

## دور الصكوك الإسلامية في تنمية موارد صناديق الثروة السيادية - دراسة تطبيقية لصندوق خزانة الماليزي *The role of Islamic sukuk in the development of sovereign wealth fund resources - an application study of the Malaysian KHAZANAH Fund*

ط.د. قرشي محمد<sup>1</sup>

مخبر البحوث والدراسات الاقتصادية الأورومتوسطية

جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر

m.korchi83@univ-chlef.dz

أ.د. نورين بومدين

مخبر البحوث والدراسات الاقتصادية الأورومتوسطية

جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر

b.naourine@univ-chlef.dz

تاريخ الاستلام: 2022/12/02

تاريخ القبول: 2023/02/03

تاريخ النشر: 2023/06/11

### ملخص:

اكتسب موضوع تنمية موارد صناديق الثروة السيادية أهمية متزايدة في النظام المالي العالمي، نظرا للدور الكبير لهذه الصناديق في تحريك الاقتصاد وإنعاشه، فضلاً عن كونها أسلوباً حديثاً لاستيعاب الفوائض المالية، وكيانا استثماريا يساهم في تنوع مصادر الدخل الوطني، وتحقيق التنمية المستدامة بالقدر الذي يضمن حقوق الأجيال القادمة.

وعلى هذا الأساس تبحث صناديق الثروة السيادية عن مصادر للتمويل من منتجات الهندسة المالية، التي أتاحت العديد من الخيارات التقليدية كالسندات السيادية، ومع ظهور الهندسة المالية الإسلامية، التي أنتجت الصكوك الإسلامية للاستفادة منها كأحد البدائل الحديثة للتمويل.

وتعد تجربة صندوق خزانة ناسيونال الماليزي من بين التجارب الرائدة في تعزيز مسعى عرضها لمنتجات التمويل الإسلامي، ولا سيما الصكوك الإسلامية، التي تعتبر واحدة من العديد من هذه المساعي لإدارة ومضاعفة مواردها، وتنوع محفظتها الاستثمارية.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، صناديق الثروة السيادية، خزانة ناسيونال بيرهاد.

### Abstract:

The issue of developing the resources of sovereign wealth funds has gained increasing importance in the global financial system, Due to the great role of these funds in moving and reviving the economy, as well as being a modern method for absorbing financial surpluses, and an investment entity that contributes to the diversification of national income sources, and achieving sustainable development to the extent that guarantees the rights of future generations.

On this basis, sovereign wealth funds are looking for sources of financing from financial engineering products, Which provided many traditional options such as sovereign bonds, And with the advent of Islamic financial engineering, which resulted in Islamic sukuk to benefit from them as one of the modern alternatives to financing.

The experience of the Malaysian Khazana Nasional Fund is among the pioneering experiences in enhancing its offer of Islamic financing products, The experience of the Malaysian Khazana Nasional Fund is among the pioneering experiences in enhancing the endeavor of offering Islamic financing products, especially Islamic sukuk, Which is considered one of the many such endeavors to manage and multiply its resources, and diversify its investment portfolio.

**Key words:** Islamic Sukuk, Sovereign Wealth Funds, Khazanah Nasional Berhad.

**مقدمة:**

شهدت السنوات الأخيرة ارتفاعاً في أسعار الذهب الأسود، ومع كل زيادة، تتعالى أصوات المحللين والخبراء الاقتصاديين للنظر في كيفية التصرف في الفوائض المالية القياسية - الناتجة عن هذا الارتفاع - التي استفادت منها الدول النفطية، ومن هذا المنطلق، قامت هذه الأخيرة بتنويع مصادر تمويل بديلة عن الاستدانة الخارجية؛ من خلال استحداث ما يسمى بصناديق الثروة السيادية، والتي أصبحت ظاهرة ليست بالحديثة على الاقتصاد العالمي.

إلا أن هذه الصناديق أصبحت تعاني من شح الموارد لتمويلها، بسبب الهزات المالية والاقتصادية العالمية، مما دفع بالقائمين على تسييرها بالبحث عن سبل جديدة لتنمية مواردها، فكان اللجوء إلى التمويل بالصكوك الإسلامية إحدى هذه القنوات.

**الإشكالية:**

إلى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في تنمية موارد صناديق الثروة السيادية؟

**فرضية الدراسة:**

الصكوك الإسلامية أداة تمويل فعالة، ومورد هام في المحفظة الاستثمارية لصندوق خزانة الماليزي.

**الهدف من الدراسة:**

إن الأهداف الأساسية لهذه الدراسة، هي محاولة إبراز مدى مساهمة الصكوك الإسلامية في زيادة وتنويع المحفظة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادي الماليزي، وتسهيل الضوء على الإصدارات المهمة، ومعرفة الوزن النسبي لهذه الصكوك في مجمل الأدوات الأخرى المعتمدة في الصندوق.

**أهمية الدراسة:**

نظراً للدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تعبئة الموارد المالية، فإنها تعتبر مدخلاً مهماً في تنمية موارد صناديق الثروة السيادية، قصد المحافظة على احتياطات الصرف الأجنبية والتوازنات المالية للدولة. علاوة على ذلك، فإن الزيادة في إصدارات الصكوك الإسلامية تعتبر محركاً رئيسياً للمشروعات التنموية الطويلة الأجل، التي تضمن العيش اليسير للأجيال القادمة.

**منهج الدراسة:**

قصد الإحاطة بجوانب موضوع الدراسة، تم الاعتماد على المنهج التحليلي والاستنباطي، من خلال رصد وتحليل التطورات الحاصلة في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية بشكل عام، وتحليل التطورات المتعلقة بإصدارات الصكوك في صندوق الثروة الماليزي بشكل خاص، بقصد الوصول إلى نتائج يمكن في ضوئها تقديم التوجيهات والمقترحات، التي من شأنها دعم صناعة الصكوك الإسلامية.

**هيكل الدراسة:** قصد الإمام جوانب موضوع الدراسة، ارتأينا تقديمها على النحو التالي:

المحور الأول: الإطار النظري للصكوك الإسلامية.

المحور الثاني: ماهية صناديق الثروة السيادية.

المحور الثالث: مساهمة الصكوك الإسلامية في تنمية موارد صندوق خزانة الماليزي.

## المحور الأول: الإطار النظري للصكوك الإسلامية.

سيتم التطرق في هذا المحور إلى مفهوم الصكوك الإسلامية، وبعد فحص أنواعها، نتطرق لأهم خصائصها وأهميتها الاقتصادية على النحو التالي:

### أولاً: مفهوم الصكوك الإسلامية:

هناك عدة تعريف للصكوك الإسلامية:

- أطلقت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عليها اسم صكوك الاستثمار، تمييزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية؛ وعرفتها بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان، أو منافع، أو خدمات، أو في ملكية موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله. (هيئة المراقبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، 2011م، صفحة 288)

- كما عرفها مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي الدولي في قراره بشأن سندات المقارضة بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية؛ وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال، على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه. (مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 1988م، صفحة 2159)

من خلال ما سبق يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها أوراق مالية شرعية متساوية القيمة، تمثل حصة في عين، أو خدمة، أو منفعة، لنشاط مالي مشروع، يستحق مالكوها ربحاً جراء العملية الاستثمارية.

### ثانياً: أنواع الصكوك الإسلامية:

إن اقتصار السوق على نوع واحد من الصكوك يقلل من جذب المدخرات الكافية لغرض الاستثمار، ويعقد عملية التمويل المثلى بالنسبة للمؤسسات، فكان من المناسب اتسامها بالتنوع الذي يمكن إيجازه في الآتي:

#### 1- الصكوك القائمة على عقود المشاركة:

##### أ- صكوك المضاربة:

هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض (المضاربة)، بإصدار صكوك ملكية برأس المال المضاربة، على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه من ربح بنسبة ملكية كل واحد منهم فيه. (مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 1988م، صفحة 312)

##### ب- صكوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم. (عبد الوهاب عمري، 2017م، صفحة 121)

##### ت- صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة؛ ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد. (دوابه، 2009م، صفحة 42)

### ث- صكوك المساقاة:

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة، والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد. (هيئة المراقبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، 2011م، صفحة 290)

### ج- صكوك المغارسة:

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس. (هيئة المراقبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، 2011م، صفحة 290)

## 2- الصكوك القائمة على عقود البيع:

### أ- صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح السلعة مملوكة لحملة الصكوك. (دوابه، 2009م، صفحة 34)

### ب- صكوك الاستصناع:

هي وثائق متساوية القيمة، الغرض من إصدارها هو استخدام حصيلتها في تصنيع سلعة، وتصبح السلعة المصنوعة مملوكة لحامل الصكوك. (دوابه، 2009م، صفحة 35)

### ت- صكوك المراجعة:

هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها التاجر، أو وكيله بغرض شراء سلعة ما، ثم بيعها بمراجعة معلومة. (يوسف حسن، 2014م، صفحة 10)

## 3- الصكوك القائمة على عقود أخرى:

أ- صكوك الإجارة: هي سندات متساوية القيمة؛ تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع ذات دخل، (مجلة مجمع الفقه الإسلامي، 2004م)، أو خدما، أو مزيج من ذلك كله. (أحمد أبوبكر، 31 ماي-03 جوان 2009م، صفحة 08)

### ب- صكوك الوكالة بالاستثمار:

هي وثائق متساوية القيمة، تمثل مشروعات أو أنشطة تُدار على أساس الوكالة بالاستثمار، بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. (هيئة المراقبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، 2011م، صفحة 290)

### ت- الصكوك الهجينة:

يتم إصدارها بالجمع بين نوعين أو أكثر من أنواع الصكوك، مثل المراجعة والإجارة أو الاستصناع والإجارة وغيرها. (بوبريمة، 2018م، صفحة 90)

### ث- صكوك قابلة للاستبدال أو التحويل:

هي صكوك تنطوي على خيار يعطي صاحبها الحق في استبدال أو تحويل الصك بأسهم شركة أخرى؛ فيتحول من ممول لمدة زمنية محدودة إلى مساهم دائم في شركة، ويتضمن تكلفة الخيار في تبديل الصك من عدمه. (قندوز، 2022م، الصفحات 76-77)

**ثالثا: خصائص الصكوك الإسلامية:** (هيئة المراقبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، 2011م، صفحة 291)

- وثيقة تصدر باسم مالكيها أو لحاملها، بفئات متساوية القيمة، لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق والتزامات مالية.
- تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعيانا، أو منافعا، أو خدمات، أو خليطا منها، ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها.
- تُصدر على أساس عقد شرعي، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.
- يخضع تداولها لشروط تداول ما تمثله.

- تقوم على المشاركة وفقا لقاعدة الغنم بالغرم؛ حيث أن مالكيها يشاركون في الربح حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون الخسارة بنسبة ما يملكه كل منهم من صكوك. (دوابه، 2009م، الصفحات 22-23)

- يلزم صاحبه تحمل مخاطر الاستثمار كاملة، وتحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصروفات استثمارية، أو هبوطاً في القيمة، أو تكاليف الصيانة، أو اشتراكات التأمين. (عبد الوهاب عمري، 2017م، صفحة 76)

- قابلية بعض الأصناف للتداول وفق الضوابط الشرعية، أي البيع والشراء بالأسعار المحيئة والمحددة من قبل المركز المالي للمشروع، في فترات دورية متقاربة. (نورين و جعفر هني، 2018م، صفحة 6)

### رابعا: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية بالنسبة للدولة:

- مصدر لتمويل مشروعات الحكومات في مختلف القطاعات؛ خاصة مشروعات البنية التحتية، والاستثمارات طويلة الأجل التي لا تمولها المصارف، (نورين و جعفر هني، 2018م، صفحة 8) ، فهي من أفضل الصيغ لتمويل المشروعات الكبرى التي لا تطبقها جهة واحدة. (العثماني، 2019م، صفحة 01)

- تقدم أسلوبا جيدا في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي؛ من خلال امتصاص فوائض السيولة، وتوفير تمويل مستقر حقيقي للدولة (استخدام الصكوك من قبل البنوك المركزية ضمن أطر السياسة النقدية، وكبديل فعال لوسائل التمويل التقليدية) وفقا للمنظور الإسلامي (كروش، أولاد إبراهيم، و قجاتي، 2018م، صفحة 246) ؛ مما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم تخفيض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها. (حفيفي، 17-18 ديسمبر 2019م، صفحة 237)

- تساهم في تطوير سوق المال من خلال طرح أوراق مالية قابلة للتداول. (عيد، 2012م، صفحة 13)

- بديل شرعي ناجح في تمويل عجز الموازنة العامة لدى الكثير من الدول الإسلامية، (عبد الوهاب عمري، 2017م، صفحة 96) وتساهم في التخفيف من المديونية؛ فإنه بإمكان الدولة عرض صكوك ملكية خدمات عامة على أصحاب القروض لمبادلتها، كما يمكن

مبادلة هذه الديون بصكوك استصناع سلع تنتجها الدولة، يتحصل عليها حملة الصكوك بمقدار القروض المقدمة سلفاً. (رجب العشماوي، 2020م، صفحة 13)

- تعتبر من عوامل نمو الناتج المحلي الإجمالي؛ من خلال توجيه المدخرات نحو الاستثمار الحقيقي. (حسين السائح، 8-9 نوفمبر 2019م، صفحة 319)

### المحور الثاني: ماهية صناديق الثروة السيادية:

من خلال هذا المحور نتعرف على مفهوم صناديق الثروة السيادية، وأشكالها، وأهميتها في الاقتصاد، إضافة إلى أهم الصناديق الموجودة في العالم على النحو التالي:

#### أولاً: تعريف صناديق الثروة السيادية:

هناك عدة تعاريف لصناديق الثروة السيادية:

- هو صندوق استثمار تملكه الحكومة، يتم فيه استثمار الثروة العامة، في الأوراق المالية والعقارات، وغيرها من الأصول المحلية والدولية. (Carys & Mathew, April 2018, p. 7)

- تعريف معهد صناديق الثروة السيادية "SWFI" على أنها: "هيئة أو صندوق استثمار مملوك للدولة، ويتم استبعاد كل من المؤسسات المملوكة للدولة (SOEs) بمفهومها التقليدي، واحتياطات النقد الأجنبي المملوكة للسلطات النقدية، لتحقيق أغراض تقليدية متعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية، صناديق تقاعد موظفي الحكومة، والأصول المدارة لصالح الأفراد". (بن قدور، 2018، صفحة 5)

- هي صناديق استثمار تملكها الدولة، يتم تمويلها من خلال فائض احتياطات النقد الأجنبي، غير أن إدارتها منفصلة عن احتياطات النقد الأجنبي الرسمية. (Dorde, 2018, p. 124)

مما سبق من تعريفات، يمكن القول أن صناديق الثروة السيادية هي أداة استثمار مُستحدثة تابعة للدولة، تسيروها هيئة مستقلة عن الهيئات الرسمية، تستثمر في أصول محلية أو دولية حسب سياستها الاستثمارية، يتم تمويلها من الفوائض المالية للدولة، ومن عوائد استثماراتها، قصد تنميتها والحفاظ عليها للأجيال القادمة.

#### ثانياً: أشكال صناديق الثروة السيادية:

يتم تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب أهدافها وأغراضها الاقتصادية، وحسب مصدر تمويلها ووجهة استثماراتها، وحسب درجة استقلاليتها عن الحكومة.

#### 1- حسب الهدف:

أ- صناديق التثبيت والاستقرار (Stabilisation Funds): هدفها الأساسي يتمثل في حماية الاقتصاد الوطني من تقلبات وأزمات أسعار النفط من فترة لأخرى. (شبوطي و محي الدين، 2017م، صفحة 106)

ب- صناديق الادخار (Saving Funds) "احتياطي الأجيال القادمة": تهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة - وبخاصة الدول النفطية- إلى تنوع محفظة أصولها، والتخفيف من آثار المرض الهولندي. (بن عيشوبة، 2016م، صفحة 55)

ت- مؤسسات استثمار الاحتياطات (Reserve Investment Corporations): تتشكل أصولها من أصول احتياطية لدى البنك المركزي، وتتميز برغبتها المتزايدة لتحمل المزيد من المخاطر في سبيل تحقيق عوائد أعلى. (العابدي، 2016، صفحة 97)

ث- **صناديق التنمية (Development funds):** تقوم بتمويل المشاريع ذات الشقين الاجتماعي والاقتصادي، أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاطات الاقتصادية؛ (شنوف، 2019م، صفحة 81) والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في الاقتصاد المعني. (زرقاتة، 2018م، صفحة 124)

ج- **صناديق احتياطات طوارئ التقاعد (Pension reserve funds) "المعاشات المحتملة":** تنشأ من مصادر غير مساهمات التقاعد الفردية لتُغطّي التزامات التقاعد الطارئة، غير المحددة في الميزانية العامة للحكومة. (Udaibir, Mazarei, & Han van der, 2010, p. 60)

## 2- حسب مصدر دخلها (معيار التمويل):

أ- **الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية:** أنشئت هذه الصناديق من أجل إحلال الأصول الاستثمارية محل المورد الطبيعي الناضب، وتعتبر هذه الصناديق واحدة من الحلول الممكنة، للحفاظ على نصيب الأجيال القادمة من المواد الأولية وأساسا النفطية. (إيهاب إبراهيم، 2019م، صفحة 275)

ب- **الصناديق الممولة من المدفوعات الجارية:** نتيجة لتحقيق بعض الدول فوائض مالية ضخمة عن احتياجاتها الاستثمارية، بفضل تنافسيتها التصديرية، فأُنشئت هذه الصناديق من أجل زيادة عوائد هذه الفوائض. (العابد، حوكمة صناديق الثروة السيادية وشفافية أعمالها، 2016م، صفحة 62)

ت- **الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:** تم إنشاء هذه الصناديق لاستثمار العوائد المالية المحصل عليها، جراء قيام بعض الدول بعمليات خوصصة للمؤسسات العمومية. (العابد، حوكمة صناديق الثروة السيادية وشفافية أعمالها، 2016م، صفحة 62)

ث- **الصناديق الممولة من فوائض الميزانية:** لجأت بعض الحكومات إلى تحويل فائض المحقق في الميزانية إلى استثمارات في الأصول المالية، عن طريق صناديق سيادية مبتكرة، قصد تحقيق عوائد. (السبي و السبي، 2017م، صفحة 130)

## 3- حسب وجهة الاستثمار: (قدي، 13-14 مارس 2009م، صفحة 3)

أ- **صناديق سيادية محلية:** يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري داخل البلد.

ب- **صناديق سيادية دولية:** يتركز نشاطها الاستثماري والادخاري خارج البلد.

ت- **صناديق سيادية مختلطة:** تقوم بأنشطتها الاستثمارية والادخارية داخل وخارج البلد معاً.

## 4- حسب الاستقلالية: (حساني، 2019م، صفحة 57)

يقصد بالاستقلالية هنا؛ مدى ارتباط الصندوق وتبعيته للحكومة، وتميز بين نوعين من الصناديق:

أ- **الصناديق المستقلة:** تتخذ قراراتها الاستثمارية بعيداً عن إستراتيجية الحكومة، وتسير من قبل أجهزة خاصة، محلية أو أجنبية، تراعي في أولوياتها الأهداف الاقتصادية، فالاستقلالية تدعم شفافية أدائها وتدعم حوكمتها.

ب- **الصناديق غير المستقلة:** هي الصناديق التابعة للحكومة بشكل تام أو نسبي؛ ولا تتمتع باستقلالية في إدارة شؤونها وفي اتخاذ قراراتها الاستثمارية، ولا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة بالشكل المطلوب.

**ثالثاً: أهمية صناديق الثروة السيادية:**

- أصبحت صناديق الثروة السيادية لاعبا مهما في الاقتصاد العالمي، نظرا لثقلها المالي والاقتصادي، وتبرز أهميتها في النقاط التالية:
- دعم السياستين المالية والنقدية، وتسمح بتوفير السيولة التي تحتاجها أغلب القطاعات، ومحاولة الخروج من الأزمات، والعمل على تحقيق الاستقرار في الأسواق المالية الدولية. (عبد الجبار الموسوي و علي محي المنصوري، 2015م، صفحة 38)
  - عبارة عن آلية لإدارة تدفقات رؤوس الأموال؛ عن طريق تحويل فوائض الحساب الجاري إليها بهدف استثمارها. (العابد، دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية -دراسة مقارنة بين الصندوق السيادي النرويجي وصندوق أبو ظبي السيادي، 2016، صفحة 102)
  - تعتبر واقيا من صدمات تقلبات أسعار الموارد المكوّنة لها، والتي تسعى الدول من خلال إنشائها، إلى المحافظة على مستوى مستقر من مداخيلها على المدى البعيد. (دهان، بوشريّة، و قرشي، 2019م، صفحة 348)
  - تكريس مبدأ العدالة الاجتماعية بين أبناء الشعب الواحد، من خلال تكوين مدخرات للأجيال القادمة باستثمار الثروة الآنية وتحويلها إلى ثروة مستقبلية، والوفاء بتعهدات الدولة تجاه فئة المتعاقدين، بصرف المعاشات -باشتراكات غير العمال- في الوقت والمستوى المطلوبين. (دهان، بوشريّة، و قرشي، 2019م، صفحة 349)

**رابعاً: أهم صناديق الثروة السيادية في العالم:**

عام 1953م هو تاريخ ميلاد أول صندوق سيادي في دولة الكويت أو ما يعرف بمهجة الاستثمار الكويتية، ليستمر ظهورها إلى الآن، وتعد صناديق كل من الصين، والنرويج، والشرق الأوسط، وجنوب شرق آسيا، من أكبر الصناديق السيادية، نوجزها في الجدول التالي:

**جدول رقم: 1 يبين أكبر 10 صناديق سيادية حسب إجمالي الأصول في العالم (مليار دولار).**

التأسيس	الصندوق	الشركات التابعة	البلد	إجمالي الأصول
2007	مؤسسة الاستثمار الصينية (CIC)	34	الصين	1.350
1990	صندوق التقاعد الحكومي النرويجي (Norway GPF)	21	النرويج	1.136
1976	هيئة أبوظبي للاستثمار (ADIA)	49	الإمارات	790
1953	هيئة الاستثمار الكويتية (KIA)	09	الكويت	750
1981	شركة الاستثمار الحكومية (GIC)	91	سنغافورة	690
1971	صندوق الاستثمارات العامة (PIF)	12	السعودية	620
1935	محفظة استثمار سلطة هونغ كونغ النقدية (HKMA IP)	21	الصين	588
1974	حيازات تيماسك (Temasek)	121	سنغافورة	496
2005	هيئة قطر للاستثمار (QIA)	68	قطر	461
2000	المجلس الوطني لصندوق الضمان الاجتماعي (NCSSF)	04	الصين	447

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع: (Sovereign Wealth Fund Institute) تاريخ الاسترداد: 2022/11/06.

من خلال الجدول نلاحظ أن إجمالي أصول صناديق الثروة السيادية يفوق 7 تريليونات دولار، اثنان منهم تجاوزا 1 تريليون دولار، (CIC) الصيني-الذي تم تأسيسه لتنوع احتياطيات النقد الأجنبي، ويشمل العقارات والأسهم الخاصة وصناديق التحوط- و (GPF) النرويجي، الذي يستثمر بشكل أساسي بفائض مداخيل النفط.



وكما هو الحال في هيئة أبو ظبي للاستثمار، وهيئة الاستثمار الكويتية، وصندوق الاستثمارات العامة، وهيئة قطر للاستثمار التي تمول استثماراتها من العوائد النفطية، بينما تتنوع محفظات باقي الصناديق على فوائض ميزان المدفوعات، وعائدات الخصخصة، والعقارات، والفوائض المالية من أسواق الأسهم والسندات.

### المحور الثالث: مساهمة الصكوك الإسلامية في تنمية موارد صندوق خزانة الماليزي:

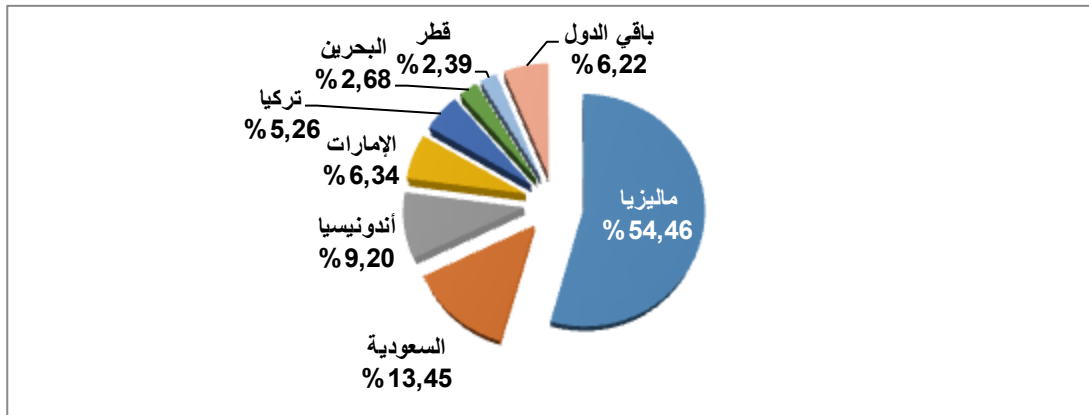
وقع الاختيار على تجربة ماليزيا ممثلة في صندوقها السيادي خزانة؛ ويرجع هذا الاختيار لاحتلال ماليزيا الريادة في مجال التمويل الإسلامي، ومساهمة الصندوق في العديد من إصدارات الصكوك، كما سنرى في النقاط التالية:

#### أولاً: تطور سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

##### 1- توزيع إصدارات الصكوك بحسب الدول:

على أساس تراكمي للفترة من (جانفي 2001 - ديسمبر 2021) استمرت ماليزيا في كونها اللاعب المهيمن في سوق لصكوك العالمي - كما هو موضح في الشكل رقم (01) أدناه - وتمثل ماليزيا 54.46% من إصدارات الصكوك العالمية، بحوالي 877 مليار دولار، تليها دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط ثاني أكبر وجهة لإصدار الصكوك بحصة سوقية 24.86%، والحصة المتبقية موزعة على باقي دول العالم.

شكل رقم: 1 يبين توزيع الإصدارات حسب الدول (2001-2021)



المصدر: (International Sukuk Financial Market "IIFM", August 2022, pp. 83-84)

##### 2- تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا:

عملت ماليزيا على ضمان استمرارية سوق الصكوك في التطور، محافظة على مكانتها كأكبر مصدر للصكوك في العالم، والجدول الموالي يوضح لنا إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العقدين الماضيين.

جدول رقم: 2 إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2006-2021)

(الوحدة بليون RM)

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
إصدارات الصكوك الإسلامية	42.02	121.30	43.20	33.96	40.33	185.00	326.50	275.77
نسبة الصكوك الإسلامية من إجمالي الإصدارات	%55,41	%76,00	%30,86	%59,13	%63,43	%69,20	%76,90	%69,00
السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
إصدارات الصكوك الإسلامية	262.76	117.70	129.45	168.68	199.90	235.20	223.94	237.41
نسبة الصكوك الإسلامية من إجمالي الإصدارات	%53,38	%43,57	%53,81	%53,05	%51,80	%61,11	%61,07	%62,91

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: - التقارير السنوية للصكوك للسوق المالية الإسلامية (IIFM) (2021-2022).

- التقارير السنوية للصكوك لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا (ICM) (2007-2021).

نلاحظ من خلال الجدول (2)، نمو حجم إصدارات الصكوك الإسلامية بشكل متنامي خلال فترة الدراسة، فخلال الفترة 2006-2010 كانت الإصدارات متقاربة، ماعدا عام 2007 الذي تميز بإصدارات استثنائية وصلت إلى 121.30 مليار رينجيت ماليزي، وسعيا منها في أن تصبح مركزا ماليا إسلاميا، أصدرت ماليزيا في هذا العام صكوكا متنوعة بصيغتي المشاركة والإجارة، بالإضافة إلى إصدارات محلية مقومة بالعملة الأجنبية.

لتعود الإصدارات للانخفاض بداية من 2008، ويعود ذلك إلى تأثير سوق الأوراق المالية الماليزية بأحداث الأزمة المالية العالمية، التي أصابت الاقتصاد العالمي سنة 2008.

وسرعان ما عاد السوق للتعاوي من الأزمة، وواصلت الإصدارات في النمو حتى عام 2012، مع إصدار أكثر من النصف بقليل 50.7% من قبل الحكومة والجهات التابعة لها، بينما صدرت 42.6% منها من قبل القطاع الخاص، وتكون نسبة 6.7% المتبقية من إصدارات محلية من قبل جهات أجنبية، حيث وصلت إلى سقف 326.50 مليار رينجيت ماليزي، ثم بدأت بالتراجع حتى عام 2015.

وبقيت ماليزيا في ريادة إصدارات الصكوك خاصة خلال الفترة 2016-2021، حيث لاحظنا تزايدا ملحوظا وصل إلى الضعف في نهاية الفترة مقارنة ببدايتها، وعلاوة على ذلك، فقد وصل متوسط نسبة إصدارات الصكوك الإسلامية من عام 2006 إلى عام 2021 إلى 59%، رغم الأزمات المالية العالمية والمخاوف الصحية المرتبطة بوباء كوفيد-19، واحتمال حدوث تباطؤ في سوق الصكوك، إلا أن الصكوك حافظت على مسارها الإيجابي.

ثانيا: نشأة صندوق الثروة السيادي الماليزي "خزانه":

### 1- التعريف بصندوق خزانه ناسيونال:

الخزانة الوطنية برهاد ( "KHAZANAH" Khazanah Nasional Berhad )؛ هو صندوق الثروة السيادي لماليزيا، تأسست خزانه في ماليزيا بتاريخ 3 سبتمبر 1993، كشركة عامة محدودة، وبدأت عملياتها بعد عام من التأسيس؛ تحت قيادة الدكتور مهاتير محمد كأول رئيس لخزانه؛ وهي مملوكة للحكومة الماليزية، وتتولى إدارتها وزارة المالية. (TAN SRI, 2021, p. 05)

ويعتبر من أهم التجارب الرائدة لصناديق الثروة السيادية في العالم؛ أما تصنيفه -إذا طبقنا معايير التصنيف التي تطرقنا إليها آنفا- فهو صندوق مختلط بين استثمارات محلية ودولية، ومستقل نسبيا لتبعيته لوزارة المالية، الصندوق مساهم رئيسي في العديد من الشركات الكبيرة المملوكة للدولة مثل: Axiata اتصالات (37%)، CIMB Group بنك (27%)، الخطوط الجوية الماليزية (100%)، مطارات ماليزيا

(33%)، تليكم ماليزيا (26%)، Tenaga Nasional كهرباء (29%) و UEM Sunrise إنشاءات وتطوير عقاري (100%). (TRÉSOR.Direction Générale, Juillet 2018) وفي عام 2022م، فاقت إجمالي الأصول للصندوق 30 مليار دولار أمريكي، و 51 شركة تابعة. (Sovereign Wealth Fund Institute, 2022).

منذ أن بدأت عملياتها في عام 1994م، شرعت خزانة في مجموعة واسعة من الأنشطة، مدفوعة بالضرورات المالية والاستراتيجية التي تدعم ولايتها، تشمل هذه الأنشطة كلاً من المبادرات الاستثمارية وغير الاستثمارية، والتي تسعى مجتمعة إلى تحقيق عوائد تجارية، وتطوير مزايا إستراتيجية، وبناء القدرات للأمة (Khazanah compilation, 2014).

## 2- هيكل الاستثمار في الصندوق:

تتابع خزانة تفويضها الشامل من خلال هيكل استثماري يتكون من صندوقين؛ الصندوق التجاري والصندوق الاستراتيجي، بسياسات واستراتيجيات متميزة.

### أ- الصندوق التجاري: (Khazanah Nasional Berhad, 2022, p. 02)

- هو صندوق مشترك بين الأجيال؛ يسعى إلى تحقيق عوائد معدلة حسب المخاطر على أساس طويل الأجل، للحفاظ على القيمة طويلة الأجل للأصول وتنميتها.

- يهدف إلى تحقيق عائد لا يقل عن مؤشر أسعار المستهلك الماليزي + 3% على أساس متجدد لمدة 5 سنوات، يتم تحديد هدف عائد الصندوق من قبل مجلس الإدارة، ويمكن مراجعته من وقت لآخر.

- يتم إعادة استثمار العائدات السنوية للصندوق، ويتم توزيعها على الحكومة بناءً على سياسة توزيع الأرباح المعتمدة من قبل مجلس الإدارة.

- يتمتع الصندوق بالمرونة في الاستثمار عبر فئات متعددة الأصول وفقاً للتوزيع الاستراتيجي للأصول، وعبر مناطق جغرافية مختلفة مع تفضيل استراتيجيات الاستثمار النشطة والمباشرة.

### ب- الصندوق الاستراتيجي: (Khazanah Nasional Berhad, 2022, p. 03)

- صندوق تنموي يسعى إلى القيام باستثمارات إستراتيجية ذات قدرة على تحقيق منافع اقتصادية واجتماعية لماليزيا.

- يهدف الصندوق إلى تحقيق عائد لا يقل عن عائد سندات الحكومة الماليزية لمدة 10 سنوات على أساس متجدد لمدة 5 سنوات، وتحقيق أهدافه الاستراتيجية، يتم تحديد هدف عائد الصندوق من قبل مجلس الإدارة، ويمكن مراجعته من وقت لآخر.

- يستثمر الصندوق ويدير الأصول الاستراتيجية على النحو المحدد والمصنف أدناه:

\*أصول البنية التحتية: الأصول المحلية ذات الأهمية الوطنية، مثل البنية التحتية الحيوية.

\*الأصول التطويرية: استثمارات تنموية طويلة الأجل ذات تأثير اقتصادي كبير، ويتم تطوير هذه الأصول لتحقيق الجدوى التجارية، التي يمكن عندها النظر في خيارات تحقيق القيمة.

الاستثمارات المؤثرة: الاستثمارات المواضيعية، المتوافقة مع المبادرات الحكومية الوطنية، ذات الفوائد الاجتماعية والاقتصادية القابلة للقياس بوضوح.

- يسعى الصندوق إلى الفرص التي من المحتمل أن تصبح مجدية تجاريًا، أو سيحقق عوائد كافية للعمل دون الرجوع إلى مساهميه.
- يتمتع الصندوق بالمرونة في الاستثمار عبر هياكل رأس المال.
- ستتم مراجعة موضوعات الاستثمار على أساس منتظم بناءً على الاتجاهات الاقتصادية العالمية والاحتياجات الوطنية، كما ستتم مراجعة الأصول الاستثمارية داخل المحفظة وتقييمها للتأكد من ملاءمتها الاستراتيجية.
- الصندوق يدير مجموعة مختارة من الأنشطة التجارية والأصول الاستراتيجية باسم الحكومة الماليزية، وتشمل محفظة الصندوق مجموعة من الشركات المدرجة في البورصة، وفيما يلي توزيع أهم هذه الشركات على محفظتي الصندوقين: (TAN SRI, 2021, p. 05)

### جدول رقم: 3 يبين توزيع الشركات في هيكل الاستثمار في الصندوق حتى عام 2021.

الصندوق التجاري	الصندوق الاستراتيجي
Ant Group	Malaysia Airports Holdings Berhad
Astro Malaysia Holdings Berhad	Malaysia Aviation Group Berhad
Axiata Group Berhad	PLUS Malaysia Berhad
Bank Muamalat Malaysia Berhad	Telekom Malaysia Berhad
Cement Industries of Malaysia Berhad	Tenaga Nasional Berhad
Cenergi SEA Sdn Bhd	Themed Attractions Resorts & Hotels Sdn Bhd
Cenviro Sdn Bhd	Iskandar Investment Berhad
CIMB Group Holdings Berhad	Southern Marina Development Sdn Bhd
IHH Healthcare Berhad	Sunway Iskandar Sdn Bhd
M+S Pte Ltd	Medini Iskandar Malaysia Sdn Bhd
Monoluxury Sdn Bhd	Danum Capital Berhad
ReGen Rehabilitation International Sdn Bhd	Dua Capital Ltd
Sun Life Malaysia Assurance Berhad	Rantau Abang Capital Berhad
UEM Edgenta Berhad	
UEM Group Berhad	
UEM Sunrise Berhad	
The Holstein Milk Company Sdn Bhd	

المصدر: من إعداد الباحثين باشتقاق البيانات من التقارير السنوية لخزائنه (2001-2021).

### 3- أهداف الصندوق:

تتمثل مهمة الخزانة في تنمية ثروة\* ماليزيا طويلة الأجل\*، والنمو في هذا السياق هو زيادة قيمة الاستثمارات بشكل مستدام مع حماية رأس المال المالي الذي يتم ضخه في الصندوق.

لتحقيق التفويض، تسعى خزائنه إلى تحقيق الأهداف الاستثمارية التالية: (Raslan, 2021, p. 02)

- تنمية الأصول المالية وتنوع مصادر الإيرادات للدولة.
- تحقيق عوائد مثالية معدلة حسب المخاطر.
- الاحتفاظ بأصول إستراتيجية تحقق فوائد اقتصادية طويلة الأجل، بما في ذلك امتلاك أصول وطنية إستراتيجية.
- توفير المناخ الاستثماري المناسب والبيئة التنافسية، للوصول إلى الأهداف الاقتصادية المرجوة من الحكومة الماليزية. (بوكابوس، 2015م،

صفحة 312)

\* تشير الثروة إلى قيمة الأصول المالية لخزائنه ونتائج التنمية الاقتصادية للأمة.

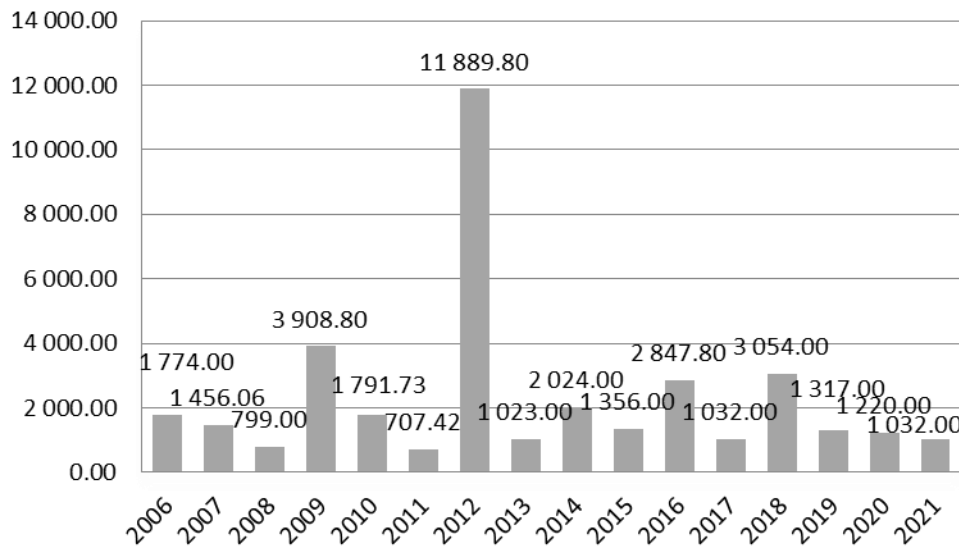
\* يشير مصطلح طويل الأجل إلى فترة تمتد عبر الأجيال، وتركز على ضمان قدرة الأجيال القادمة على تلبية احتياجاتهم.

تسترشد خزانة بفلسفتها الاستثمارية التي تؤكد على تحقيق عوائد مالية مناسبة حسب المخاطر، وتحقيق عوائد مستدامة، ودمج اعتبارات الاستثمار الأخلاقية والمسؤولة.

### ثالثاً: واقع إصدار واتجاهات الصكوك الإسلامية بالصندوق:

من أجل الإلمام بواقع إصدارات الصكوك الإسلامية في خزانة، وجب تقديم أرقام دقيقة، من أجل الوصول إلى تحليل سليم حول إصدارات الصكوك، من حيث الجهة المصدرة، وطبيعتها، ونوعها وحجمها.

شكل رقم: 2 يبين إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية لخزانة (2006-2021) مليون\$.



- إجمالي إصدارات الصكوك: 37,232 مليار\$.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: - التقارير السنوية والتقارير الإعلامية للصندوق (2004-2022).

- التقارير السنوية للسوق المالية الإسلامية الدولية "IIFM" (2011-2021).

حسب معطيات الشكل، كانت الإصدارات الأولى للصكوك عام 2006م، وكانت متوافقة مع الشريعة الإسلامية؛ حيث أصدرت شركة Telekom Malaysia - المملوكة من قبل الصندوق - صكوكا بقيمة 500 مليون\$، ثم وصل إلى 750 مليون\$ بسبب الطلب القوي، وجاء هذا الإصدار لمعالجة مشكلة سيولة السوق بشكل منتظم، وانخفاض التكلفة لجمع التمويل، وأطلقت الشركة الفرعية Rantau Abang Capital Berhad صكوكا إسلامية متوسطة الأجل، بصيغة المشاركة بقيمة 1,024 مليار\$، واستخدمت عائداتها في الاستثمارات العامة. (Khazanah Nasional, 27 sep 2006, p. 1)

في جوان 2007م، أصدرت خزانة صكوكا بقيمة 850 مليون\$ عن طريق شركتها "PEB" PLUS Expressways Berhad، وتم إصدارها بواسطة الشركة المستقلة Cherating Capital Ltd، واستخدمت عائدات الإصدار كرأس مال عامل إضافي، ولأغراض عامة للشركة تتعلق بالأنشطة التجارية الرئيسية لخزانة. (Khazanah Nasional, 27 June 2007, p. 1)، وأصدرت Rantau Abang Capital Berhad صكوكاً محلية في 12 مارس بقيمة 606,06 مليون\$. (International Sukuk Financial Market "IIFM", 2012, p. 11)

- 647 مليون دولار أمريكي صكوك مصدر في مارس 2008، من قبل شركتي Parkson Retail Holdings Ltd و PLUS، واعتبر إصدارا فريدا من نوعه في وقت شهدت الأسواق اضطراباً غير مسبوق وعدم اليقين الاقتصادي، وهو دليل على جودة هذه

الصكوك، مع مكاسب متوقعة قدرها 2.7 مليار رينجيت ماليزي. (2-1) (Khazanah Nasional, 6 March 2008, pp. 1-2) ، وعلاوة على ذلك، تم إصدار 152 مليون دولار بصيغة الإجارة من قبل Telekom Malaysia Berhad . (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2021, p. 90)

في عام 2009م، تم إطلاق برنامج الأوراق المالية الإسلامية متعددة العملات من "Danga Capital Berhad" بقيمة 10 مليار رينجيت ماليزي، بصيغتي المشاركة (اتفاقية تقاسم الأرباح)، والوكالة (اتفاقية الوكالة) (37) (Khazanah Nasional, May 2017, p. 37) ، وأصدر الصندوق صكوكا شبه سيادية بصيغة المشاركة بقيمة 708,8 مليون دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", April 2018, p. 71)

"Danga Capital Berhad" كمصدر أجنبي تصدر صكوك الوكالة في السوق المحلية، قيمتها 1.5 مليار دولار سنغافوري (662 مليون دولار)، وكانت الصفقة الأكثر ابتكارًا إسلاميًا، واعتبرت صفقة العام في سنغافورة وفي جنوب شرق آسيا لعام 2010م. (Khazanah Nasional, May 2017, p. 39) (International Sukuk Financial Market "IIFM", 2012, p. 8) ، وأصدرت الشركة في 13 أبريل من نفس العام صكوك المشاركة بقيمة 652,2 مليون دولار، وبتاريخ 17 ديسمبر 2010م، أصدرت Malaysia Airports Capital Berhad صكوكا للإجارة بقيمة 477,53 مليون دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", 2012, p. 15)

- إصدارها لسعر قياسي لمدة 3 سنوات بقيمة 500 مليون يوان صيني (78,2 مليون دولار) في أكتوبر 2011، والذي كان أول صكوك خارجية في العالم مقومة بالرنمينبي (RMB)؛ حيث جذبت الصفقة الرائدة طلبًا بحجم الكتاب 3.6 مرة، مما مكّن خزانه من زيادة حجم الصفقة من الحجم المعلن مسبقًا البالغ 300 مليون يوان إلى 500 مليون يوان، وأصدرت صكوكا محلية بصيغة المشاركة بقيمة 334 مليون دولار، استقطبت مجموعة متنوعة من المستثمرين من المؤسسات المالية، وشركات إدارة الأصول، والمصارف الخاصة، والهيئات القانونية من ماليزيا وسنغافورة وهونغ كونغ والشرق الأوسط وأوروبا. (1) (Khazanah Nasional, 13 October 2011, p. 1) (International Sukuk Financial Market "IIFM", 2013, p. 17) ، وأصدر Bank Muamalat Malaysia Berhad المملوك لخزانه صكوكًا وفق مبدأ المشاركة بقيمة 132 مليون دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2021, p. 90) ، وأصدرت شركة الاتصالات الماليزية "Axiata" صكوكا بمليار يوان صيني (نحو 163.22 مليون دولار) لأجل عامين في سبتمبر 2011م. (سكاي نيوز عربية، 2013م) .

- تم إصدار صكوك المشاركة من قبل Parkson بقيمة 357,8 مليون دولار (1,1 مليار رينجيت ماليزي) في مارس 2012م، وقد حازت الصكوك على العديد من الجوائز بما في ذلك بنك "Emas" Negara Malaysia ، وجذبت مجموعة متنوعة من أكثر من 100 مستثمر يتألفون فقط من الصناديق طويلة الأجل، وصناديق التحوط، وصناديق المراجعة، بالإضافة إلى مديري الأصول في جميع أنحاء آسيا وأوروبا. (1) (Khazanah Nasional, 15 March 2012, p. 1) ، أما مجموعة UEM المملوكة كليًا لخزانه -الرائدة في البنية التحتية والخدمات الهندسية- حققت أكبر إصدار للصكوك في العالم بقيمة 30,6 مليار رينجيت ماليزي (9,728 مليار دولار) وفق صيغة المشاركة، بغرض إنشاء طرق سريعة وتسييرها. (44) (Khazanah Nasional, 2013, p. 44) (International Sukuk Financial Market "IIFM", 2013, p. 10) ، وأصدرت Axiata Berhad صكوكا هجينة بقيمة 158 مليون دولار، تلتها أربع إصدارات محلية من الصكوك شبه السيادية، بفترات مختلفة بصيغة المشاركة بقيمة 1,450 مليار دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", 2013, p. 11) ، وأصدرت Malaysia Airports Holdings صكوك الإجارة بقيمة 196 مليون دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", 2013, p. 18) .

- في عام 2013، أصدرت صكوكاً قابلة للاستبدال بقيمة 600 مليون دولار سنغافوري (488 مليون\$)، واعتبرت صفقة العام في ماليزيا (Khazanah Nasional, 18 October 2013)، وأصدرت UEM Land Holdings هي الأخرى صكوكا وفق صيغة المراجعة بقيمة 482 مليون دولار سنغافوري (214 مليون\$)، ونجح الصندوق في إطلاق صكوك محلية بصيغة المشاركة بقيمة 321 مليون\$. (International Sukuk Financial Market "IIFM", November 2014, p. 14)
- في عام 2014م، تم إطلاق صكوك Tenaga بقيمة 500 مليون\$؛ وهي أول صكوك يتم توزيعها دولياً على أساس مبدأ المضاربة والمراجعة. (Khazanah Nasional, May 2016, pp. 5-38)، ونجحت خزانة في إصدار صكوك محلية على دفتين بصيغة المشاركة؛ الأولى بقيمة 302 مليون\$، والثانية بقيمة 697 مليون\$. (International Sukuk Financial Market "IIFM", November 2014, pp. 15-19)
- Malaysia (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2021, p. 91)، وأصدرت Airports Holdings - المملوكة من قبل خزانة - صكوكا محلية بصيغة المشاركة بقيمة 525 مليون\$. (International Sukuk Financial Market "IIFM", March 2016, p. 22&27)
- في 4 جوان 2015م، عرضت خزانة بنجاح صكوك استثمار مستدام ومسؤول (SRI)، تبلغ قيمتها 100 مليون رينجيت ماليزي (32 مليون\$) لمدة سبع سنوات، من خلال شركة ماليزية مستقلة ذات أغراض خاصة (إحسان صكوك بي اتش دي)؛ جاء هذا الإصدار بموجب برنامج صكوك إحسان بقيمة 1.0 مليار رينجيت ماليزي، وهو أول برنامج تمت الموافقة عليه، بموجب إطار عمل صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول التابع لهيئة الأوراق المالية في ماليزيا، وتم استخدام العائدات لتمويل المدارس بموجب برنامج Yayasan AMIR Trust School المحدد لعام 2015م. (Khazanah Nasional, 4 June 2015, pp. 1-2)
- Danga (Khazanah Nasional, May 2016, pp. 5-38)، ونجحت Axiata في إصدار صكوك الوكالة بقيمة 500 مليون\$، وأصدرت Capital Berhad صكوكا محلية بصيغة المشاركة بقيمة 824 مليون\$. (International Sukuk Financial Market "IIFM", March 2016, p. 27)
- في مارس 2016م، خزانة تصدر صكوكاً مستقيمة بقيمة 750 مليون\$، عن طريق شركة مركبة ذات أغراض خاصة Tenaga Capital Berhad؛ وهذا أول إصدار مباشر لصكوك خزانة بالدولار الأمريكي، في إطار برنامج الأوراق المالية الإسلامية متعدد العملات، تم إدراج هذه الصكوك التي تم تنظيمها وفقاً لمبدأ الوكالة في بورصة ماليزيا للأوراق المالية. (Khazanah Nasional, 24 February 2016, p. 1)
- وإنجحت أيضا في طرح صكوك الوكالة في سبتمبر 2016م بقيمة 398.8 مليون\$، من خلال شركة مستقلة ذات أغراض خاصة Bagan Capital Ltd، إحدى الشركات الرائدة في تقديم خدمات حلول معالجة المياه والصرف الصحي في جمهورية الصين الشعبية، وهي حل تمويل إسلامي جديد، حيث وجدت أن مخزون في قطاع مرافق المياه لا يفي بمتطلبات النسبة المالية للائتمان لأحكام الشريعة التي حددها مؤشر Dow Jones Islamic Market <sup>TM</sup>، وسلسلة مؤشرات الأسهم العالمية FTSE Shariah Globa. (Khazanah Nasional, 1 September 2016, p. 1)
- ، وأصدرت Axiata Group Bhd هي الأخرى صكوكا بصيغة الوكالة بقيمة 500 مليون\$، وتمكنت Danga Capital من إصدار صكوك محلية بصيغة المشاركة بقيمة 337 مليون\$، في حين أصدرت خزانة صكوكا دولية وفق مبدأ الوكالة بقيمة 750 مليون\$. (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2017, pp. 3-19-24)
- ، وأصدر Bank Muamalat Malaysia Berhad المملوك لخزانة صكوكا وفق مبدأ الوكالة بقيمة 112 مليون\$. (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2021, p. 90)
- تمكن الصندوق في جوان 2017م، من إصدار 100 مليون رينجيت ماليزي (32 مليون\$)، من خلال شريحة ثانية من صكوك الاستثمار المستدام والمسؤول لمدة سبع سنوات "صكوك SRI"، بعد أن أصدرت إحسان الدفعة الأولى من هذه الصكوك في عام 2015م. (Khazanah Nasional, 1 August 2017, p. 1)

تضمنت مبادرات الإدماج الاجتماعي الأخرى التي تم تنفيذها في عام 2017م، التزامًا بمبلغ 24.0 مليون رينجيت ماليزي، نحو تنفيذ مبادرات التنمية الاجتماعية في الإسكان ميسور التكلفة، وتنمية ريادة الأعمال، وبناء القدرات، وتعزيز سبل العيش. (Khazanah Nasional, 1 May 2018, p. 18). وتمكنت أيضا من إصدار صكوك محلية بصيغة المشاركة بقيمة 375 مليون دولار، فيما أصدر الصندوق عن طريق Tenaga Nasional صكوك الوكالة بقيمة 375 مليون دولار، في حين أصدرت Rantau Abang Capital Berhad صكوكاً محلية وفق صيغة المشاركة بقيمة 250 مليون دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", April 2018, pp. 39-41)

- في 17 جانفي 2018م، أصدرت خزانة صكوكاً على أساس مبدأ الوكالة بقيمة 320.8 مليون دولار؛ مملوكة لشركة CITIC Securities Co Ltd - أكبر شركة وساطة في الأوراق المالية في الصين - وأدرجت في بورصتي سنغافورة وماليزيا. (Khazanah Nasional, 18 January 2018, p. 1). كما أصدرت Tenaga Nasional Berhad صكوكا هجينة دولية بين الوكالة والمراوحة بقيمة 750 مليون دولار، وصكوكا محلية بقيمة 730 مليون دولار وفق مبدأ الوكالة، و852 مليون دولار وفق مبدأ المشاركة. (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2019, pp. 22-39-41). إضافة إلى إصدار صكوك Axiata الإجارة على المستوى المحلي بقيمة 401 مليون دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2019, p. 23)

- قامت خزانة عام 2019م، بإطلاق صكوك بقيمة 500 مليون دولار قابلة للاستبدال مع شركة CIMB Khazanah Nasional Berhad, 31 December 2019, p. 117). وأصدرت هذه الأخيرة صكوكا وفق صيغة المراوحة بقيمة 184 مليون دولار، وأطلق الصندوق بواسطة Danum Capital Bhd صكوك الوكالة بقيمة 460 مليون دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2020, pp. 51-59). وأطلقت نفس الشركة صكوكا هجينة (مشاركة-مراوحة) بقيمة 173 مليون رينجيت ماليزي. (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2021, p. 94)

- وفي عام 2020م، نجحت خزانة عن طريق Axiata Group Bhd في إصدار صكوك الوكالة بقيمة 500 مليون دولار، وأصدرت Tenaga Nasional Bhd صكوكا هجينة بقيمة 360 مليون دولار، وبدورها أصدرت Danum Capital Bhd صكوك الوكالة بقيمة 360 مليون دولار. (International Sukuk Financial Market "IIFM", July 2021, pp. 53-57)

- وفي 29 ديسمبر 2021م، أصدرت CIMB صكوك الوكالة بقيمة 100 مليون رينجيت ماليزي (32 مليون دولار). (CIMB Group Holdings Berhad, 2021, p. 172). وفي 11 ماي أصدرت Danum صكوكا ثنائية الشريحة بصيغة الوكالة؛ الشريحة الأولى بقيمة 400 مليون دولار لمدة 5 سنوات، والشريحة الثانية لمدة 10 سنوات بقيمة 600 مليون دولار؛ وتخصص العائدات لتمويل الاستثمارات العامة، وإعادة تمويل القروض ومتطلبات رأس المال العامل. (Khazanah Nasional, 5 May 2021, p. 1). (Khazanah Nasional Berhad, 31 December 2021, p. 112)

حافظت خزانة على بريقها من خلال إصدارات الصكوك الإسلامية، وجاذبيتها بالنسبة للشركات المصدرة والمستثمرين على حد سواء، كما يتضح ذلك من خلال الأرقام المهمة المعلنة، وتنوعت العملات التي تمت بها تلك الإصدارات، وهذا يقلل من تعرض الصندوق لمخاطر العملات الأجنبية من خلال إنشائه لهذا التحوط الطبيعي.

#### رابعا: تقييم أداء الصكوك الإسلامية في تمويل صندوق خزانة:

إن التحديد الدقيق لنسبة إصدارات الصكوك الإسلامية من حجم إجمالي الأدوات للصندوق، مرتبط بدرجة الإفصاح من خلال التقارير السنوية للإدارة، والبيانات المالية لقسم التدقيق المحاسبي، التي سوف نعتمدها إضافة إلى تقارير IIFM في الجدول التالي:



جدول رقم: 4 يبين إجمالي الصكوك والأدوات المطلوبة: (2006-2021) (مليون رينجيت ماليزي).

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
سندات الخزانة المضمونة من الحكومة	8 106	7 943	7 452	8 313	8 442	8 833	12 128	13 430
سندات أخرى	4 963	6 969	7 312	9 600	14 151	18 240	16 106	14 734
قروض طويلة الأجل	6 900	1 600	8 545	8 821	6 064	6 052	5 754	3 310
صكوك قابلة للاستبدال	3 604	6 149	8 528	7 815	6 117	1 889	1 293	2 127
باقي الصكوك الإسلامية	3 200	2 697	678	12 495	5 697	1 850	61003	1 733
تسهيلات ائتمانية	2 118	-	3 460	2 699	1 613	952	917	-
المجموع	28 891	25 358	35 975	49 743	42 084	37 816	66 808	35 334
نسبة الصكوك الإسلامية	%23,55	%34,88	%25,59	%40,83	%28,07	%9,89	%47,75	%10,92
السنة	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
سندات الخزانة المضمونة من الحكومة	15 019	15 683	14 373	14 013	12 626	10 639	9 878	7 943
سندات أخرى	14 760	17 123	17 253	19 449	23 015	24 997	26 245	29 826
قروض طويلة الأجل	3 397	4 215	5 286	5 022	5 067	2 500	3 352	5 802
صكوك قابلة للاستبدال	3 748	3 423	4 826	4 622	2 899	3 133	3 135	3 283
باقي الصكوك الإسلامية	6 456	5 123	11 070	4 270	12 459	3 415	5 111	4 631
تسهيلات ائتمانية	-	6 012	7 525	6 766	11 628	4 500	456	1 624
المجموع	43 380	51 579	60 333	54 142	67 694	49 184	48 177	53 109
نسبة الصكوك الإسلامية	%23,52	%16,57	%26,35	%16,42	%22,69	%13,31	%17,12	%14,90

المصدر: من إعداد الباحثين باشتقاق البيانات من: - التقارير السنوية لصندوق خزانة (2007-2021).

- التقارير السنوية للسوق المالية الإسلامية الدولية "IIFM" (2011-2021).

- تقارير المديرين والبيانات المالية المدققة (2018-2021).

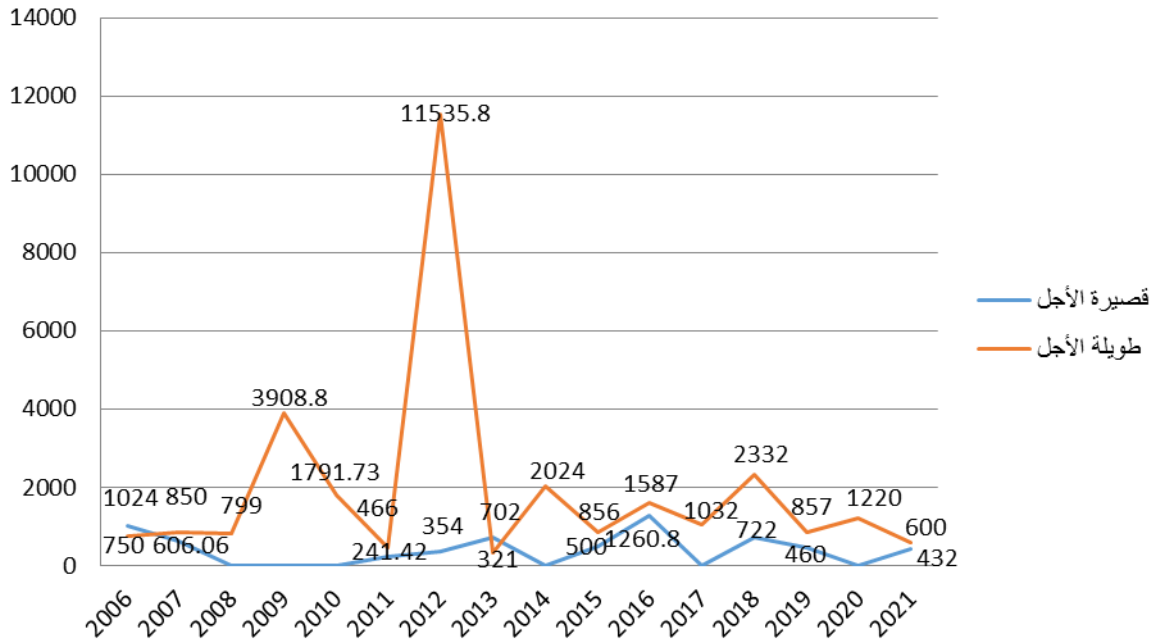
يبين الجدول أعلاه، إن نسبة تمويل الصندوق بالصكوك الإسلامية المصدر في الأسواق المالية -ابتداء من السنوات الأولى لاعتمادها- كانت تشكل لاعتباراً مهماً؛ حيث كانت قيم التمويل معتبرة غير أنها متذبذبة، فتراوحت النسب ارتفاعاً ونزولاً من 23,55% عام 2006م، إلى 28,07% عام 2010م، ويعيد الصندوق استثمار عائداتها لدعم إستراتيجيته في التنوع القطاعي والجغرافي، بينما في عام 2011م، انخفض التمويل بالصكوك إلى 9,89%، ويعوز ذلك إلى انخفاض إجمالي محفظة الاستثمار في خزانة مع انخفاض إجمالي قيمة الأصول القابلة للتحقيق، واتجاه الشركات المملوكة للصندوق إلى القروض الأخرى، ويمكن إرجاع ذلك كله إلى ثلاثة شركات متأثرة بقضايا تنظيمية وصناعية، وبالتحديد CIMB (عدم اليقين التنظيمي في إندونيسيا)، TNB (تقليص الغاز وغير ذلك من عدم اليقين التنظيمي)، وفي مجال الطيران سجلت الشركة نمواً متواضعاً، وقد شهد عام 2012م تحسناً ملحوظاً وصل إلى 47,75%، ساهمت فيه إصدارات الصكوك النوعية للصندوق الموجهة للبنية التحتية، وبعدها كانت النسب متفاوتة من عام لآخر، أعلاها عام 2016م بنسبة 26,35%، كما أن هناك جانب مهم آخر، وهو أمر حاسم لاستمرار الصكوك، وهو ارتفاع نسبة الصكوك المستحقة غير المسددة، فالتخلف عن

السداد مدعاة للقلق، فقد يظهر نظرا للتباطؤ الاقتصادي المتوقع، غير أن خزانة حافظت على مكانتها كمصدر للصكوك الإسلامية على الأقل في فترة جائحة كوفيد 19.

### خامسا: تطور إصدارات الصكوك الإسلامية في صندوق خزانة:

تسعى خزانة لإصدار صكوك قصيرة الأجل بشكل منتظم عبر فترات ومبالغ مختلفة لتلبية احتياجات السيولة، غير أن بيانات الإصدار في الشكل رقم (03)، تُظهر أن 83% من طلبات الاكتتاب القادمة من المستثمرين توجهت إلى الشريحة طويلة الأجل.

شكل رقم: 3 يبين إصدارات خزانة للصكوك قصيرة الأجل وطويلة الأجل (2006-2021) مليون\$.



المصدر: من إعداد الباحثين باشتقاق البيانات من: - التقارير السنوية لصندوق خزانة (2007-2021).

- تقارير المديرين والبيانات المالية المدققة (2018-2021).

رغم أن الصكوك قصيرة الأجل ضرورية وأساسية في تطوير أسواق عمليات بين المصارف الإسلامية، وتلعب دورا رئيسيا في إدارة السيولة للمؤسسات المالية، حيث بلغت نسبتها 68% في عام 2013م، غير أن إصدارات خزانة في أغلبها طويلة الأجل، وبلغت ذروتها في عام 2012م بنسبة 97%، وتفوقت الصكوك طويلة الأجل في باقي السنوات، نتيجة الرغبة في إصدارها التي كانت مرتفعة، وهذا واضح من خلال الإصدارات الموضحة في الشكل (03)، وهي في معظمها سيادية وشبه سيادية أعطتها الطابع طويل الأجل؛ ويرجع تفصيل انخفاض الإصدارات قصيرة الأجل إلى الخطوة الاستراتيجية التي اتخذتها ماليزيا لتقليل إصدار صكوك الاستثمار قصير الأجل، وضعف أداء قطاع الشركات الذي يرجع إلى الظروف الاقتصادية، وسياسات الحكومة تجاه قطاع معين، وقضايا التدفق النقدي والخوافز الضريبية، وعلاوة على ذلك، يمكن أن يكون الوضع الناجم عن جائحة كوفيد-19 سببا آخر في العامين الأخيرين.

### سادسا: العوامل التي ساهمت في اعتماد صندوق خزانة على الصكوك الإسلامية كأداة لتنمية موارده:

- محافظة سوق الصكوك على مسارها التصاعدي، وسمعتها الإيجابية المتزايدة؛ وهو ما يتضح من الزيادة في إجمالي الإصدارات العالمية خلال الأعوام الأخيرة.
- مكانة الصكوك الإسلامية كمحرك رئيس للنمو في الصناعة المالية الإسلامية، وقد ساعد في ذلك وجود مصدريين ومستثمرين من مختلف مناطق العالم، ودخول مشاركين جدد في المسار التدريجي لإصدارات الصكوك.
- توفر معلومات تقنية وفنية، وتقارير دورية عن سوق الصكوك العالمي، الأمر الذي يساعد القائمين على خزانة في اتخاذ قرارات سليمة، في سبيل التنوع وتخصيص المحفظة الاستثمارية وإدارة السيولة.
- متانة وحدثة الترسنة القانونية التي تضبط المعاملات والإصدارات في ماليزيا، ساعد خزانة في تجنب مشاكل التخلف عن السداد، وإعادة هيكلة الصكوك، والتي كانت مدعاة للقلق، خاصة خلال الأزمة العالمية سنة 2008م.
- إصدارات الصكوك العالمية البارزة في العديد من الدول، هو مؤشر واضح على أن سوق الصكوك هي أكثر أنواع الأدوات بعد أدوات سوق رأس المال.
- تنوع إصدارات الصكوك لدى خزانة ضاعف من قدرتها في تنويع مواردها، وتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشاريعها.

### خاتمة:

تناولنا من خلال هذه الدراسة، دور الصكوك الإسلامية كمورد يعتمد عليه صندوق خزانة السيادي لدولة ماليزيا، وقد خلصنا إلى أن خزانة تعتمد الصكوك الإسلامية نسبياً لتمويل المشروعات الاستراتيجية، وتنويع محفظتها الاستثمارية، بالإضافة إلى إعادة تمويل الصكوك نفسها، وعلاوة على ذلك، زيادة قيمة أصولها المالية بشكل مستدام، وتعزيز النتائج الاقتصادية لتلبية احتياجات الأمة الماليزية على مدى الأجيال القادمة.

كما توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات نوردتها فيما يلي:

### النتائج:

- ازدياد عدد الشركات المصدرة للصكوك الإسلامية المملوكة لخزانة.
- التنوع الإيجابي لإصدارات خزانة للصكوك الإسلامية، سواء من حيث تنويع العملة المصدرة (الرينجيت الماليزي، الدولار الأمريكي، اليوان الصيني، الدولار السنغافوري)، أو من ناحية جغرافيا المستثمرين، فكانت إصدارات محلية ودولية، وأيضا من ناحية صيغ الإصدار (الوكالة، المشاركة، الإجارة، المضاربة، المهجنة)، وبهذا يتحوط الصندوق لمخاطر عدة قد تعترضه.
- يشكل التمويل بالصكوك الإسلامية لدى خزانة ربع حجم التمويل بالأدوات الأخرى (بحساب المتوسط من 2006 إلى 2021 حوالي 23%).
- زيادة الصكوك الإسلامية المستحقة غير المسددة، إلا أن نسبتها تقل من عام لآخر، على الرغم من أن فجوة العرض-الطلب لا تزال قائمة.

### التوصيات:

- تنظيم جلسات دورية، علنية ربع سنوية، لعرض إنجازات الصندوق وإصدارات الصكوك الإسلامية، لتنوير الرأي العام من جهة، وتقديم البيانات والمعلومات المحيطة للمستثمرين وأصحاب المصلحة من جهة أخرى، والإسراع في إطلاق التقرير السنوي.

- الاهتمام بتوفير أصول قابلة للتحويل، حتى وإن كانت محدودة، والاعتماد على الإصدارات المدعومة بهذه الأصول.
- التركيز على استرداد الصكوك الإسلامية مستحق السداد في آجالها، تجنباً للتراكمات السنوية وآثار التضخم، وبالتالي فقدان وتأخير العوائد.
- يمكن الاهتمام بالبحث في نوع واحد من إصدارات الصكوك الإسلامية في خزانته، أو تشريح الإصدارات جغرافياً، مما يمكننا من دراسة مساهمة كل شريحة في تنمية موارد الصندوق السيادي الماليزي.

## قائمة المراجع:

### المراجع باللغة العربية:

- إحسان بويرمة. (جوان، 2018م). تطور إصدار الصكوك وأهميتها في تدعيم سيولة واستقرار السوق المالية العربية "دراسة مقارنة بين السندات، الأسهم والصكوك". المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد الرابع (العدد الأول)، الصفحات 87-103.
- أشرف محمد دوابه. (2009م). الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق (الإصدار الأول). القاهرة: دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة.
- آمال عبد الوهاب عمري. (2017م). الصكوك - دراسة فقهية مقارنة (الإصدار الأول). تونس: مطبعة تونس قرطاج-الشرقية 1.
- بن عودة حساني. (2019م). الصناديق السيادية ومتطلبات إنشاء صندوق سيادي للجزائر. أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة وهران 2، الجزائر.
- بومدين نورين، ومحمد جعفر هني. (ديسمبر، 2018م). الصكوك الإسلامية السيادية لإدارة الدين العام بالإشارة لتجربة البحرين. مجلة الاقتصاد الخليجي، المجلد الرابع والثلاثون (العدد الثامن والثلاثون).
- حكيم شبوطي، وميم محي الدين. (2017م). دور صناديق الثروة السيادية في تعزيز التنمية الاقتصادية وتنويع مصادر الدخل - دراسة تجريبية إمارات دبي "مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية". مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية (العدد العاشر. الجزء الأول)، الصفحات 102-115.
- حكيم شونوف. (2019م). التوجه الاستراتيجي للاستثماري لصناديق الثروة السيادية للدول العربية النفطية (1970-2017) مع التطرق لحالة الجزائر. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.
- رفيقة بن عيشوية. (2016م). صناديق الثروة السيادية وتحديات العولمة - دراسة حالة الجزائر - أطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير - جامعة الجزائر 3.
- زيمة العابد. (2016). دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض المالية - دراسة مقارنة بين الصندوق السيادي النرويجي وصندوق أبو ظبي السيادي. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة قسنطينة 2، الجزائر.
- زيمة العابد. (جوان، 2016م). حوكمة صناديق الثروة السيادية وشفافية أعمالها. مجلة العلوم الانسانية، الصفحات 57-69.
- سكاى نيوز عربية. (02 جوان، 2013م). الصكوك الإسلامية الدولية.. "مغربة". تاريخ الاسترداد 29 أوت، 2022م، من <https://www.skynewsarabia.com/business/269114>
- شكري رجب العشماوي. (2020م). الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية - الجزء الثاني. الإمارات العربية المتحدة: قسم الدراسات والسياسات المالية بدائرة المالية لحكومة دبي.
- صفاء عبد الجبار الموسوي، ووثاق علي محي المنصوري. (2015م). اقتصاديات صناديق الثروة السيادية (الإصدار الطبعة الأولى). عمان، الأردن: دار الأيام.
- صفية أحمد أبوبكر. (31 ماي-03 جوان 2009م). الصكوك الإسلامية. "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول". دبي: دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري.
- صفية بن قدور. (2018م). دور صناديق الثروة السيادية في الحد من آثار الأزمات المالية العالمية - دراسة تجارب دولية - أطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي. الشلف، الجزائر.
- صليحة حفيفي. (17-18 ديسمبر 2019م). التمويل الإسلامي كآلية لتحقيق التنمية المستدامة في الأسواق الجديدة - الصكوك الإسلامية نموذجاً. المؤتمر الدولي: التكامل المؤسسي للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية، (الصفحات 230-245). جامعة حسينية بن بوعلي بالشلف - الجزائر.

- عادل عيد. (2012م). الصكوك الإسلامية، وثيقة رقم: 2012/8608. جمعية النهوض بالأزهر وتطويره.
- عبد الكريم أحمد قندوز. (2022م). الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي. أبو ظبي، معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة.
- عبد المجيد قادي. (13-14 مارس 2009م). الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة. مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي. لبنان.
- علي السائح حسين السائح. (8-9 نوفمبر 2019م). الأسواق المالية... بين الواقع والواجب. المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي (إيفي EAIFE)، (الصفحات 310-329). تركيا.
- مجلة مجمع الفقه الإسلامي. (1988م). تأليف منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة الرابعة. القرار الخامس (المجلد الثالث). جدة.
- مجلة مجمع الفقه الإسلامي. (2004م). الدورة الخامسة عشرة، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة. تأليف منظمة المؤتمر الإسلامي. جدة.
- محمد إيهاب إبراهيم. (2019م). الآثار الاقتصادية المتوقعة لصندوق مصر السيادي في ضوء التجارب العالمية "دوافع التأسيس ومتطلبات النجاح". المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، الصفحات 259-314.
- محمد تقي العثماني. (2019م). الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة (الإصدار الطبعة الأولى). الإمارات العربية المتحدة.
- محمد دهان، محمد بوشريية، محمد الصالح قريشي. (جوان، 2019م). أهمية صناديق الثروة السيادية في الاقتصاديات الحديثة. مجلة العلوم الإنسانية بجامعة أم البواقي، المجلد السادس (العدد الأول)، الصفحات 343-357.
- مريم بوكابوس. (2015م). دراسة تقييمية لصناديق الثروة السيادية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية. (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير. جامعة البليدة 2، الجزائر.
- مريم زرقاطة. (2018م). أثر الحوكمة على أداء الصناديق السيادية في الأسواق المالية -دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج وصندوق ضبط الموارد في الجزائر-. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة فرحات عباس سطيف-1، الجزائر.
- نور الدين كروش، ليلي أولاد إبراهيم، وعبد الحميد قحاتي. (ديسمبر، 2018م). آليات تمويل التنمية الاقتصادية وفق ميكانيزمات صيغ تمويل إسلامي-الصكوك الإسلامية نموذجاً-. المعيار في الآداب والعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد التاسع (العدد الرابع)، الصفحات 244-263.
- هيئة المراقبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI. (2011م). المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم (17) صكوك الاستثمار. المنامة، البحرين.
- وسيلة السبتي، ولطفية السبتي. (جانفي، 2017م). صناديق الثروة السيادية: استراتيجياتها الاستثمارية وآثارها الاقتصادية في العالم خلال الفترة 2005-2014. مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات الإدارية والاقتصادية، الصفحات 125-135.
- يوسف يوسف حسن. (2014م). الصكوك المالية وأنواعها (الاستثمار-الصناديق الاستثمارية-الأوراق المالية والتجارية) (الإصدار الأول). الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.

#### المراجع باللغة الأجنبية:

- Carys, R., & Mathew, L. (April 2018). *Our Common Wealth A Citizens' Wealth Fund for the UK*. Institute for Public Policy Research( IPPR); IPPR Commission on Economic Justice, London.
- CIMB Group Holdings Berhad. (2021). *FINANCIAL STATEMENTS 2021. Annual Report, Malaysia*.
- Dorde, C. (2018, October - December). *Sovereign Wealth Funds Investment strategies*. EKONOMIKA; Scientific Review Article, Vol 64(N° 4).
- International Sukuk Financial Market "IIFM". (July2011- August 2022). *Sukuk Report*. Kingdom of BAHRAIN: (1st EDITION to 11th Edition).
- Khazanah compilation. (2014, Jan 20). *KHAZANAH NASIONAL*. Retrieved September 07th, 2022, from *OUR JOURNEY FROM 1994 - 2013*: <https://www.khazanah.com.my/who-we-are/our-history/>
- Khazanah Nasional. (1 August 2017). *Khazanah issued RM100 million from second tranche of Sustainable and Responsible Investment (SRI) Sukuk*. Media Statement, Kuala Lumpur.
- Khazanah Nasional. (2013- 2018). *The Khazanah Report (2013-2017)*. Annual Report, Kuala Lumpur.

- Khazanah Nasional. (1 September 2016). *Khazanah raises USD398.8 million from issuance of Sukuk exchangeable into Beijing Enterprises Water Group Limited ("BEWG") shares. Media Statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (13 June 2008). *Khazanah's Fourth Year Annual Performance Review. Media Statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (13 October 2011). *Khazanah Issues Inaugural Offshore RMB Denominated Sukuk of RMB500 million (equivalent to RM246 million). Media Statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (15 March 2012). *KHAZANAH'S USD357.8 MILLION EXCHANGEABLE SUKUK ACHIEVES NEGATIVE YIELD AND REOPENS EQUITY-LINKED MARKET IN MALAYSIA. Media Statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (18 January 2018). *Khazanah raises USD320.8 million from issuance of exchangeable Sukuk referenced to CITIC Securities Co Ltd shares. Media Statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (18 October 2013). *Khazanah completes SGD600 million Sukuk offering exchangeable into IHH shares. MEDIA STATEMENT.*
- Khazanah Nasional. (24 February 2016). *Khazanah issues USD750 million inaugural US Dollar-denominated straight sukuk. Media Statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (27 June 2007). *Overwhelming response for Khazanah's second exchangeable sukuk. Media statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (27 sep 2006). *Khazanah successfully issues world's first Shariah-compliant exchangeable bond. Media Statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (4 June 2015). *Khazanah issues world's first ringgit-denominated sustainable and responsible investment sukuk. Media statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (5 May 2021). *Khazanah returns to USD sukuk market, prices 5-year & 10-year dual-tranche offering. Media statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional. (6 March 2008). *KHAZANAH'S USD647 MILLION EXCHANGEABLE SUKUK AND STOCK PLACEMENT RE-CREATE MIDDLE EAST-CHINA CONNECTION. Media Statement, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional Berhad. (2022). *Investment Policy Statement. Retrieved March 18th, 2022, from KHAZANAH NATIONAL: [https://www.khazanah.com.my/media/uploads/2021/06/INVESTMENT\\_POLICY.pdf](https://www.khazanah.com.my/media/uploads/2021/06/INVESTMENT_POLICY.pdf)*
- Khazanah Nasional Berhad. (31 December 2019). *DIRECTORS' REPORT AND AUDITED FINANCIAL STATEMENTS. Audited annual financial, Kuala Lumpur.*
- Khazanah Nasional Berhad. (31 December 2021). *DIRECTORS' REPORT AND AUDITED FINANCIAL STATEMENTS. Audited annual financial, Kuala Lumpur.*
- Raslan, S. (2021, March 4). *KHAZANAH ANNUAL REVIEW 2021. Retrieved August 03rd, 2022, from KHAZANAH NASIONAL: [www.khazanah.com.my](http://www.khazanah.com.my)*
- Sovereign Wealth Fund Institute. (2022, June 18th). *Khazanah Nasional Berhad (Khazanah). Retrieved from <https://www.swfinstitute.org/profile/598cdaa50124e9fd2d05b58c>*
- Sovereign Wealth Fund Institute. (n.d.). *Top 100 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets. Retrieved November 06th, 2022, from [www.swfinstitute.org](http://www.swfinstitute.org): <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>*
- TAN SRI, M. M. (2021, Jun). *THE KHAZANAH REPORT 2020. Retrieved August 03rd, 2022, from Khazanah Nasional Berhad: [https://www.khazanah.com.my/media-downloads/downloads/?type=annual\\_review\\_filter](https://www.khazanah.com.my/media-downloads/downloads/?type=annual_review_filter)*
- TRÉSOR.Direction Générale. (Juillet 2018). *Khazanah, fonds souverain malaisien. Ambassade de France en Malisie, Service Économique, Malaisie.*
- Udaibir, D., Mazarei, A., & Han van der, H. (2010). *Economics of sovereign wealth funds: issues for policymakers. International Monetary Fund, Washington.*