتحصل المصرف الإسلامي على المبلغ المستثمر زائد عائد من بيع معدن الألمنيوم.

### 5- صكوك الإجارة

يعتمد مصرف البحرين المركزي على صكوك الإجارة قصيرة الأجل والمتوسطة في إدارة سيولة المصارف الإسلامية حيث تصدر لآجال 6 أشهر الى 3 سنوات و 7 سنوات (Central Bank of Bahrain, 2018). حيث أصدرت مؤسسة نقد البحرين نيابة عن حكومة البحرين أولى إصداراتها من صكوك الإجارة طويلة الأجل في سنة 2001 حسب نشرة الإصدار بتاريخ 4 سبتمبر 2001 وبعد حصولها موافقة الهيئة الشرعية المكلفة بهذا الإصدار. وقد تم تسجيل هذه الصكوك في سوق المال البحريني وتم دعوة جميع المؤسسات المالية والمصارف الإسلامية للاكتتاب في هذه الصكوك (Central Bank of Bahrain, 2001). في حين كانت إصدارات صكوك الإجارة قصيرة الأجل فتم إصدارها في أوت 2005 وتصدر كل شهر ومدة الاستحقاق "6 أشهر" وتتميز بمعدل عائد ثابت على أصول مملوكة لحكومة البحرين (IIFM, 2016).

وتمثل صكوك الإجارة قصيرة الأجل أصول حكومية مملوكة لها بالكامل تصدر من طرف مؤسسة نقد البحرين بالنيابة عن الحكومة البحرينية. ليقوم المستثمرون من مؤسسات مالية ومصارف إسلامية بشراء هذه الأصول من الحكومة، ثم يقوم حملة الصكوك بتأجير هذه الأصول الى الحكومة البحرينية مقابل قسط شهري يمثل عائد حملة الصكوك على أن تتعهد الحكومة بإعادة شراء هذه الصكوك عند نهاية عقد الإجارة (Janahi, 2009). وتعد صكوك الإجارة البحرينية قابلة التداول في الأسواق الثانوية مما يعطي لحاملها إمكانية الحصول على عائد مقابل تسيلها كما تخفض مخاطر الاحتفاظ بأوراق مالية بالنسبة للمصارف الإسلامية (Ali, 2004).

والشكل الموالي يوضح آلية إدارة السيولة باستخدام صكوك الإجارة.



شكل رقم 5 : صكوك الإجارة قصيرة الأجل البحرينية المصدر: من إعداد الباحث  
1- يصدر بنك البحرين المركزي صكوك إجارة قصيرة الأجل بشكل شهري لفائدة حكومة البحرين مقابل بيع أصول حكومية.

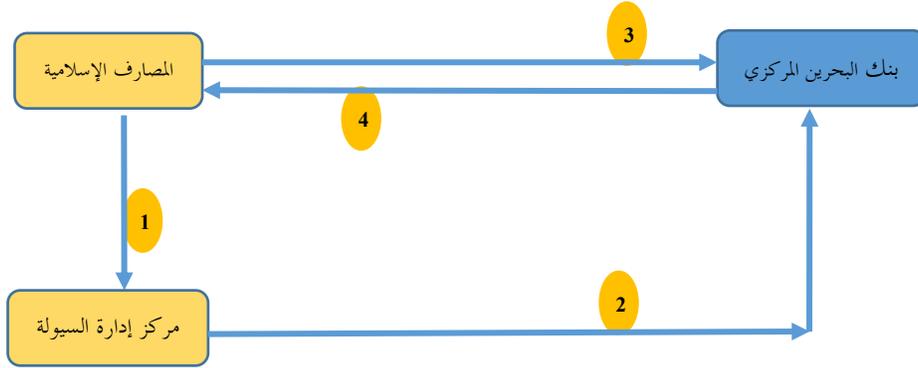
- 2- تشتري المصارف الإسلامية ذات فائض السيولة هذه الصكوك
- 3- يدفع بنك البحرين المركزي عائد الايجار الشهري لحملة الصكوك.
- 4- بعد انتهاء أجل 6 أشهر يبيع المصرف الإسلامي صكوك الاجارة لبنك البحرين المركزي وترجع ملكية الأصول إلى حكومة البحرين.

### 6- أداة سيولة الصكوك الإسلامية

تساعد أداة سيولة الصكوك الإسلامية المصارف الاسلامية على توفير السيولة لها بما يتفق مع الشريعة الإسلامية. ويتطلب إصدار هذه الأداة وجود ثلاثة أطراف وهو المصرف الإسلامي الأول الطالب للسيولة، مؤسسة مالية صانع السوق، والمصرف الإسلامي الثاني عادة ممثلة في بنك البحرين المركزي على أن يتم ضمانها بموجودات المصرف الاسلامي لدى البنك المركزي . تقوم هذه الأداة على بيع وشراء الصكوك الإسلامية لفترة أسبوع مقابل صكوك الإجارة قصيرة الأجل وطويلة الأجل كضمان وبدون حسم (Central Bank of Bahrain, 2018).

فالمصارف الإسلامية التي تحتفظ في محفظتها الاستثمارية لصكوك الإجارة قصيرة أو طويلة وتحتاج إلى سيولة لتمويل نشاطها يمكن لها أن تصدر هذا النوع من الأوراق المالية لتحسين عمليات إدارة السيولة اليومية لديها (Mishaal, 2017).

والشكل الموالي يوضح آلية عمل هذه الأداة.



شكل رقم 6 : أداة سيولة الصكوك الإسلامية البحرينية المصدر: من إعداد

الباحث

وتتم مراحل إصدار هذه الأداة كما يلي (IIFM, 2016):

- 1- يصدر المصرف الإسلامي صكوكا ويبيعها لصانع السوق (مركز إدارة السيولة) أو مصرف إسلامي آخر ويحصل مقابلها على السيولة.
- 2- يبيع صانع السوق (مركز إدارة السيولة) الصكوك للبنك المركزي البحريني.
- 3- يطلب البنك المركزي البحريني من المصرف الإسلامي توقيع تعهد بإعادة الشراء لهذه الصكوك من قبل المصرف الإسلامي.
- 4- يشتري البنك المركزي البحريني الصكوك مقابل توفير السيولة.
- 5- عند حلول أجل استحقاق الصكوك يبيع البنك المركزي البحريني الصكوك للمصرف الإسلامي الأول.

### المبحث الرابع: عرض النتائج والمناقشة

من خلال استعراضنا لكلتا التجريبتين الماليزية والبحرينية في استعمال الأدوات المالية الإسلامية لإدارة السيولة المصارف الإسلامية العاملة بها تبين أن للصكوك مكانة مهمة في كلا البلدين وأهم الصكوك نجد صكوك البنك المركزي الماليزي للإجارة و صكوك أو سندات المديونية الخاصة الإسلامية و سندات كاجاماس الإسلامية أما في البحرين فنجد صكوك السلم و صكوك الإجارة قصيرة ومتوسطة الأجل.

في كلا التجريبتين استعملت صكوك الإجارة كأحد أهم أنواع الصكوك لما لها من قبول عام لدى معظم المستثمرين ولسهولة هيكلتها ولعائدها الثابت والمعروف مسبقا. فالتجربة الماليزية اعتمدت على تنوع أدواتها لإدارة سيولة المصارف الإسلامية فكان إصدار صكوك الإجارة لبنك نقارا ماليزيا كخطوة لتعزيز دور الصكوك في توفير السيولة في البداية الألفية، غير أن إصدار هذا النوع من الصكوك تم توقيفه من طرف بنك ماليزيا المركزي ولم تعد تستعمل. أما التجربة البحرينية فعرفت إصدار صكوك الإجارة قصيرة الأجل بشكل دوري والمتوسطة وطويلة الأجل بإصدارات دولية مقومة بالدولار الأمريكي وأخرى محلية مقومة بالدينار البحريني على غرار سنوات 2011 و 2013 و 2016 و 2017 و 2018 ومازالت تستعمل لحد الآن لما تمثله من أداة محورية في إدارة سيولة الفائضة لدى المصارف الإسلامية البحرينية (Central Bank of Bahrain, 2018).

أما تميز تجربة البحرين بإصدار صكوك السلم فهي تجربة وحيدة لما فيها من الإبداع والابتكار حيث استعملت المواد الخام من الألمنيوم أو البترول الخام كسلع لتسليمها في المستقبل عادة تتراوح بـ 90 يوم. غير أن صيغة عقد السلم الذي لا تتيح إمكانية تداول صكوكها في السوق الثانوية يجعلها أداة استثمارية أكثر منها أداة لإدارة سيولة المصارف الإسلامية (Olayemi et al., 2015) وهذا لعدم قدرة هذه الأخيرة على

تسهيلها لدى الحاجة إلى سيولة في أوقات العجز مما يجعلها أداة لتسيير فائض السيولة أكثر منها من إدارة عجز السيولة. والملاحظ أن صكوك السلم نجدها فقط في مملكة البحرين دون سواها من البلدان العربية أو الإسلامية . ولعل أهم سبب الذي لم يساعد على انتشار هذه الصكوك في الدول المجاورة خاصة هو أن عقود السلم تنشأ خصيصاً لعقود المنتجات الزراعية فيمكن أن يكون أهم سبب يحد من انتشارها. أما التجربة الماليزية فتمتيز بإصدار وابتكار مختلف أنواع الصكوك خاصة منها المهجنة التي تعتمد على صيغ مختلفة لعقود التمويل الإسلامي مما سمح للمصارف الإسلامية الماليزية من استخدام عديد الأنواع من الصكوك في إدارتها لسيولتها من خلال سوق مابين البنوك ومن خلال السوق رأس المال الإسلامية.

قدم التجريبتين فكلاهما يتعاملان بالصكوك لمدة تفوق 20 سنة. إذ تعد التجريبتان من أقدم البلدان التي استخدمت الصكوك في إدارة سيولتها بين المصارف المركزية والمصارف الإسلامية. مثلاً التجربة الماليزية بدأت عندما تم إنشاء شركة كاجماس وتم السماح للمصارف الإسلامية بتسييل أصولها من التمويلات العقارية وبيعها لهذه الشركة مقابل أن تصدر هذه الأخيرة سندات إسلامية ثم تلتها عمليات تصكيك أصول البنك المركزي الماليزي بإصدار صكوك الإجارة ثم استعمال سندات الدين الإسلامي الخاصة أو ما أصبح يعرف بالصكوك التي تستعمل فيها ماليزيا لمبدأ العينة وبيع الدين (Mishaal, 2017).

رغم نجاح التجربة الماليزية والبحرينية في توفير أدوات إدارة السيولة لمصارفها الإسلامية وفق أسس وتقنيات متوافقة مع الشريعة، توجد هناك بعض المآخذ الشرعية التي تستلزم بيان صحتها من عدمه حتى يتم الوقوف على مدى ملاءمتها. في ماليزيا يبيع العينة وبيع الدين لغير من هو عليه بجنسه زيادة أو نقصاناً من قيمته الأصلية مسموح بهما

بحسب رأي المرجعية الشرعية لهيئة سوق رأس المال الماليزي في حين الكثير من علماء الشريعة لا يميزون هذا النوع من البيوع (Khan, 2015). فهذا ما يؤثر على مختلف أنواع عقود إصدارات الصكوك مما يجعل مطابقتها للشريعة فيه نوع من الشك. في البحرين صكوك الإجارة التي يتم تداولها بين البنك المركزي البحريني والمصارف الإسلامية فيشوبها إجارة العين على بائعها إجارة منتهية بالتمليك وتعهد المصدر باسترداد صكوك الإجارة (Mishaal, 2017).

### الخلاصة والإقتراحات:

#### النتائج:

إن إدارة سيولة المصارف الإسلامية كانت ومازالت محل نقاش وعرض لمختلف المنتجات كحلول لها. حيث تميز معظمها بقبول محدود في بلدان محددة. ومع بروز الصكوك الإسلامية في العشريتين الأخيرتين كأحد الأدوات المالية الاستثمارية والتمويلية في كثير من القطاعات الاقتصادية والمالية لتنوعها واختلاف آجال استحقاقها، فرض تواجدها إمكانية استخدامها في القطاع المصرفي الإسلامي لإدارة السيولة.

خلص هذا البحث إلى النتائج التالية:

- 1- تستخدم المصارف الإسلامية العديد من الأدوات المالية لإدارة سيولتها ومن ضمنها الصكوك الإسلامية؛
- 2- تعتبر الصكوك من أهم الأدوات المالية التي تستخدمها المصارف الإسلامية في كل من عيني الدراسة ممثلة في التجربة الماليزية والبحرينية.

3- تمثل صكوك الإجارة وسندات كاجاماس الإسلامية والصكوك الإسلامية الخاصة أهم الأدوات المالية المستخدمة من طرف المصارف الإسلامية لإدارة سيولتها بتعاملها بالأدوات المصدرة من طرف البنك المركزي الماليزي.

4- تمثل صكوك الإجارة قصيرة وطويلة الأجل وصكوك السلم أهم الأدوات المالية المستخدمة من طرف المصارف الإسلامية لإدارة سيولتها بتعاملها بالأدوات المصدرة من طرف البنك المركزي البحريني.

#### الإقتراحات:

توصي هذه الدراسة بالآتي:

1- تشجيع المصارف الإسلامية على استخدام الصكوك خاصة منها الإجارة لإدارة سيولتها عند تعاملها مع بنوكها المركزية وتشجيع هذه الأخيرة على استخدام الصكوك من إجارة وسلم لتفعيل العلاقة بين البنوك المركزية والمصارف الإسلامية.

2- نظرا لتنوع الصكوك بما يتناسب مع الاحتياجات التمويلية والاستثمارية المختلفة للمصارف الإسلامية نوصي بإصدار التشريعات واللوائح المنظمة لآلية إصدار وتداول الصكوك بين البنوك المركزية والمصارف الإسلامية في الدول الإسلامية التي لم تصدر هذه التشريعات.

3- نوصي بتدعيم سوق ما بين البنوك بإطار منظم لاستيعاب صكوك قصيرة الأجل حتى تكون كحل لإدارة سيولة المصارف الإسلامية وذلك بتشجيع كلا من البنوك المركزية والمصارف الإسلامية على إصدار كذا نوع من الصكوك.

**REFERENCES**

- AAOIFI. (2015). *Accounting, auditing and governance standards for Islamic financial institutions*. Bahrain: AAOIFI.
- Abdul Ganiyy, A. F., Ogunbado, A. F., & Ahmad, N. H. (2017). Islamic perspectives on liquidity risk management practices of Islamic banks in Malaysia and Bahrain. *Asian Journal of Multidisciplinary Studies*, 5(1), 100-108 .
- Al-Ani, O., & Shwayyat, M. (2017). alsuyulat alnaqdiat fi almasarif al'iislamia. *Almanara*, 23 . ,( 2)
- Al-Jouriyeh, O. A. H. (2009). *sukuk alaistithmar wadawruha altanmawiu fi alaiqtisad* (Master), University Lawsuits Institute, Beirut .
- Al-Qaradaghi, A. M. (2010). 'iidarat alsuyulat fi almuasasat almaliat al'iislati dirasatan faqahiatan aiqtisadia. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, 1 . ,(1)
- Ali, S. S .(2004) *Islamic modes of finance and associated liquidity risks*. Paper presented at the conference on Monetary Sector in Iran: Structure, Performance & Challenging Issues, February, Tehran, Iran.
- Bank Negara Malaysia. (2020). IIMM instruments. Retrieved from <http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98>
- Bank Negara Malaysia. (2002). *Liquidity Framework for Islamic Financial Institutions*. Retrieved from Kuala Lumpur: <http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report.pdf>
- Bello, N., Hasan, A & ,Saiti, B. (2017). The mitigation of liquidity risk in Islamic banking operations. *Banks & bank systems*(12,№ 3 (cont.)), 154-165 .

- Central Bank of Bahrain. (2001). *annual report 2001*. Retrieved from Bahrain :
- Central Bank of Bahrain. (2003). Liquidity system according to the scale of benefits .
- Central Bank of Bahrain. (2018). Annual Report 2018 .
- Dunya, S. A. (2010). *'Iidarat alsuyulat fi almasrif al'iislamii*. Paper presented at the The twentieth session of the Islamic Fiqh Academy, Mecca, 25-29 December .
- Dweik, A. (2010). *'iidarat alsuyulat fi almasarif al'iislamia*. Paper presented at the The Fifth Conference of Islamic Banks and Financial Institutions in Syria, Damascus March 22-23 .
- Guidelines on Unlisted Capital Market Products Under the Lodge and Launch Framework. (2015). Guidelines on Unlisted Capital Market Products Under the Lodge and Launch Framework (R5-2020). *Securities Commission Malaysia* .
- IIFM. (2016). *A comprehensive study of the Global Sukuk Market* (5th ). Retrieved from <http://www.iifm.net/system/files/private/en/IIFM%20Sukuk%20Report.pdf>
- Janahi, A. L. A. R. (2009). *albadayil alshareiat lilsanudat altaqlidia*. Paper presented at the The nineteenth session of the International Islamic Fiqh Academy, May 31 - June 3, 2009 Sharjah .
- Khan ,I. U. (2015). Islamic Bonds (Sukuk) in Malaysia. *Islam and Civilisational Renewal ICR Journal*, 6 .(4)
- Lahsasna, A., & Chiad, F. (2014). muntajat suqalnaqd bayn almasarif al'iislatiat: dirasat tahliliat naqdiatan liltajribat almaliziat mae muhawalat tatwir muntajat tamwiliat jadida. *SABIC Chair for Islamic Financial Market Studies* . , ( ) ,

- Lahsasna, A., Hassan, K., & Ahmad, R. (2018). Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets. *Springer Books* .
- Mansour, A. M. (2009). *aleamal bialsukuk al'iisthmariat al'iislatmiat ealaa almustawaa alrasmii walhajat 'iilaa tashrieat jadida*. Paper presented at the Islamic Banking Conference: Between Reality and Hope, Department of Islamic Affairs and Charitable Activities, Dubai 31 May- 3 June, 2009 .
- Mishaal, A. B. (2017). *(Talhulul alshareiat li'idarat alsuyulat fi albuk al'iislatmiat*. Paper presented at the The Twelfth Scientific Conference of Sharia Scholars in Islamic Finance, November 1-2, 2017 Malaysia .
- Olayemi, A. A. M., Hasan, A., Ibrahim, U., Mohd Yasin, N & Hidayah Buang, A. (2015). Islamic Interbank Money Market: A Comparative Legal Study Between Malaysia and Some Notable Jurisdictions .
- Önal, M. İ. (2013). Islamic liquidity management: The way forward. *Afro Eurasian Studies*, 2(1-2), 306-320 .
- Shehata, H. H. (2009). *alsukuk li'iislatmiat (altwryq) watatbiqatiha almueasirat watadawuliha*. Paper presented at the The nineteenth session of the International Islamic Fiqh Academy, Sharjah .
- Sobol, I. (2013). Liquidity management practices in Islamic banking. *Zarządzanie i Finanse*, 2(1), 1 .
- Zakaria, M. S. (2007). *'iidarat alsuyulat fi almasarif al'iislatmiat*. (Phd), The International Islamic University Malaysia, Kuala Lumpur .