الصكوك الإسلامية، التجارب والممارسات الدولية

أ. عيسى يوسف بازينة

أستاذ محاضر بكلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة مصراتة–ليبيا

منى حسن اسميو

طالبة دراسات عليا بجامعة المرقب–ليبيا

(سلّم البحث للنشر في 12/3/2018م، واعتمد للنشر في 3/5/ 2018م)

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى استعراض أهم ملامح التجارب والممارسات الدولية في إطار عمليات التصكيك الإسلامي، وذلك من خلال دراسة حالات محددة لبعض هياكل الصفقات الرائدة التي عملت على إصدارها ماليزيا، ودول الخليج العربية، ودولة السودان، كما تناولت استعراض وتحليل أهم التطورات في حجم الإصدارات الدولية في سوق الصكوك.

استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وذلك لملاءمة هذا المنهج لطبيعة الدراسة وأهدافها، وتشير النتائج إلى أن منتجات الصكوك تعتبر من أبرز الأدوات المالية المتوافقة وأحكامَ الشريعة، وأكثرها انتشاراً في الأسواق المالية الدولية، ويتضح ذلك من تنوع هياكلها، وتطور حجم إصداراتها إلى نحو (979,209) مليار دولار أمريكي، وفي هذا ما يشير إلى زيادة حجم السيولة لدى المستثمرين، والرغبة المتزايدة بالاستثمار في هذا النوع من الأدوات. وعلى الرغم من التطلعات الإيجابية للصكوك الإسلامية؛ إلا أن العديد من التحديات لازالت تواجه سوق الصكوك، ومن بينها القصور في درجات الشفافية، ومستوى المخاطر الشرعية الناتجة عن تخفيف مستوى الدعم بالأصول، وتلك المتعلقة بتسهيلات السيولة والتعهد بالشراء، بالإضافة إلى تعدد المعايير والمقاييس والاختلافات في طرق التعامل، ومحدودية التداول، ونقص السيولة في السوق الثانوية.

الكلمات المفتاحية:

الصكوك الإسلامية، إصدارات الصكوك، هياكل إصدار الصكوك، التجارب والممارسات الدولية.

Islamic Sukuk: Global Experiences and Practices

Prof. Eissa Yousef Bazenah

Lecturer at Faculty of Economics & Political Sciences, Misurata University– Libya

Muna Hassan Esmiue

Higher studies student at Elmergib University – Libya

Abstract:

This study aims at reviewing the most important features of contemporary international experienes and practices in Islamic Sukuk. This study used the descriptive analytical method which is siutable for this study and its objectives. The results show that Islamic sukuk is compliant with Islamic Sharia, and is widely spread across financial market. It amounted about (979,209) billion US dollar, pointing to increase the volume of investment in this type of Sukuk. Despite the positive expeactions of Islamic Sukuk, there are many difficulties, including the lack of transparency, standardization, limited trading and lack of secondary liquidity.

Keywords: Islamic Sukuk, Sukuk issuance, stracture of Sukuk issuance, international experience and practices.

المقدمة

لقد برزت الصناعة المالية الإسلامية كواحدة من أهم مجالات المنافسة والتأثير على الأسواق المالية خلال العقدين الماضيين، وأصبحت أدوات ومنتجات التمويل الإسلامي تشكل جانباً كبيراً من الطلب على الأصول المالية المتداولة في الأسواق العالمية، خصوصاً بعد التطور الكبير في تقنية منتجات سوق رأس المال الإسلامي، ومن بينها الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وصناديق الاستثمار الإسلامية، والأدوات المالية المرتبطة بالسلع، ومنتجات الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة، وقد أدى هذا التنوع في المنتجات الإسلامية إلى تلبية رغبة العديد من المتعاملين في الأسواق المالية، بتوزيعٍ أكثر عدالة، وتخصيصٍ كفء للموارد المتاحة.

وتشهد السوق المالية الإسلامية في هذا الوقت رواجاً كبيراً في العديد من الدول بعد ما أصبحت منتجات الصكوك تمثل الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، كما استطاعت الصكوك أن تفرض نفسها في أسواق المال العالمية، حيث بلغ إجمالي حجم إصداراتها عالمياً نحو (979,209) مليار دولار[(1)]. ويتركز سوق الصكوك بشكل واضح في دول جنوب شرق آسيا، ودول الخليج العربية، هذا النمو السريع في سوق الصكوك جعل العديد من الدول تدمج التعاملات الإسلامية في منظومتها المالية وتستهدف بها السوق الجديدة بغية تحقيق المزيد من الازدهار والتقدم الاقتصادي.

وبهذا أصبحت السوق المالية الإسلامية جزءاً لا يتجزأ من النظام المالي العالمي، كما أن التوسع الذي يشهده التمويل الإسلامي كشكل من أشكال الوساطة المالية يعكس بلا شك قدرته على مواجهة تغيرات نمط الطلب، وقدرته على الصمود في بيئة أكثر تحدياً ومنافسة، وهو ما يشجع العديد من الشركات العالمية على زيادة مشاركتها في الأسواق المالية الإسلامية، خاصة فيما يتعلق بسوق الصكوك، وبالرغم من التوقعات الإيجابية باستمرار نمو الصناعة المالية الإسلامية، إلا أن العديد من مؤيديها يرون بأن التمويل الإسلامي يجب أن يركز على التطوير والابتكار في هيكلية الصكوك لتكون قادرة على تلبية متطلبات تطوير البنية التحتية، وتطوير أسواقها في ظل مفهومي المشاركة وتقاسم المخاطر، والبعد بها عن دائرة المداينات وأدوات الدخل الثابت، بالإضافة إلى تشجيع

---

(1) International Islamic financial Market (IIFM), Sukuk Report (7rd Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 2018.

التداول، وتطوير نظرية مناسبة للتقييم والتسعير تأخذ بعين الاعتبار المبادئ الأساسية للوساطة المالية الإسلامية.

لذا تأتي هذه الدراسة مساهمة في تقديم بعض الإيضاحات حول الممارسات والتجارب الدولية المتعلقة بالصكوك الإسلامية، باعتبارها من أهم الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة، والتي تجرى عليها أكبر صفقات التداول بأسواق التمويل الإسلامي. وانطلاقاً مما سبق؛ ومن أجل إثراء النقاش الدائر في الوسطين الأكاديمي والمهني حول أفضل الممارسات المتعلقة بسوق الصكوك، فإن هذه الدراسة تبحث بشكل رئيسي في الإجابة عن التساؤل التالي:

– إلى أي حد يمكن اعتبار التنوع في الممارسات والتجارب الدولية للصكوك تطلعاً إيجابياً في مسيرة نجاحها؟

أهداف الدراسة

من أجل تقديم رؤية حول أهم ممارسات وآفاق التمويل الإسلامي المتعلقة بتطبيقات الصكوك، فإن هذه الدراسة تهدف إلى:

- التعريف بماهية وأهمية الصكوك، وذلك من خلال استعراضها لمدخل نظرية الصكوك الإسلامية.
- استعراض أهم التجارب الدولية المعاصرة للصكوك، بالتركيز على تحليل بعض هياكل الصفقات الرائدة التي عملت على إصدارها مجموعة من الدول الإسلامية (ماليزيا، ودول الخليج العربية)، وتوضيح خطواتها العملية.
- استعراض أهم التطورات في حجم الإصدارات الدولية في سوق الصكوك.

منهجية الدراسة

تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك لملاءمة هذا المنهج لطبيعة الدراسة وأهدافها، حيث سيتم وصف واستقراء المفاهيم المتعلقة بالصكوك بالاعتماد على أدبيات الدراسة، كما سيتم استعراض بعض التجارب والممارسات الدولية للصكوك، وعرض وتحليل مؤشرات التطور والنمو في حجم إصداراتها العالمية، وذلك بالاعتماد على التقارير الصادرة عن السوق المالية الإسلامية (IIFM) International Islamic Financial Market.

هيكلة الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة، وبحثاً في الإجابة عن سؤالها الرئيسي؛ تم تنظيم وهيكلة ما تبقى منها على النحو التالي: خصص القسم الأول منها لاستعراض المفاهيم النظرية المتعلقة بالصكوك، من حيث بيان تعريفها؛ وأنواعها؛ وبيان أوجه التشابه والاختلاف بينها وبين غيرها من الأدوات المالية الأخرى. أما القسم الثاني من هذه الدراسة فيستعرض جانبين مهمين: الأول؛ يتناول تطبيقات الصكوك، ويقدم عرضاً لأهم التجارب الدولية المعاصرة للصكوك، وذلك من خلال استعراض وتحليل بعض الصفقات المهمة التي تم إصدارها من بعض دول شرق آسيا، ودول الخليج العربية، ويختص الجانب الثاني باستعراض أهم التطورات في حجم إصدارات الصكوك الدولية. وأخيراً يعرض القسم الأخير منها خلاصة الدراسة وتوصياتها.

المبحث الأول: المفاهيم النظرية للصكوك

المطلب الأول: تعريف الصكوك

الصكوك لغة جمع صك، وتعني الشهادات(2)، واصطلاحاً تشير للدلالة على الأوراق المالية الإسلامية(3)، وتعرف بأنها شهادات تثبت ملكية حصة شائعة في أصل معين أو في مشروع تجاري(4). ولمزيد من التوضيح نستعرض فيما يلي بعض تعريفات الصكوك الأكثر شيوعاً، والتي ساهمت في تقديمها المؤسسات والمنظمات الدولية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية، والتي أصبحت تحظى بقبول واسع في أدبيات التمويل الإسلامي.

لقد عرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي International Islamic Fiqh Academy الصكوك في دورته الرابعة (1988) في قراره بشأن سندات المقارضة على أنها: هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القِراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة

---

(2) ابن منظور جمال الدين ، لسان العرب، 711 هـ، باب المادة (صك)، المكتبة الإلكترونية الشاملة.

(3) International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Islamic Financial System: Principles & Operations, 2011.

(4) ISRA, 2011, Ibid.

ملكية كل منهم فيه[5]. وعرّف مجمع الفقه الإسلامي مبدأ التصكيك (التسنيد) الذي تقوم عليه فكرة الصكوك في دورته الخامسة عشرة (2004) بأنه: عملية إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً[6]. وعَرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية Securities Commission Malaysia (SCM) الصكوك عام (2004) بأنها: وثيقة أو شهادة تمثل قيمة أصل[7].

أما مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) Islamic Financial Services Board فقد عرف الصكوك عام (2009) بأنها: جمع صك ويشار لها عادة بالسندات الإسلامية، حيث يمثل الصك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، ويشترط أن يكون المشروع أو النشاط متفقاً مع أحكام ومتطلبات الشريعة[8].

وجاء في المعايير الشرعية (2015) الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) بأن الصكوك 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 وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله[9].

ويلاحظ أن تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية (SCM) يقدم إطاراً واسعاً لمفهوم الصكوك مقارنة بغيرها من التعريفات المقابلة، حيث وصفت SCM الصكوك بأنها وثائق أو شهادة تمثل قيمة الأصل، ودون الإشارة إلى نوعية وخصائص هذه الأصول، وفي المقابل لا تعترف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)

---

(5) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 30 (3/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، الدورة (4)، 18- 23 جمادي الآخرة 1408هـ، الموافق لـ 6-11 شباط/ فبراير 1988م.

(6) مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 137 (3/15) بشأن صكوك الإجارة، الدورة (15)، 14-19 المحرم 1425هـ، الموافق 6-11 آذار (مارس)، 2004م.

(7) ISRA, 2011, Op . Cit.

(8) مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المعيار رقم (7)، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، 2009م.

(9) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم (17)، صكوك الاستثمار، 2015م .

بالأصول المالية ضمن الأصول التي يُسمح بهيكلتها وتداولها عن طريق الصكوك، وهذا ما أجازته هيئة الأوراق المالية الإسلامية الماليزية (SCM) والتي من بينها حالات تداول الصكوك القائمة على أساس حسابات القبض للمداينات، لذا نجد أن الدراسات الحديثة تميل إلى تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) من حيث الشمولية والوصف الدقيق للصكوك.

المطلب الثاني: تصنيفات الصكوك وأنواعها

اختلفت التقسيمات المتعلقة بالصكوك تبعاً لاختلاف هياكلها المطوّرة، وعقودها الشرعية، ولا يوجد إلى حد هذا الوقت تصنيف موحّد للصكوك، وبحسب ما أشارت إليه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك. وفي إطار هذا التعدد قُسمت الصكوك إلى نوعين رئيسيين هما: الصكوك القابلة للتداول، والصكوك غير القابلة للتداول، ويندرج تحت هذين النوعين الرئيسيين مجموعة من التقسيمات الفرعية. ومن ضمن التصنيفات أيضاً ما يأخذ في اعتباره العقود الشرعية أساساً للتقسيم، وفي هذا الجانب قسمت الصكوك إلى أربعة أقسام هي: الصكوك المبنية على الوكالة، والصكوك المبنية على التأجير، والصكوك المبنية على البيع، والصكوك المبنية على المشاركة. بالإضافة إلى التصنيف الذي يستند إلى ملكية الأصول محل التصكيك، وبحسب هذا المعيار قسمت الصكوك إلى نوعين رئيسين هما: الصكوك المدعمة بالأصول، والصكوك المبنية على الأصول. كما تصنف الصكوك بحسب اعتبارات أخرى كمدى قابليتها للتبديل والتحويل، وجهة الإصدار (شركات/ حكومات). وبالنسبة لهذه الدراسة فقد اعتمدت في تقسيمها للصكوك على التصنيف الذي أشار إليه القانون الليبي رقم (4) لسنة 2016م بشأن الصكوك الإسلامية وبحسب ما يلي[(10)]:

أولاً: صكوك التمويل

تعرف صكوك التمويل بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً ممولة لملكية موجودات، وهي غير قابلة للتداول، ويمكن تصنيفها إلى ما يلي:

1. صكوك المرابحة

(10) قرار المؤتمر الوطني العام رقم (4) لسنة 2016م بشأن قانون الصكوك، طرابلس، ليبيا.

تعرف صكوك المرابحة على أنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح السلعة مملوكة لحملة الصكوك[11]، حيث إن الهدف من إصدار هذه الصكوك هو تمويل عقد بيع بضاعة مرابحة، كالمعدات والأجهزة، وتصدر هذه الصكوك عن الشركة المنشئة (المصدرة بصفتها مديرة إصدار)، وفي الغالب ما تكون مؤسسة مالية كالبنوك مثلاً، ومن ثم تُستخدم حصيلة الصكوك في تمويل بضاعة المرابحة، ويصدر هذه النوع لتمويل الشركات الإنتاجية بالأصول، ومن بينها تمويل شراء السفن والطائرات، وإنشاء محطات توليد الطاقة مما لا ترغب الشركة المنشئة في تمويله من مواردها العادية[12].

2. صكوك الاستصناع

تعرف صكوك الاستصناع على أنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب بها في تصنيع السلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك[13]. وعليه فصكوك الاستصناع تمثل حصة شائعة في ملكية السلعة المصنعة، وفي ثمنها بعد تسليمها للشركة المتمولة، ويتحقق عائد هذه الصكوك بالفرق ما بين تكلفة تصنيع السلعة، وقيمتها السوقية الناتجة عن عملية البيع، حيث يمكن استعمال هذا النوع من الصكوك لتمويل رأس المال العامل للمشروعات الاستثمارية مرتفعة الجدوى، إضافة إلى أنها تسمح بتمويل مشروعات البنية التحتية.

3. صكوك السلم

عرّفت المعايير الشرعية صكوك السلم على أنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك[14]. وتعتبر صكوك السلم أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات العاملة في القطاعات الإنتاجية (الزراعة، والصناعة، وتجارية)، فمن ثمن بيع بضاعة آجلة تستطيع

---

(11) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2015م، مرجع سبق ذكره.

(12) محيسن، فؤاد محمد، الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 1، 2013م، ص 24- 29.

(13) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2015م، مرجع سبق ذكره.

(14) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2015م، مرجع سبق ذكره.

الشركات أن تُموِّل عمليات الإنتاج[15]، إضافة إلى أنها تلبي حاجة الشركات في تأمين الحصول على المواد الأولية وقت احتياجها بالسعر المناسب[16].

4. صكوك الإجارة

تعرف صكوك الإجارة على أنها وثائق متساوية القيمة (متماثلة) مشاعة في ملكية منافع أعيان معمَّرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة في الذمة تقدّم من ملتزميها لحامل الصك في وقت مستقبلي[17]. كما عرفت بأنها: أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة، تخول مالكها حقوقاً، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته[18]. وتتمتع هذه الصكوك بمرونة كبيرة، سواءً على مستوى تمويل المشروعات، أو من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، إضافة إلى أنها تتمتع باستقرار في السعر وبدرجة عالية من التأكد المسبق بمقدار العوائد مقارنة بغيرها من الصكوك[19].

ويندرج تحت الصكوك المبنية على التأجير ثلاثة أنواع رئيسية منها؛ صكوك ملكية الأعيان القابلة للتأجير، والتي تصدر على أساس عقدي البيع والإجارة، وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء عين قابلة للتأجير (مؤجرة أو موعود باستئجارها)، وتمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية هذه الأعيان المؤجرة (رقبة العين، ومنفعتها)، وفي دفعات أقساط الإجارة بعد عملية التأجير، وتحسب عوائد هذه الصكوك على أساس المجمّع التراكمي لأقساط التأجير، بالإضافة إلى حصيلة عملية البيع بعد التصفية.

---

(15) بن عمارة، نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، مجلة الباحث، العدد 9، 2011م.

(16) الحنيطي، هناء محمد، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة بنك دبي الإسلامي، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، المجلد 42، العدد 2، 2015م، ص : 553- 565.

(17) رفيق، شرياق، الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية: التجربة الماليزية والسودانية، بحث مقدم إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 12/ 13 نوفمبر/2013م، ص: 323- 346.

(18) السحيباني، محمد إبراهيم، هيكلية الصكوك الإسلامية: عرض مقدم لحلقة نقاش الصكوك الإسلامية التي تنظمها وحدة البحوث بكلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2008م.

(19) حماد، نزيه، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، دار القلم، دمشق، سوريا، 2007م، ط 1، ص: 319- 321.

ويمكن أن تكون صكوك الإجارة مصدَرة على أساس ملكية منافع الأعيان القابلة لإعادة التأجير، والتي تستخدم حصيلتها في تمويل شراء منفعة عين موجودة أو موصوفة في ذمة المؤجر، وتمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية منفعة العين دون رقبتها، وفي أجرتها بعد إعادة تأجيرها (من الباطن)، و يتحقق عائد هذه الصكوك بالفرق بين ثمن شراء الخدمة وبيعها. وقد تصدر صكوك الإجارة أيضاً على أساس عقد إجارة الخدمات، والتي تستخدم حصيلتها في تمويل شراء خدمات معينة، ثمّ يُعاد بيعها للراغبين في الحصول على هذه الخدمات. وتمثل صكوك إجارة الخدمات حصة شائعة في ملكية الخدمة، وهي التزام في ذمة مقدم الخدمة قبل بيعها، وفي ثمنها بعد بيعها، والفرق بين ثمن شراء الخدمة وثمن بيعها هو عائد حملة الصكوك[20].

ثانياً: صكوك الاستثمار

تعرف صكوك الاستثمار بأنها وثائق مساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في أوعية استثمارية مختلفة، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وتنقسم إلى ما يلي:

1. صكوك المضاربة

عرّفت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) صكوك المضاربة بأنها أوراق مالية 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، وتدار على أساس المضاربة الشرعية. وتأخذ صكوك المضاربة صوراً متنوعة؛ فيمكن أن تكون في صورة مطلقة، حيث لا يخصص فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً وإنما يخوّل للمضارب (الشركة المصدرة) صلاحيات اختيار المشروع المناسب حسب خبرته، بحيث لا تلتزم جهة الإصدار بأي نوع من القيود، ويكون لها الحق في الاستثمار المطلق بلا قيود، ويمكن أن تكون في شكل صكوك مقيدة، حيث يخصص حملة الصكوك مشروعاً معيناً للاستثمار بأموال المضاربة فلا يحق له الخروج عنها، ومحددة بمدة زمنية معينة حسب عمر المشروع، حيث تقيد الجهة المصدرة بقيود إن خالفتها تعتبر متعدية وضامنة[21].

(20) قرار المؤتمر الوطني العام رقم (4) لسنة 2016م بشأن قانون الصكوك، طرابلس، ليبيا.

(21) بن عمارة، 2011م، مرجع سبق ذكره.

2. صكوك الوكالة بالاستثمار

عُرفت صكوك الوكالة بالاستثمار من قبل المعايير الشرعية الدولية على أنها وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها. والمصدر لها (المتمول) يعرض نفسه وكيلاً لحملة الصكوك يتولى الاستثمار نيابةً عنهم بإذنهم وتوكيلهم، ويتقاضى مُصدر الصكوك (الوكيل) أجراً محدداً معلوماً مضموناً نظير جهده[20]، ويمكن الاستفادة من هذا النوع في كافة تطبيقات الصكوك وأنواعها، ويمكن إصدارها من قبل القطاع العام، والقطاع الخاص، والقطاع الخيري، بهدف تعبئة الموارد المالية اللازمة، لتمويل المشروعات الاقتصادية[21].

3. صكوك المشاركة

عرفت المعايير الشرعية صكوك المشاركة بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع استثماري أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس المشاركة. وتأخذ صكوك المشاركة العديد من الصور المتنوعة؛ فقد تكون في شكل صكوك مشاركة دائمة، (بشكل يتشابه إلى حد كبير مع الأسهم)، أو قد تكون في صورة صكوك مشاركة مؤقتة، بحيث تمثل هذه الصكوك مشروعاً يكون محدداً بمدة زمنية معينة، وتسترد قيمتها (الاسمية أو السوقية) خلال هذه المدة بالتدريج (يحصل حملة الصكوك على جزء من القيمة الاسمية للصك في فترات توزيع الأرباح حتى يتم استرداد كامل القيمة الاسمية أو السوقية للصك والأرباح)، ومن خلال توزيع أرباح التصفية على المستثمرين يتم إطفاء الصكوك[22].

المطلب الثالث: التشابه والاختلاف بين الأدوات المالية التقليدية والصكوك

باعتبار أن الصكوك تمثل أدوات تمويل، فمن الطبيعي أن تتفق في بعض الأمور التنظيمية والإجرائية مع بقية الأدوات المالية الأخرى كالسندات والأسهم، ولكن بالنظر على أنها أدوات تمويل مهيكلة بما يتوافق وأحكام الشريعة، فبالتالي يجب أن تكون ترتيباتها خالية

---

(20) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2015م، مرجع سبق ذكره.

(21) الدماغ، زياد جلال، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط (1)، عمان، الأردن، 2012م.

(22) الدماغ، 2012م، المرجع السابق.

من المخالفات الشرعية (الربا والغرر)، وهو جوهر ما يميزها عن بقية الأدوات المالية الأخرى[23].

وتشترك الصكوك والسندات في أن كليهما يمثل أوراقاً مالية قابلة للتداول، وباعتبارهما مصدراً من مصادر التمويل الخارجي، كما تتفقان في العديد من الأمور التنظيمية والإجرائية التي تتطلبها عملية الإصدار، والتي من بينها البيانات المتعلقة برأس المال، ومدة الإصدار، ووكيل الدفع، والوصي وغيرها من أوجه الاتفاق. وفي ذات الوقت نجد أن الأسهم تتفق مع الصكوك في أنها تقوم على أصول حقيقية، وتمثل حصصاً شائعة في موجودات الشركة، وفي حصول المستثمرين على عوائد دورية [24].

وفيما يتعلق بخاصية التداول نجد أن الصكوك تعتمد على طبيعة الأصل، فمنها ما يكون قابلاً للتداول ومنها غير قابل للتداول، وفي المقابل فإن الأسهم تتصف بقابليتها للتداول في جميع أنواعها، إضافة إلى أن المعاملة المحاسبية الخاصة بالصكوك قد تكون خارج الميزانية، على عكس الأسهم التي تعامل داخل الميزانية، وبالنظر إلى درجة المخاطرة نجد أن مستوى مخاطر الاستثمار في الأسهم مرتفعة، أما بالنسبة للصكوك فدرجة مخاطرها تختلف بحسب هيكل صفقة التوريق، وصيغة استثمار الأصول، والجدارة الائتمانية للمصدر.

ولعل ما يميز الصكوك الإسلامية عن السندات الشكل القانوني الذي تتخذه الصكوك، ففي حين نجد أن السندات تتمثل في شكل قروض بكوبونات ثابتة يتم تحديدها مسبقاً في العقد، نجد أن الصكوك ممثلة بحصص شائعة في موجودات طبقاً لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة، إضافة إلى الاختلاف في آلية التداول التي تعتمدها الصكوك، حيث إن قابلتها للتداول تكون في أنواع محددة، وبالتالي فهي تختلف عن السندات التي تعتبر قابلة للتداول، وتتعدد الاختلافات بينهما في كثير من الأمور الأخرى؛ كاختلاف العلاقات التعاقدية بين المصدرين والمستثمرين[25].

المبحث الثاني: التطبيقات العملية ومؤشرات التطور والنمو في الصكوك

---

(23) البقمي، نجلاء محمد، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها، دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، رسالة ماجستير مدعومة من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013م.

(24) المنيع، عبد الله، الصكوك الإسلامية تجاوزاً وتصحيحاً، ندوة الصكوك الإسلامية، 24- 25 مايو/2010م.

(25) أبو مسامح، عبد الله سليمان، مخاطر الصكوك الإسلامية وتقييم دور أدوات الهندسة المالية في إدارتها: دراسة تطبيقية على صكوك المشاركة والمضاربة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة جنان، طرابلس، لبنان، 2012م.

يستعرض هذا القسم عرضاً لأهم التجارب الدولية المعاصرة للصكوك، وذلك من خلال التركيز على استعرض وتحليل بعض الصفقات المهمة التي تم إصدارها في دول شرق آسيا، ودول الخليج العربية، ومن أجل تقديم نظرة عامة عن مؤشرات التطور والنمو في حجم إصدارات الصكوك العالمية. فإن الدراسة ستستعرض أيضاً أهم التطورات في حجم إصدارات الصكوك الدولية. وذلك بالاعتماد على التقارير الصادرة عن السوق المالية الإسلامية الدولية International Islamic financial Market (IIFM) .

المطلب الأول: التجارب والممارسات الدولية للصكوك

هناك العديد من التجارب العالمية الرائدة في مجال إصدار الصكوك، والتي تُؤكد قدرتها على تمويل المشروعات التنموية الكبرى في مختلف دول العالم، وفي هذا الخصوص سعت ماليزيا ودول الخليج والشرق الأوسط إلى إيجاد إطار قانوني منظم لإصدارات الصكوك، يوفر للجهات والمؤسسات الراغبة بالاستثمار في الصكوك درجة من التنظيم والأمان، وهو ما ساهم بدوره إلى تزايد حجم الإصدارات، وتحقيق معدلات نمو غير مسبوقة للصكوك، واعتبرت مؤخراً أحد أهم الأدوات المالية التي تشهد معدلات نمو متسارعة، سواء على مستوى البلدان الإسلامية (ماليزيا، وإندونيسيا، والإمارات، والسعودية، وقطر، والبحرين، وتركيا)، أو حتى على مستوى الدول الغربية (ألمانيا، وإنجلترا، والولايات المتحدة الأمريكية)، وأصبحت من أهم مصادر تمويل الحكومات والشركات العاملة بالقطاعات الاقتصادية المختلفة، وذلك لما تتميز به من مرونة واضحة من حيث العائد والمخاطرة، فتعدد هياكل الصكوك يمنحها تنوعاً في مصادر تحقيق العوائد مع اختلاف في مستويات المخاطر، وسنستعرض فيما يلي أهم التجارب الدولية الناجحة في إصدارات الصكوك.

أولاً: تجربة البنك الإسلامي للتنمية

يعتبر البنك الإسلامي للتنمية (Islamic Development Bank) مؤسسة مالية دولية، أنشئت ببيان صادر عن مؤتمر وزراء مالية الدول الإسلامية، والذي عقد في مدينة جدة عام 1973م، وبدأ العمل به رسمياً عام 1975م، بهدف دعم التنمية الاقتصادية للدول وفقاً لمبادئ الشريعة، وذلك من خلال ترسيخ مبدأ التضامن الإسلامي والتعاون المشترك بين الدول الإسلامية، وقد تحصل البنك الإسلامي للتنمية على تصنيف ائتماني ممتاز (AAA – Aaa – AAA) من ثلاث وكالات تصنيف دولية كبرى مثل موديز (Moody's) و استاندرد آند بورز (Standard and Poor's)

وفيتش (Fitch)، واعتبرته لجنة بازل للرقابة المصرفية والمفوضية الأوروبية مصرفاً إنمائياً متعدد الأطراف خالياً من المخاطر[31].

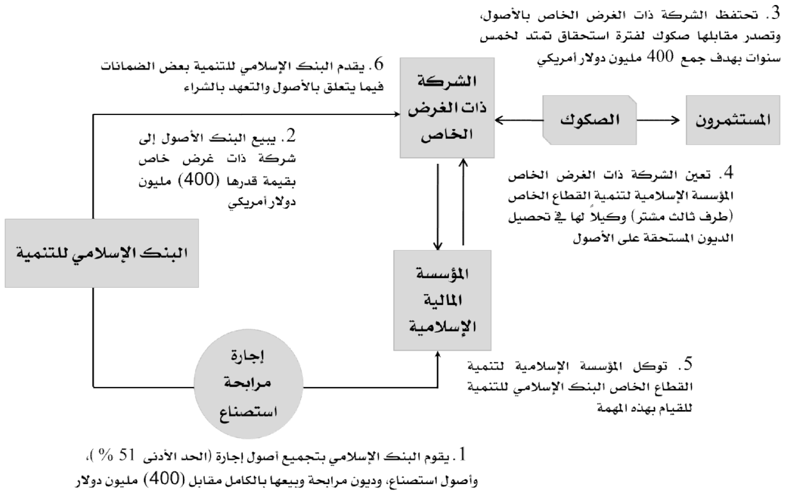
ويقوم البنك الإسلامي للتنمية بتعبئة الموارد من قبل الشركات في الدول الأعضاء عن طريق أدوات تمويل متنوعة ومتوائمة مع الشريعة، ومن بينها الصكوك، حيث يعتبر البنك الإسلامي للتنمية نقطة مرجعية هامة لغيره من المؤسسات في مجال إصدار الصكوك. وأطلق البنك أول إصداراته عام 2003 م ليختبر جدوى هيكل مقترح لصكوك تستند إلى توريق محفظة من الأصول المختلطة، فأصدر بنجاح صكوك استثمار بقيمة (400) مليون دولار أمريكي، عن طريق شركة التضامن المحدودة (شركة ذات غرض خاص) لفترة استحقاق مدتها خمس سنوات، واشتملت محفظة الأصول في صفقة توريق البنك الإسلامي للتنمية أصول إجارة شكلت ما نسبته (65.8 %) من حجم المحفظة، وحسابات قبض لعمليات مرابحة واستصناع شكلت (34.2 %)[32]، ولما كانت أصول الإجارة يمكن تحويلها من قبل البنك الإسلامي للتنمية بحرية بأي سعر، فقد تمكن بهذه الهيكلة من تحويل حسابات القبض أيضاً. وعلى الرغم من أن حسابات القبض وصيغ الديون الأخرى لا يمكن إحالتها إلا بالقيمة نفسها وفق مقتضى الشريعة، فإنه إذا خُلطت بالأصول العينية في محفظة واحدة يمكن بيع تلك المحفظة كلها بأي سعر كان[33]. وقد تمت هيكلة صكوك البنك الإسلامي للتنمية على النحو التالي:

---

(31) قندوز، عبد الكريم ، تحليلات لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها: دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية، بحث مقدم إلى مؤتمر كليات إدارة الأعمال بجامعات دول مجلس التعاون الخليجي، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية، 16- 17 فبراير، 2014م.

(32) Haneef, R. From Asser-backed to asset light Structures: The Intricate of Sukuk ISRA International journal Islamic Finance, 2009, 103-126.

(33) Haneef, 2009, Ibid.



شكل (1) هيكل صكوك الاستثمار المصدر من طرف البنك الإسلامي للتنمية 2003م

(المصدر: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Islamic Capital Markets: Principles & Operations, 2015)

وأصدر البنك الإسلامي للتنمية الإصدار الثاني من صكوك الاستثمار سنة 2005م بقيمة (500) مليون دولار أمريكي، ثم تلاها الإصدار الثالث سنة 2008م بقيمة (400) مليون رنجيت ماليزي، وبقيمة (850) مليون دولار أمريكي للإصدار الخامس سنة 2009م [(34)].

واستمرت مسيرة البنك الإسلامي للتنمية في إصدار الصكوك ومن أهم إصداراته مؤخراً، **وفي إطار برنامج إصدارات الصكوك المتوسطة الأجل، أصدر البنك الإسلامي سنة** 2016 م صكوكاً بقيمة (1.25) مليار دولار أمريكي، تستحق بعد خمس سنوات من **تاريخ الإصدار، وقد عهد البنك الإسلامي لإدارة هذا الإصدار لعدد من البنوك التجارية،** أما من حيث طبيعة الجهات المشاركة فقد شكلت البنوك المركزية والجهات الحكومية (90%) من المستثمرين النهائيين، في حين تحصلت البنوك المشاركة في الصفقة على (10%) من حجم الإصدار النهائي، ويترأس صفقة هذا الإصدار الإصدارات العالمية من حيث الحجم مقارنة بغيرها من الإصدارات.

---

(34)http://www.isdb.org/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://26564d04a363faea61b5b77528c0dbac&guest_user=idb_ar

ثانياً: التجربة الماليزية

تعد ماليزيا من الدول المتقدمة في تطوير وابتكار العديد من المنتجات المالية الإسلامية، وأبرزها الصكوك، حيث تعتبر من أوائل الدول الرائدة في صناعة الصكوك العالمية، وذلك لامتلاكها سوقاً متطورة للتمويل الإسلامي، جعلها تسيطر من خلاله على صناعة الصكوك، لتحتل المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدارات العالمية، وشكلت إصداراتها ما يقارب من ثلثي قيمة الصكوك في العالم، ومن أهمها تلك الإصدارات التي استخدمتها الحكومة الماليزية في تمويل عمليات إنشاء وتطوير المشروعات العملاقة في مجال البنية التحتية والمشاريع التنموية مثل: إنشاء المطارات، والطرق الرئيسية، وعمليات التنقيب عن الغاز، وصناعة البتروكيماويات وغيرها، والتي كانت تجربة ناجحة دفعت بماليزيا مع مجموعة من الإصلاحات الاقتصادية لمرحلة كبرى من النمو الاقتصادي والتنمية(35).

وقد أنشأت ماليزيا سوق الصكوك عام 1996م من خلال شركة الرهن العقاري الوطنية الماليزية، تتابعت بعدها إصدارات الصكوك، ففي عام 1997م أصدرت شركة خزانة الاستثمارية أول صكوك قابلة للتداول بقيمة (750) مليون دولار أمريكي، ولمدة 5 سنوات. ثم قامت الحكومة الماليزية في عام 2002 م بإصدار أول صكوك سيادية لها عن طريق شركة صكوك ماليزيا الدولية، وكانت صكوك الإجارة الماليزية هذه أول صكوك تدرج في سوق الأوراق المالية في لوكسمبورج (Luxembourg Stock Exchange)، وتصنف من قبل موديز (Moody's) و استاندرد آند بورز (Standard and Poor's) . وقد طرح الإصدار البالغ قيمته (600) مليون دولار أمريكي على المستوى العالمي للمستثمرين الإسلاميين والتقليديين، وتعد الصكوك الماليزية تطوراً ذا أهمية لأنها نجحت في وصل مفهوم صكوك الإجارة بالممارسات التقليدية للسندات كالإدراج في الأسواق المالية، والتصنيف، والمقاصة المركزية(36).

ودُعمت الصكوك الماليزية بأصول عقارية شملت مبنى المكاتب التابعة لرئيس الوزراء ومجموعة من المراكز الصحية بمدينة Klang كأصل في هذه الصفقة. وبحسب ما هو معمول به في ماليزيا، يحتفظ مفوض الأراضي الاتحادية بأملاك الحكومة الماليزية، لذلك ومن أجل إتمام هذه الصفقة تم بيع حقوق الانتفاع من هذه الأصول فقط إلى الشركة ذات الغرض الخاص (صكوك ماليزية الدولية)، ويعني بيع حقوق الانتفاع أن مفوض

---

(35) الدماغ، 2012م، مرجع سبق ذكره.

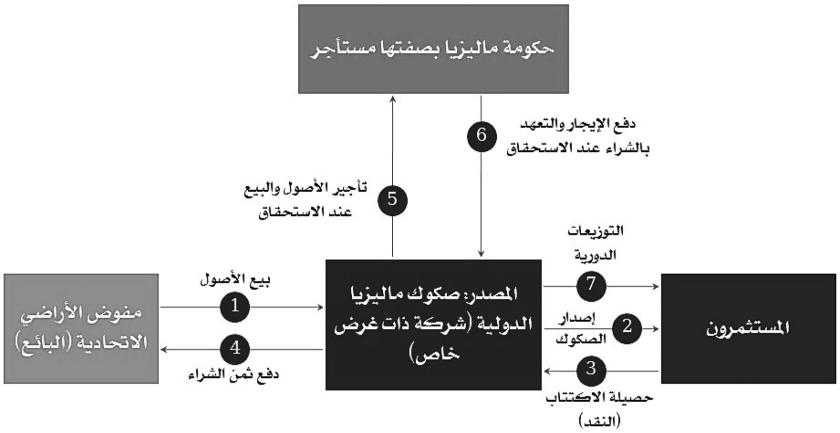
(36) Haneef, 2009, Op . Cit.

الأراضي الاتحادية لا يزال يملك قانوناً الأصول، وهو ما يعني أن ملكية المستثمرين (حملة الصكوك) تتحد فقط بملكية المنفعة محل التصكيك، وبعبارة أخرى يعد اتحاد ماليزيا مجرد وصي على الأصول، وقد قامت الشركة ذات الغرض الخاص بتمويل عملية الشراء عن طريق إصدار صكوك تمثل ملكية حقوق الانتفاع بالأصل، وقامت الشركة ذات الغرض الخاص (نيابة عن المستثمرين) بتأجير الأصول إلى الحكومة الماليزية بمعدل متغير يساوي معدل الليبور[37] مضافاً إليه 95 نقطة (LIBOR + 95)، ويعكس هذا المعدل التصنيف الائتماني (BBB) للحكومة الماليزية وقت الإصدار[38].

و قدمت الحكومة الماليزية في المقابل تعهداً ملزماً بالشراء ينص على شراء الأصول عند الاستحقاق، أو في حالة الإفلاس، بقيمتها الاسمية، وفي المقابل يمنع هذا التعهد المستثمرين من بيع الصكوك لطرف ثالث، وتقوم حكومة ماليزيا كمستأجر بدفع القيم الإيجارية كل ستة أشهر للشركة ذات الغرض الخاص التي تقوم بدورها بتوزيعها على المستثمرين، ويتم استرداد قيمة الصكوك بالكامل عند الاستحقاق، وبالتالي فإن قيمة المدفوعات الدورية لا تمثل سوى الأرباح المدفوعة للمستثمرين، ولا يحق لحملة الصكوك استرجاع المبلغ الأصلي إلا عند تاريخ الاستحقاق، ويوضح الشكل (3) هيكلة هذه الصكوك.

(37) معدل الليبور هو سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن، ويستخدم كمقياس مرجعي على نطاق واسع لتسعير الأدوات المالية، والتي من بينها الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة، نظراً لأن المستثمرين في الأسواق المالية اعتادوا على المطالبة بعائد يفوق مؤشراً قياسياً معيناً بنسبة محددة، لذا فقد جرت العادة على استخدام هذا المؤشر في تسعير العديد من إصدارات الصكوك العالمية.

(38) ISRA, 2011, Op . Cit.



شكل (2) هيكل صفقة الصكوك الدولية الأولى لحكومة ماليزيا سنة 2002م

(المصدر: International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Islamic Financial System: Principles & Operations, 2011)

وعادة ما يشار إلى هذه الصفقة على أنها صفقة الصكوك الدولية الأولى، وقد أسهم هذا الإصدار في ظهور مفهوم الصكوك المبنية على الأصول، وبهذا أصبح هيكل الصكوك المبنية على الأصول متوائماً مع الأحكام الشرعية، غير أن حامليها لا يمتلكون أية حقوق ضمانية في تلك الأصول، وعادة ما يتعامل المستثمرون مع هذا النوع من الصكوك على أساس يشبه السندات الممتازة غير المضمونة[39].

وفي عام 2004 م أصدرت ولاية سارواك صكوكاً على أساس صيغة الإجارة، بقيمة (350) مليون دولار أمريكي، تستحق بعد 5 سنوات. وفي نفس العام أصدرت الولاية ثلاثة إصدارات من صكوك الاستصناع، حيث كانت قيمة الإصدار الأول (425) مليون دولار، وذلك لغرض إنشاء مراكز صحية، وأصدرت إصدارها الثاني بقيمة (1.130) مليار رنجيت ماليزي، وإصدارها الثالث بقيمة (500) مليون رنجيت، وقد كانت جميع هذه الإصدارات بهدف تمويل مشاريع تنموية مختلفة [40].

وفي عام 2010 م أصدرت شركة الرهن العقاري المحدودة (كاقامس) في ماليزيا صكوكاً مبتكرة تحت مسمى صكوك الأمانة للاستثمار، والتي بلغت قيمتها مليار رنجيت ماليزي،

(39) ISRA, 2011, Op . Cit.

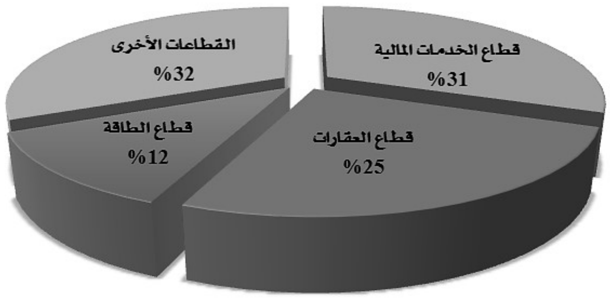
(40) ISRA, 2011, Op . Cit.

(41) ISRA, 2011, Op . Cit.

وتوالت بعدها إصدارات الصكوك بماليزيا على مستوى البنوك الإسلامية وشركات الأعمال والمنظمات[41].

ثالثاً: تجربة الإمارات

تأتي الإمارات العربية المتحدة في المركز الثالث عالمياً بعد ماليزيا والمملكة السعودية في إصدار الصكوك، حيث بلغ عدد إصدارتها نحو (110) إصداراً بقيمة إجمالية تبلغ (71.895) مليار دولار حتى نهاية عام 2017 م، أي ما نسبته (%7.34) من إجمالي قيمة الإصدارات في العالم[42]، وتستخدم الإمارات أغلب إصداراتها في تمويل القطاعات الاقتصادية، أبرزها قطاع الخدمات المالية، وقطاع العقارات.



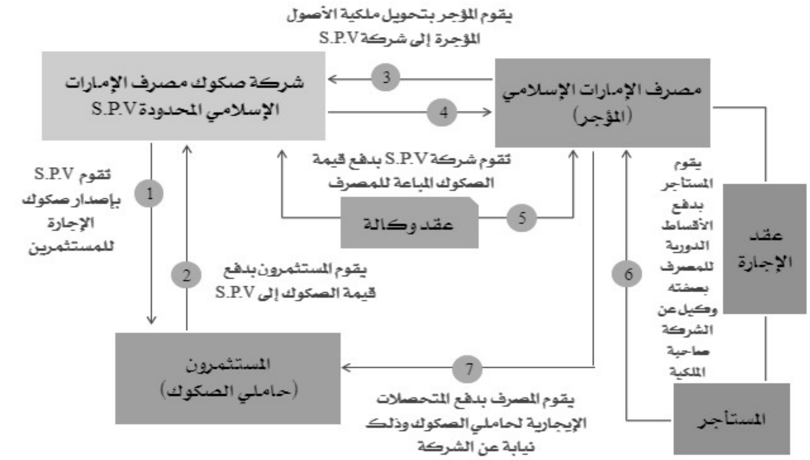
شكل (3) تمويل الصكوك للقطاعات المختلفة في دولة الإمارات سنة 2016م

(المصدر: https://www.islamicfinance.com/islamic-finance-uae)

ولعل من أهم تجارب إصدار الصكوك بدولة الإمارات تجربة بنك الإمارات الإسلامي عام 2007 م، بإصدار صكوك بقيمة (350) مليون دولار أمريكي، مدعمة بأصول مؤجرة، وقد تمت هيكلة هذه العملية من خلال بيع الأصول لشركة صكوك بنك الإمارات الإسلامي المحدودة، والتي أنشئت خصيصاً لتولي عملية الإصدار، وقد قيدت هذه الصكوك خارج ميزانية البنك، على اعتبار أن بنك الإمارات قد قام بتحويل الأصول

(42) IIFM, 2018, Op . Cit.

التي تم تصكيكها للشركة ذات الغرض الخاص، ويتولى البنك فقط إدارة هذه الأصول مقابل أتعاب الإدارة، ويمكن تلخيص هيكلة إصدار هذه الصكوك في الشكل التالي:



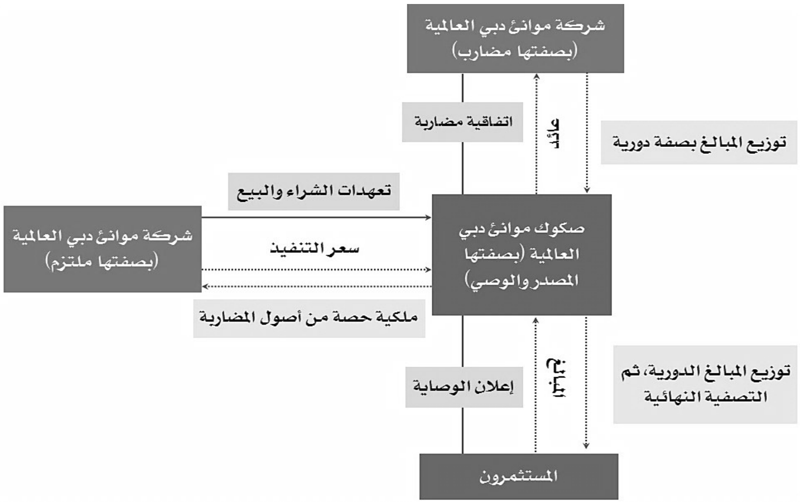
شكل (4) هيكل صفقة صكوك الإجارة لبنك الإمارات الإسلامي سنة 2007م

(المصدر: التقرير السنوي لسنة 2010 لبنك الإمارات الإسلامي)

ويعتبر بنك الإمارات الإسلامي من أهم الجهات المهتمة بتطوير منتجات الهندسة المالية الإسلامية بشكل عام، وتطوير وريادة إصدارات الصكوك بشكل خاص. كما أصبحت هذه الاستراتيجية في أغلب البنوك الإسلامية، وعلى مختلف مستوياتها غاية في الأهمية، لأن ذلك يمنحها فرصة الحصول على التمويل، وفي نفس الوقت تشكل- وعلى جانب كبير من الأهمية- آلية من آليات التحوط من مختلف المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها، وذلك من خلال نقل المبالغ الخاصة بالأصول محل التصكيك خارج بنود الميزانية، فمثلاً في صفقة بنك الإمارات الإسلامي نجد أن البنك تمكن من تحويل المخاطر الائتمانية الناتجة من عدم قدرته كمستأجر على دفع الأقساط الإيجارية في موعدها إلى الشركة ذات الغرض الخاص (S.P.V). وفي هذا ما يؤكد أحد المبررات الأساسية لاستخدام الشركات ذات الغرض الخاص ضمن عمليات التصكيك الإسلامي[43].

(43) لعمش، أمال، وشريف سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في صناعة المصرفية الإسلامية: تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 6/5 مايو 2014م.

وفي إطار مسيرة التجربة الإماراتية أيضاً قامت شركة موانئ دبي العالمية (شركة قابضة متخصصة بالأنشطة المتعلقة بتشغيل الموانئ وهي مملوكة لحكومة دبي) بإصدار صكوك لموانئ دبي العالمية في سنة 2007م، للاستفادة من سوق الصكوك للحصول على تمويل بمبلغ (1.5) مليار دولار أمريكي، باستخدام هيكل صكوك المضاربة، عن طريق شركة "صكوك موانئ دبي العالمية" (شركة ذات غرض خاص تأسست في مايو 2007م بجزر كايمان كمؤسسة غير ربحية هدفها تسهيل إصدار الصكوك)، وفي الإصدار الأول لهذه الصكوك حولت مبلغ الاكتتاب إلى شركة موانئ دبي العالمية بصفته رأس مال المضاربة، واستثمرته الشركة في أعمالها على أساس المضاربة، وكانت نسبة المشاركة في الربح بين شركة (S.P.V)، وشركة موانئ دبي العالمية هي (1: 99). وكان من المتوقع أن تولد هذه الصفقة متوسط ربح صافي من قيمتها يبلغ (6.35%) سنوياً، ووفقاً لنسبة تقاسم الأرباح المتفق عليها يتوقع المستثمرون الحصول على (6.25%) سنوياً[44]، ويوضح الشكل (6) هيكلة صفقة صكوك المضاربة لشركة موانئ دبي العالمية.



شكل (5) هيكل صفقة صكوك المضاربة لشركة موانئ دبي العالمية سنة 2007م

(المصدر: ISRA, Islamic Financial System: Principles & Operations, 2011)

(44) ISRA, 2011, Op . Cit.

وفي صكوك شركة مواني دبي العالمية دُعمت الصكوك بتسهيلات سيولة تستثمر فائض الأرباح الفعلية الذي يزيد عن مبلغ التوزيعات الدورية، والتي وافق المصدر على التخلي عنها. وفي المقابل، إذا لم تتمكن استثمارات المضاربة من تحقيق معدل الربح المطلوب لتغطية التوزيعات الدورية، اشترطت شركة موانئ دبي العالمية على نفسها أن تبحث هي عن تمويل متوائم مع الشريعة لحسابها الخاص، ودون الرجوع إلى شركة المضاربة أو أصولها، كي تضمن وجود السيولة الكافية لضمان دفع التوزيعات الدورية في موعدها. وبهذا يتضح أن العائد المتغير في الاتفاق الأصلي للمضاربة تم تحويله إلى دخل شبه ثابت من خلال تفعيل تسهيلات السيولة. وعلى الرغم من أن هذه الآلية قد تشكل مسألة شرعية قابلة للجدل. فإنها تبدو حلاً بارعاً لجعل المستثمرين بالصكوك يتمتعون بعائد شبه متيقن، وبالتالي انخفاض درجة مخاطر الاستثمار(45).

إضافة إلى ذلك، فإن شركة موانئ دبي العالمية استخدمت تعهد الشراء، وتعهد البيع. وحيث إن التعهد بالشراء قد تم تسعيره بما يساوي مبلغ التمويل الأصلي مضافاً إليه العوائد المتراكمة غير المدفوعة عند تنفيذ التعهد بالشراء، بما يحقق ضمانة للمصدر (المستثمرين) من استرداد مبلغ الاستثمار الأصلي، وأية عوائد أخرى غير مدفوعة، فبغض النظر عن أداء المشروع أصبح لدى حملة الصكوك وسيلة قانونية تمكنهم من ضمان حصولهم على رؤوس أموالهم وعوائدها، وبالطبع فإن مثل هذا الترتيب يخالف الجانب الأساسي لعقد المضاربة(46).

ومن الجدير بالذكر عند استعراض تجربة دولة الإمارات أن نشير إلى منتج الصكوك الوطنية (NATONAL BONDS)، والتي تعتبر من أشهر أنواع صكوك الإمارات، والتي حظيت بإقبال غير مشهود وحققت عوائد فاقت التوقعات، وتمثل الصكوك الوطنية شهادات استثمار (مضاربة) ذات قيمة اسمية ثابتة غير قابلة للتداول، تمثل حصصاً متساوية تصدر بأسماء مالكيها (أرباب المال) مقابل حصصهم في رأس المال، وتُدفع لشركة الصكوك الوطنية (المضارب) بقصد تنفيذ مشاريع اقتصادية مرتفعة الجدوى، وعلى الرغم من أن هذه الصكوك تَصدُر على أساس المضاربة، إلا أن شركة الصكوك الوطنية أدخلت عليها عنصر الجوائز الدورية، التي يمنحها المضارب (شركة الصكوك الوطنية المنشئ والمصدِر للصكوك) لأرباب المال (حملة الصكوك) بشكل دوري ومنتظم من ماله

(45) ISRA, 2011, Op . Cit.

(46) ISRA, 2011, Op . Cit.

الخاص، مما زاد من درجة إقبال المستثمرين، وأكسبها شهرة متميزة بين الصكوك المحلية للدولة.

وقد عملت شركة الصكوك الوطنية وفي عام 2007م على إنشاء صندوق استثماري تحت مسمى "المضاربة للصكوك الوطنية"، ودعت الجمهور إلى الاكتتاب فيه، من خلال شراء صكوك مضاربة بنسبة ربح متوقعة هي (3%)، غير أن توزيعات حملة الصكوك خلال عامها الأول قد فاقت ضعف هذا المعدل (6.03% لكل صك)، وأعلنت شركة الصكوك الوطنية عن أرباح السنة الثانية في يناير 2009م بمعدل توزيع يساوي (7.07%)[47].

ومن بين الإصدارات المهمة في هذا المجال وعلى صعيد التجربة الإماراتية صكوك بنك دبي الإسلامي في أكتوبر 2012م، وبحجم إصدار بلغ (500) مليون دولار، والتي أصدرت بصيغة الوكالة بالاستثمار، وأيضاً إصدارات شركة نخيل ودانة أكبر الشركات الإماراتية لتمويل بعض مشروعاتها بالصكوك[48].

وعلى الرغم من النجاح الملحوظ في تجربة الإمارات؛ إلا أن العديد من إصداراتها تواجه مسائل شرعية خطيرة، فالتساهل في المطلب الشرعي الخاص بالأصول محل التوريق، وتخفيف مستوى الدعم بالأصول، وتسهيلات السيولة، والتعهد بالشراء على أساس السعر التعادلي، كل هذه الخصائص أدت متجمعة في التأثير على مخاطر الاستثمار في الصكوك، وثبات مستوى العوائد، وضمان مبالغ الاستثمار، بشكل يقترب بها من استثمارات الدين ثابتة الدخل[49].

رابعاً: التجربة البحرينية

تعتبر التجربة البحرينية تجربة رائدة في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث بلغت قيمة إصداراتها (19.287) مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 2.66% من إجمالي قيمة

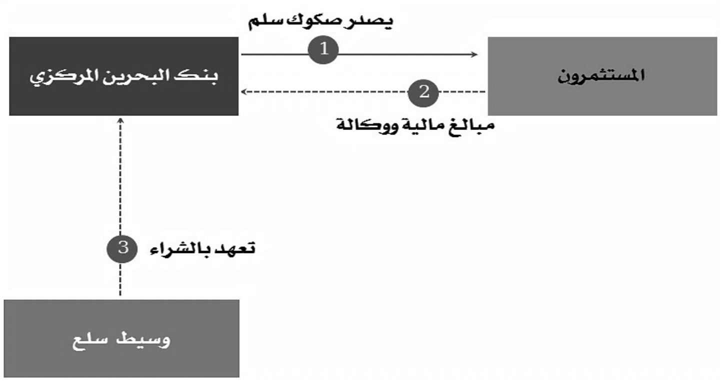
(47 الدماغ، 2012م، مرجع سبق ذكره.

(48) المرزوقي، أحمد صالح، تجربة الصكوك في الإمارات العربية المتحدة: الصكوك الوطنية أنموذجاً، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، المملكة الأردنية الهاشمية، 12/13 تشرين الثاني 2013م.

(49) Haneef, 2009, Op . Cit.

إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2001 – 2015، وتحتل دولة البحرين المرتبة الخامسة عالمياً من حيث حجم إصدارات الصكوك[50].

ويعتبر بنك البحرين المركزي (Central Bank of Bahrain) أهم الجهات المعنية بإصدار الصكوك، ومن بين أهم إصداراته التي كانت في أبريل من 2010، حيث أصدر البنك صكوك سلم بقيمة بلغت (12) مليون دينار بحريني، وتستحق بعد ثلاثة أشهر، وتجاوزت طلبات الاكتتاب قيمة الصكوك المعروضة، حيث وصلت إلى نحو (37) مليون دينار بحريني، بنسبة فائض اكتتاب قدره 308%، ويطبق بنك البحرين المركزي عمليات تنافسية بين المتقدمين لعطاءات صكوك السلم، وتبدأ العملية بتعميم دعوة يذكر فيها تفاصيل الإصدار، والمؤسسات المالية في البحرين المؤهلة للاستثمار في الصكوك، وعند استلام العطاءات يخصص بنك البحرين المركزي الحجم التنافسي للصكوك بين المتنافسين على أساس طرق تناسبية، يتبعها مرحلة تسوية، بتحويل المبالغ النقدية للبنك المركزي ومن ثم تصدر الصكوك للمؤسسات المستثمرة، وتُوثّق عملية إصدار الصكوك التزام بنك البحرين المركزي بتسليم السلعة في مدة 90 يوماً مقابل حصيلة الاكتتاب (ثمن الشراء السلعة)، ويعين المستثمرون بعدها بنك البحرين المركزي وكيلاً لبيع السلعة بمجرد استلامها، ولإدارة هذه العملية يحصل بنك البحرين المركزي على تعهد من وسيط سلع (طرف آخر) بشراء السلعة في المستقبل، ولا يحصل حملة صكوك السلم على عوائد إلا عند الاستحقاق (عندما تباع السلعة للوسيط بسعر أعلى من مبلغ الاستثمار)، ويستخدم البنك المركزي البحريني بشكل رئيسي هذا النوع من الصكوك كأداة من أدوات السياسة النقدية، ويوضح الشكل التالي هيكلية صفقة صكوك السلم لبنك البحرين المركزي.



(50) IIFM, 2018, Op . Cit.

شكل (6) هيكل صفقة صكوك السلم المصدرة من بنك البحرين المركزي 2007م

(المصدر: ISRA, Islamic Financial System: Principles & Operations, 2011)

كما تشير التقارير الاقتصادية العالمية الصادرة عن شركة الخدمات المهنية PricewaterhousCoopers (PWC) أن إجمالي إصدارات دولة البحرين من الإصدارات العالمية للصكوك بلغ ما نسبته (7.15%)، وجمعت ما يزيد عن (4.656) مليار دولار أمريكي من أصل 7 إصدارات خلال عام 2015م. وفيما يتعلق بالإصدارات السيادية فإن دولة البحرين أصدرت مجموعة من الصكوك بلغت قيمتها (252) مليون دولار أمريكي خلال الربع الثاني من عام 2016م، ويعتبر البنك المركزي البحريني أحد أهم المؤسسات الفعّالة في إصدار الصكوك بمنطقتي الخليج والشرق الأوسط[51].

خامساً: التجربة السودانية

تعتبر تجربة إصدار الصكوك في دولة السودان تجربة رائدة ومميزة، خاصة في مجال صناعة الصكوك السيادية، والتي كانت من بين أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة، وتمويل الأصول والمشاريع الحكومية، وتصلح في نفس الوقت لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، حيث تعتبر الصكوك من ضمن أهم أدوات السياسة النقدية لدى بنك السودان المركزي، وتحتل السودان المرتبة الثامنة من حيث إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك.

وتنفرد تجربة السودان عن غيرها في مجال الصكوك، من حيث استخدامها لصيغ تمويلية مبنية على المشاركات، لذا فإنها عادة ما توصف بأنها أكثر خطورة، ومن أمثلتها شهادات المشاركة الحكومية (شهامة) Government Musharaka Certificates (GMC)، وهي عبارة عن صكوك تصدرها وزارة المالية والاقتصاد بالسودان على أساس عقد المشاركة، وتمثل حصصاً محددة في ملكية صندوق استثماري يضمن أصولاً حقيقية، ويتم إصدارها بواسطة الحكومة لصالح المستثمرين مقابل حقوق ملكيتهم في عدد من المؤسسات الاقتصادية المنتجة في الدولة. كما أصدرت السودان أيضاً صكوك

(51) https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/banking-capital-markets.html/

الاستثمار الحكومية (صرح)، وهي صكوك مبنية على المضاربة (أكثر صيغ التمويل الإسلامي خطورة) تصدرها وزارة المالية والاقتصاد نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي، من خلال شركة السودان للخدمات المالية، وتُستخدم إيراداتها في تمويل مشروعات البنية التحتية والقطاعات الاقتصادية المختلفة.

وعلى تتبع خطوات مسيرة هذه التجربة والتي انطلقت بعد إصدار حكومة السودان في عام 1995م قانون صكوك التمويل، والذي على أساسه قام بنك السودان المركزي من إصدار شهادات مشاركة (شمم). ثم أصدرت وزارة المالية في مايو من عام 1999م شهادات المشاركة الحكومية شهامة (GMC)(52) بهدف تمويل العجز في الموازنة العامة عن طريق شركة السودان للخدمات المالية، وتعتبر شهادات شمم وشهامة الأكثر تداولاً في سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث شكلت (59%) من حجم التداول في السوق خلال عام 2007م، كما قامت حكومة السودان خلال عام 2003م بإصدار صكوك الاستثمار الحكومية بقيمة (6) مليار دينار سوداني قابلة للتداول وفق صيغ متنوعة، وطرحها للاكتتاب العام، وتقوم شركة الخدمات المالية السودانية بإدارتها نيابة عن الحكومة، وتمثل هذه الصكوك حصصاً في ملكية مشروعات حكومية محددة، وقيمتها تتوقف على أداء المشاريع الممولة. أيضاً من بين أهم الإصدارات السيادية في دولة السودان شهادات (شهاب) وهي صكوك مبنية على عقد الإجارة تم استخدامها كأحد المصادر الهامة في تمويل مشروع سد مروي التابع لحكومة السودان(53).

وعلى الرغم من وجود بعض جوانب القصور في تجربة الصكوك السودانية، إلا أنها تعتبر محاولة جادة في مجال الصناعة المالية الإسلامية، لكونها امتدت لأكثر من عقد من الزمان، حيث أسهمت بشكل كبير في تثبيت دعائم سوق الخرطوم للأوراق المالية، مما أدى ذلك إلى انعكاس آثاره الإيجابية على الاقتصاد السوداني، إضافة إلى الدور التنموي الذي قدمته الصكوك في معالجة العجز في الموازنة العامة لدولة السودان(54).

المطلب الثاني: تطور حجم إصدارات الصكوك في العالم

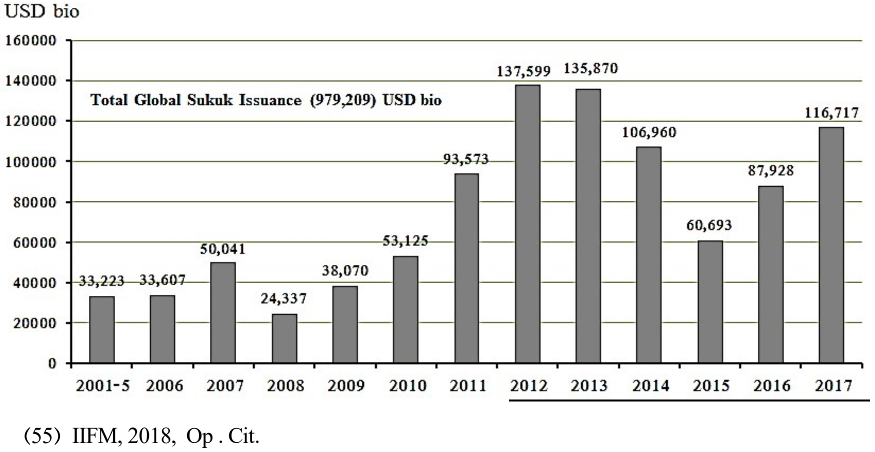
---

(52) توفر شهادات شهامة فرص استثمار حقيقية للأفراد والمؤسسات وتتيح لحاملها المشاركة في الأرباح التي تتحقق من أعمال الشركات المكونة للصندوق الاستثماري الذي أصدرت مقابله الشهادات، وتصفى هذه المشاركة بعد عام من شراء الشهادات ويحصل حامل الشهادة على قيمتها ونصيبه من الأرباح التي تتحقق.

(53) فضل، عبد الله، محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم التكنولوجيا، 2012م.

(54) المرجع السابق.

تعكس التجارب والممارسات الدولية التي تم تناولها في الجزء الأول النجاحات التي حققتها الصكوك الإسلامية على الصعيد العالمي، والقبول الكبير، والتوسع الكمي الذي تشهده الصكوك في الأسواق العالمية، وقد حققت الصكوك نمواً كبيراً متسارعاً فاق التوقعات، وارتفع حجمها الإجمالي إلى ما يعادل (979,209) مليار دولار أمريكي خلال الفترة ما بين عام 2001 إلى ديسمبر 2017م[55]، وقد شهد عاما (2012 ؛ 2013) أكبر حجم من الإصدارات الدولية للصكوك، حيث بلغ حجم إصدارات الصكوك خلالهما إلى ما يقرب من (273.469) مليار دولار أمريكي، وشكلت نسبته (32.59%) من إجمالي حجم الإصدارات خلال الفترة، غير أن سوق الصكوك قد سجل انخفاضاً ملحوظاً في حجم الصكوك المصدرة خلال عامي (2014 ؛ 2015)؛ ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى الخطوة الاستراتيجية التي اتخذتها ماليزيا لوقف إصدار صكوك الاستثمار قصير الأجل (قررت هيئة الرقابة الشرعية للبنك المركزي الماليزي عن توقف عمليات إصدار الصكوك المبنية على أساس حسابات القبض للمداينات، والتي تشكل نسبة كبيرة من إصدارات البنك المركزي الماليزي أكبر مصدِّري الصكوك في العالم)، ومع بداية عام 2016م شهد سوق الصكوك هدوءاً واستقراراً، ويرى المحللون أن السبب في ذلك يَكمُن في ردة الفعل التي اتخذتها دول الخليج على وجه التحديد مع تراجع أسعار النفط الخام (سياسات التقشف، وتخفيض حجم الإنفاق الحكومي، وتقليص المشاريع) لمواجهة التوقعات في عجز الموازنة للدولة، وهذا ما أشارت إليه وكالة استاندرد آند بورز للتصنيف الائتماني، بأن وتيرة واطراد نمو إصدار الصكوك معرضة للإبطاء بسبب التغيرات غير المستقرة في الاقتصاد العالمي، غير أن آفاق الصكوك على المدى المتوسط والطويل إيجابية، وتعكس تحسناً تدريجياً بسبب زيادة النشاط في أسواق أخرى مثل إندونيسيا وتركيا وباكستان.



(55) IIFM, 2018, Op . Cit.

شكل (7) حجم إصدارات الصكوك العالمية من يناير 2001 – ديسمبر 2017م

(المصدر: IIFM, Sukuk Report (7rd Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 2018)

وتشير التقارير الصادرة عن السوق المالية الإسلامية الدولية 2016 ,5th Edition) International Islamic financial Market (IIFM) ، أن إصدارات الصكوك القائمة على المرابحة احتلت المركز الأول من حيث حجم الإصدارات، وبلغت (51.876) مليار دولار أمريكي، كما احتلت الصكوك المبنية على المشاركات، والصكوك المبنية على التأجير المرتبة الثانية والثالثة من حيث حجم الإصدارات، وعلى نحو (47.014)؛ (34.715) مليار دولار أمريكي على التوالي، وتوزعت باقي الإصدارات على الأنواع الأخرى من العقود بنسب متفاوتة[56].

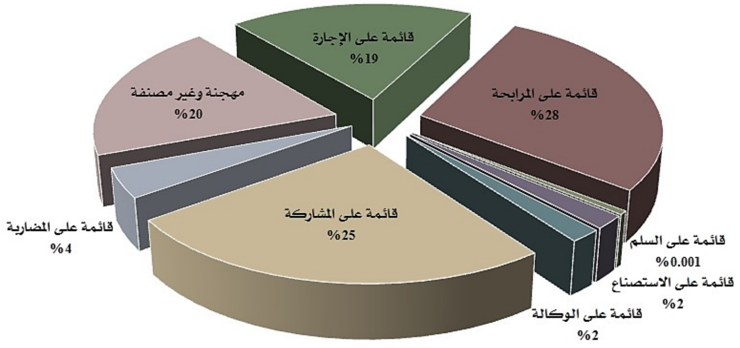
جدول (1) إصدارات الصكوك بحسب العقود الشرعية خلال الفترة (2001– 2015)•

هيكلة الصكوك المصدرة	قائمة على الإجارة	قائمة على المرابحة	قائمة على السلم	قائمة على الاستصناع	قائمة على الوكالة	قائمة على المشاركة	قائمة على المضاربة	مهجنة وغير مصنفة
حجم الإصدار	34.715	51.876	1.00	3.469	3.407	47.014	7.721	36.280
النسبة %	% 19	% 28	% .001	% 2	% 2	% 25	% 4	% 20.22

- الوحدة: (USD bio)
- (المصدر: IIFM, Sukuk Report (5rd Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 2016)[57].

(56) International Islamic financial Market (IIFM), Sukuk Report (5rd Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 2016.

(57) وبتصرف من الباحثين.



شكل (8) الحصة السوقية للصكوك المصدرة خلال الفترة (2001– 2015)

(الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 1)

كما لوحظ خلال السنوات الأخيرة توسعاً جغرافياً في إصدارات الصكوك الإسلامية، حيث لم تعد حكراً على الدول الإسلامية فحسب، بل امتدت عملية إصدار الصكوك لتشمل الدول غير الإسلامية أيضاً مثل الهند، وروسيا، وبريطانيا، وسنغافورة، والولايات المتحدة الأمريكية، ووصل عدد الدول المصدرة للصكوك حتى نهاية عام 2017 إلى ما يقرب من (34) دولة[58].

جدول (2) إصدارات الصكوك بحسب الدول خلال الفترة (2001– 2017)*

الدولة	عدد الإصدارات	المبلغ بالمليون دولار	النسبة
ماليزيا	5,711	612,305	%62.53
المملكة السعودية	122	95,215	%9.72
الإمارات العربية المتحدة	110	71,895	%7.34
إندونيسيا	244	62,816	%6.41
البحرين	392	27,720	%2.83
قطر	30	25,851	%2.64
تركيا	183	19,783	%2.02
السودان	30	19,559	%2.00
باكستان	83	15,930	%1.63

(58) IIFM, 2018, Op . Cit.

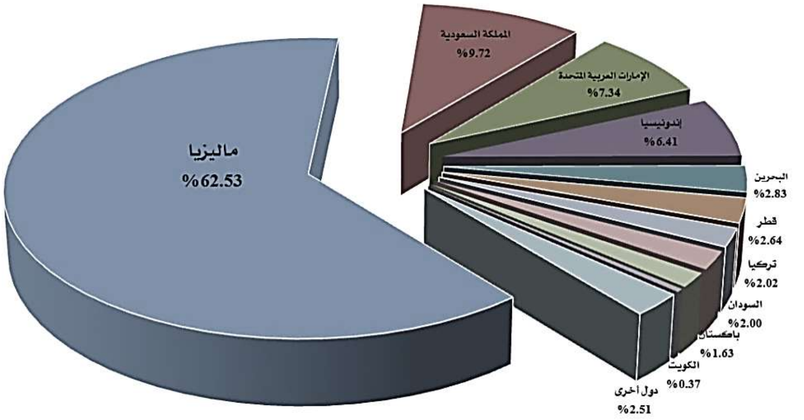
الكويت	18	3,658	%0.37
عُمان	7	3,523	%0.36
دول أخرى	428	20,954	%2.15

- (المصدر: IIFM, Sukuk Report (7rd Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 2018)[59].

وعلى الرغم من أهمية هذا الانتشار، إلا أن سوق الصكوك لا يزال يتمركز بشكل واضح في ماليزيا، ودول الخليج العربي، حيث نجد أن ماليزيا أصدرت ما قيمته (612,305) مليار دولار خلال السنوات الماضية، وبهذا تحتل المركز الأولى على مستوى الدول المصدرة للصكوك الإسلامية، وتستحوذ (ومن غير منافسة) على ما يزيد عن (62 %) من الحصة السوقية للصكوك العالمية، واحتلت المملكة العربية السعودية المركز الثاني من حيث حجم الإصدارات على المستوى الدولي، والمركز الأول من بين دول مجلس التعاون الخليجي بإجمالي إصدارات يبلغ (95,215) مليار دولار، تلتها دولة الإمارات (71,895 مليار دولار)، ثم إندونيسيا (62,816 مليار دولار) والبحرين (27,720 مليار دولار) وقطر (25,851 مليار دولار)، وشكلت إصدارات بقية الدول الأخرى ما يقرب من (83,407) مليار دولار. ومن الواضح أن سوق الصكوك بدأ يستعيد نموه في سنة 2016م ليصل مجموع إصداراته (87,982) مليار دولار أمريكي، وارتفع نمو الصكوك خلال سنة2017 م إلى ما يعادل (979,209) مليار دولار أمريكي، بمعدل نمو قدره (32.74%)، ويرجع هذا التحسن في سوق الصكوك بشكل رئيسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من قبل المملكة العربية السعودية، إلى جانب الإصدارات في دول شرق آسيا، ودول الخليج العربية، وبعض دول الشرق الأوسط[60].

(59) وبتصرف من الباحثين.

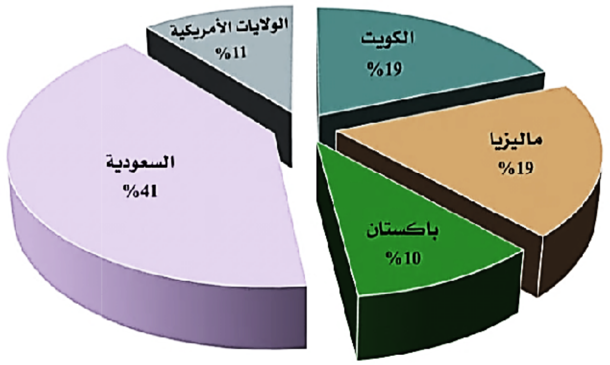
(60) IIFM, 2018, Op . Cit.



شكل (9) الحصة السوقية للصكوك المصدرة في السوق بنهاية عام 2017 م

(الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم 2)

وفي ختام هذا التحليل، تجب الإشارة لبعض الحقائق الأخرى الموجودة على أرض الواقع، فعلى الرغم من النجاح الملحوظ في مسيرة نمو وتطور صناعة الصكوك، وقدرتها على مواجهة تداعيات انهيار الأسواق المالية الغربية (وبشكل خاص تلك الانهيارات التي صاحبت حدوث الأزمة المالية العالمية سنة 2008م)، ومع ذلك فقد شهدت السوق المالية الإسلامية إفلاس العديد من الصكوك. فبالاستناد إلى بيانات قاعدة المؤسسات المالية الدولية للصكوك، والتي تشير بأن حالات إفلاس الصكوك بلغت نحو (1,56) مليار دولار أمريكي بنهاية شهر أبريل من سنة 2010م، موزعة على نحو ستة عشر إصداراً، وأن معظم هذه الحالات تعود لشركات سعودية بنسبة (41%). تليها إفلاس مصدر صكوك بدولة الكويت وماليزيا بنسبة (19%)، وأخرى لحالات إفلاس مصدري صكوك بالولايات المتحدة الأمريكية وباكستان[61]، ويوضح الشكل (11) حصة السوق المختلفة لحالات إفلاس الصكوك.



(61) ISRA, 2011, Op . Cit.

شكل (10) توزيع إفلاس الصكوك حسب البلدان في نهاية شهر أبريل من سنة 2010 م

(المصدر: ISRA, Islamic Financial System: Principles & Operations, 2011)

الخاتمة:

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز التطورات الحديثة في النظام المالي الإسلامي، وتوصف بالقضية الأكثر أهمية وحيوية، خصوصاً بعد تنامي الاهتمام العالمي بأدوات سوق رأس المال الإسلامي، وزيادة الحصة السوقية لها سواءً بالاستثمار أو التمويل، ويتوقع أن تكون الصكوك من أفضل وسائل جذب المدخرات، وتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار.

كما يشير التنوع في إصدارات الصكوك إلى أن هذه الأداة أصبحت بقيمة مضافة أعلى، وأن استخدامها يعتبر أفضل نسبياً من استخدام أدوات الدين التقليدية، وهذا ما تؤكده العديد من التجارب الدولية الرائدة في مجال إصدار الصكوك، ولعل من أهمها تجربة البنك الإسلامي للتنمية الذي يعتبر نقطة مرجعية هامة في مجال إصدار الصكوك، بالإضافة إلى تجربة ماليزيا، وتجربة دول الخليج، ودولة السودان، خاصة فيما يتعلق بالصكوك السيادية، وأيضاً من خلال تطور حجم إصدارات إلى نحو(979,209) مليار دولار أمريكي، وتنوع هياكل إصداراتها في الأسواق الدولية، وهو ما يشير إلي زيادة حجم السيولة لدى المستثمرين، ورغبتهم المتزايدة في الاستثمار في هذا النوع من الأدوات.

وعلى الرغم من التطلعات الإيجابية للصكوك الإسلامية؛ إلا أن العديد من التحديات لازالت تواجه سوق الصكوك، ومن بينها القصور في درجات الشفافية، ومستوى المخاطر الشرعية الناتجة عن تخفيف مستوى الدعم بالأصول، وتلك المتعلقة بتسهيلات السيولة

والتعهد بالشراء، بالإضافة إلى تعدد المعايير والمقاييس والاختلافات في طرق التعامل، ومحدودية التداول، ونقص السيولة في السوق الثانوية.

وتأسيساً على ما سبق فإن الدراسة تقدم التوصيات التالية:

- العمل على إيجاد نموذج موحد للصكوك، وإقرار مبادئ إرشادية شاملة تكون مرجعاً للهيئات الشرعية في كل المؤسسات المعنية بإصدار الصكوك، بما يضمن توحيد الممارسات عبر الدول، وبشكل يسهم في تطوير صناعة الصكوك وترسيخها عالمياً.

- دعم المشرعين لتطوير أسواق رأس المال الإسلامية وأسواق الصكوك، والعمل على تطوير أساليب وممارسات السوق في جانبي الطلب والعرض، وتطوير أنظمة التداول بها لمجابهة التحديات التي تواجه محدودية تداول الصكوك.

- العمل على تعزيز ثقة المستثمرين والمتداولين في الصكوك من خلال إيجاد إطار فعَال للحوكة الشرعية يضمن انسجام منتجات الصكوك بجميع أنواعها بمبادئ الشريعة، وأن تلتزم المؤسسات المالية المعنية بإصدار الصكوك بالمتطلبات التنظيمية المتصلة بمسألة الإفصاح والشفافية.

- وأخيراً يوصي الباحثان، وبدرجة من الأهمية إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث العلمية المستقبلية في مجال الصكوك، خاصة فيما يتعلق بأساليب تقييم الجدارة الائتمانية للشركات المصدر للصكوك، والبحث في نظرية تسعير منتجات الصكوك، وتصميم هياكلها وتطويرها.

قائمة المراجع

- المرزوقي، أحمد صالح، تجربة الصكوك في الإمارات العربية المتحدة: الصكوك الوطنية أنموذجاً، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، المملكة الأردنية الهاشمية، 12-13 تشرين الثاني 2013م.
- لعمش، أمال، وشرفي سارة، أهمية منتجات الهندسة المالية في صناعة المصرفية الإسلامية: تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الهندسة المالية، جامعة فرحات عباس، الجزائر، 5-6 مايو 2014م .
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم (17)، صكوك الاستثمار، 2015م.
- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المعيار رقم (7)، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، 2009م.
- رفيق، شرياق، الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية: التجربة الماليزية والسودانية، بحث مقدم إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، 12- 13 نوفمبر/2013م.
- الدماغ، زياد جلال، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012م، ط (1)
- جدي، ساسية، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية: دراسة حالة ماليزيا والسودان، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015م.
- قندوز، عبد الكريم، تحليلات لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها: دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية، بحث مقدم إلى مؤتمر كليات إدارة

الأعمـال بجامعـات دول مجلـس التعـاون الخليجـي، جامعـة الملـك سـعود، الـرياض، السعودية، 16-17 فبراير، 2014م.

- المطلق، عبد الله بن محمد، الصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 24-25 مايو 2010م.
- المنيـع، عبـد الله سـليمان، الصـكوك الإسـلامية تجـاوزاً وتصـحيحاً، نـدوة الصـكوك الإسلامية، جدة، 24- 25 مايو/2010م.
- فضـل، عبـد الله، محـددات إصـدار صـكوك الاسـتثمار الإسـلامية مـن قبـل منظمـات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم التكنولوجيا، 2012م.
- محيسن، فؤاد محمد، الشركة ذات الغرض الخاص، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 21، العدد 1، 2013م.
- قرار المؤتمر الوطني العام رقم 4 لسنة 2016م بشأن قانون الصكوك، طرابلس، ليبيا.
- مجمـع الفقـه الإسـلامي الـدولي، قـرار رقـم 137 (3/15) بشـأن صـكوك الإجـارة، منظمـة المؤتمر الإسـلامي، الـدورة (15)، 14-19 المحرم 1425هـ، الموافـق 6-11 آذار (مارس)، 2004م.
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، قرار رقم 30 (3/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاســتثمار، منظمــة المــؤتمر الإســلامي، الــدورة (4)، 18-23 جمــادي الآخــرة 1408هــ، الموافــق لــ 6-11 شــباط/ فبرايــر 1988م، جــدة، المملكــة العربيــة السعودية، مجلة المجمع الفقه الإسلامي، العدد 45، 1408هـ، 1988م.
- السـحيباني، محمد إبـراهيم، هيكليـة الصـكوك الإسـلامية: عـرض مقـدم لحلقـة نقـاش الصكوك الإسلامية التي تنظمها وحدة البحوث بكلية الشريعة، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2008م.

- البقمي، نجلاء مُحَمَّد، مخاطر الصكوك وآليات التحوط منها، دراسة تطبيقية لصكوك شركة متعثرة، رسالة ماجستير مدعومة من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2013م.
- نزيه حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، دار القلم، دمشق، سوريا، 2007م، ط 1.
- بن عمارة، نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية: تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، مجلة الباحث، العدد 9، 2011م.
- الحنيطي، هناء مُحَمَّد، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة بنك دبي الإسلامي، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، المجلد 42، العدد 2، 2015م، ص 553-565.
- International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Islamic Capital Markets: Principles & Operations, 2015.
- International Islamic financial Market (IIFM), Sukuk Report (5rd Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 2016.
- International Islamic financial Market (IIFM), Sukuk Report (7rd Edition) A Comprehensive study of the Global Sukuk Market, 2018.
- International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Islamic Financial System: Principles & Operations, 2011.
- Haneef, R. From Asser-backed to asset light Structures: The Intricate of Sukuk ISRA

International journal Islamic Finance, 2009, 103-126.

- http://www.isdb.org/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://26564d04a363faea61b5b77528c0dbac&guest_user=idb_ar
- islamicfinance.com/islamic-finance-uae
- https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/banking-capital-markets.html