

## أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية

أ/كتاف شافية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة سطيف 1

### المستخلص

تُعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، ومن وسائل جذب المدّخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة، لتمويل مختلف المشروعات التنموية والحيوية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية وبطرق مشروعة، كما أنها تعتبر من الأدوات المالية الإسلامية التي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة ومميّزة في الأسواق المالية في مختلف دول العالم الغربي والإسلامي. وتأتي هذه الورقة البحثية لتوضيح مختلف جوانب الصكوك الإسلامية مع تسليط الضوء على أهميتها الكبيرة ودورها الهام في تنشيط وتطوير الأسواق المالية.

### Abstract

*Islamic Sukuk are considered as one of the most significant products in the Islamic finance industry as well as one of the best means of attracting real savings and raising the required funds to finance in a legal way the various and vital development enterprises with economic and social importance. They are also one of the Islamic finance instruments that have held a significant position all around the world. The present paper aims to reveal the different aspects of Islamic Sukuk while shedding light on their vital importance and significant role in stimulating and developing the financial markets.*

### مقدمة

لقد استطاع قطاع الخدمات المالية الإسلامية من التغلّب وبجدارة على تداعيات الأزمة المالية العالمية وتبعاتها، حيث تمكّن في السنوات الأخيرة من تحقيق إنجازات كبيرة ونجاحات عديدة، حيث زادت وارتفعت قيمة الأصول الإسلامية العالمية لتصل إلى نحو 1548 تريليون دولار بنهاية سنة 2012، بعد أن كانت 150 مليار دولار في منتصف تسعينيات القرن الماضي.

ويرجع سبب نمو وتطور قطاع الخدمات المالية الإسلامية، إلى الطلب المتزايد والإقبال المستمر وتفضيل المنتجات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة في الأسواق الإسلامية والتقليدية، ومن أهم هذه المنتجات الصكوك الإسلامية، التي تمثل مكوناً أساسياً وعنصراً رئيساً لسوق رأس المال الإسلامي الذي يُعد الهيكل الثاني بعد الأسهم، فهي تُعتبر من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي تمكّنت من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم الغربي والإسلامي على حدٍ سواء، وصارت متاحة للجميع سواء كانوا أفراداً أم شركات أم حكومات في مختلف أنحاء العالم.

ورغم أنّ الصكوك الإسلامية ظهرت كواحدة من الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة خلال السنوات القليلة الماضية، إلا أنّها شهدت انتشاراً وإقبالاً واسعاً في مختلف دول العالم، وتمكّنت على مر السنوات الماضية من تحقيق نجاحات عديدة وفقرات نوعية من حيث العوائد، كما شهدت السوق العالمية للصكوك رواجاً كبيراً، حيث تنامت وآنست بصورة كبيرة وحققت أرقام قياسية خلال السنوات الأخيرة.

ولذلك تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي سيكون لها دور كبير في تفعيل وتطوير الأسواق المالية، من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة السوق الأولية للأسواق المالية وتنشيط وتطوير أسواقها الثانوية، ومن هنا تطرح إشكالية البحث الأساسية:

### إلى أي مدى يمكن للصكوك الإسلامية أن تساهم في تنشيط وتطوير الأسواق المالية؟

فرضيات الدراسة: تتبنّى هذه الدراسة الفرضية التالية:

– يساهم وجود وتنوع الصكوك الإسلامية المنضبطة بالضوابط الشرعية إصداراً

وتداولاً، في تعميق وتطوير الأسواق المالية.

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة للوصول للأهداف التالية:

- توضيح مفهوم الصكوك الإسلامية والوقوف على أهم خصائصها ومزاياها الكثيرة وأنواعها العديدة؛
- إبراز مختلف القواعد والضوابط القانونية والشرعية التي تنظّم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية؛
- إلقاء نظرة عامة وشاملة على سوق الصكوك الإسلامية، للوقوف على مدى نموّها وتطورها خصوصاً في السنوات الأخيرة؛
- إبراز أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تنشيط وتفعيل وظيفة الأسواق المالية؛
- تسليط الضوء على واقع الصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بعض الأسواق المالية العربية والعالمية؛
- محاولة تبيان أهم المعوّقات والصعوبات التي تحول دون تطوّر الصكوك الإسلامية ونجاحها وانتشارها بالدرجة التي هي عليها السندات التقليدية.
- منهج الدراسة: من أجل اختبار فرضية البحث وتحقيق أهداف الدراسة، فإنّ الأسلوب المناسب لهذه الدراسة هو: الأسلوب الوصفي التحليلي، الذي يقوم على تجميع البيانات والمعلومات المرتبطة بالصكوك الإسلامية والأسواق المالية، لغرض دراستها وتحليلها بشيء من التفصيل، باستخدام وسائل وأدوات إيضاحية مختلفة: كالجداول التوضيحية والأشكال والمنحنيات البيانية، للوصول إلى نتائج واضحة ودقيقة ويمكن تعميمها.

محاور الدراسة: لغرض الإجابة على إشكالية البحث الأساسية، ستم معالجة العناصر التالية:

### أولاً: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظرًا لما تختص به من خصائص ومزايا عديدة تميّزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، بالإضافة إلى أنواعها الكثيرة والعديدة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

#### 1 - مفهوم الصكوك الإسلامية:

الصكوك جمع صك، والصَّك في لغة العرب: الضرب، يُقال: صكَّ فلانٌ فلانًا أي ضربه<sup>(1)</sup>. وقد يُقصد بالصَّك: الكتاب، وجمعه: أصك وصكوك وصكاك، وعلى هذا المعنى فاللَّفْظ فارسي معرَّب (2).

وقد يُراد بالصك: "وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه"<sup>(3)</sup>. وبالتالي، فالصَّك هو ورقة مكتوبة تثبت لملكها حقًا في مال، وفي اصطلاح الفكر المالي التقليدي يُطلق لفظ الصك كأحد الأوراق المالية.

وعرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية - المعيار الشرعي رقم (17) - الصكوك الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة، تُمثّل حصصًا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدّرت من أجله"<sup>(4)</sup>.

وقد ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، أنّ الصكوك الإسلامية هي: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تُمثّل حصصًا شائعة في ملكية موجودات أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"<sup>(5)</sup>.

ومن التعريفين السابقين، يمكن القول أنّ الصكوك الإسلامية هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تُمثّل حصصًا شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحرّرة بها، ويشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط المتفق عليها والخاصّة بكل إصدار، كما أنّها قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تُمثّل نقدًا أو دينًا محضًا، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية المعروفة.

#### 2 - خصائص الصكوك الإسلامية: تتميّز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة، يمكن

توضيحها فيما يلي:

أ- الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: تتضمن الحصّة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يُموّل من حصيلة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها؛

ب- الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنّها تمثّل حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية (6).

ج- الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصّة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمّل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك (7)، وينبغي عليه تحمّل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ العُثم بالغرم.

د- قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أم هبةً أم رهناً<sup>(8)</sup>. غير أنّ قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلّا بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنّها تمثّل دين في ذمة الغير، ولأنّه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلّا إذا تمّ تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المربحة<sup>(9)</sup>.

ه- الصكوك منضبطة بالضوابط الشرعية: لاشك في أنّ الصكوك الإسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية<sup>(10)</sup>، كما أنّها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة الذي يختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثّله.

3- أنواع الصكوك الإسلامية: تتنوّع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة التي تربط بين الأطراف المختلفة لهذا الصك، وقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك، غير أنّ الصكوك الأكثر انتشاراً وازدهاراً يمكن توضيحها في ما يلي:

أ- صكوك المشاركة: تُعرف صكوك المشاركة بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود

المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكًا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتُدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار<sup>(11)</sup>. ويُعتبر مُصدِر صكوك المشاركة هو من طالب بالمشاركة معه في مشروع أو نشاط معين، والمكتسبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وبالتالي فالجهة المصدرة تُعتبر شريكًا لمجموعة المستثمرين والمكتسبين حملة الصكوك في وعاء الشركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصّة المكتسبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة هذه الصكوك موجودات الشركة بغنمها وعرمها<sup>(12)</sup>. ويتحدّد أجل صكوك المشاركة بالمدة المحدّدة للمشروع أو النشاط محل عقد المشاركة، ويحصل حملة هذه الصكوك على حصّة من الأرباح بنسبة ما يملكونه من صكوك، وفي المقابل يتحمّلون الخسارة بمقدار مساهمتهم.

**ب- صكوك المضاربة:** تُعرف صكوك المضاربة بأنّها: "وثائق مشاركة تمثّل مشروعات أو أنشطة، تُدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها"<sup>(13)</sup>.

فصكوك المضاربة عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يُصدرها المضارب والمكتسبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة الذي يُستثمر في مشروع أو نشاط معين أو في مجموعة أنشطة ينجّرها المصدر المضارب على أساس عقد المضاربة الشرعية، على أن يتم تقسيم الأرباح المحقّقة وفقًا لنسب معيّنة، أمّا الخسارة فيتحمّلها حملة الصكوك أرباب المال وذلك ما لم يُقصر المضارب أو يُهمل.

وينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار جميع شروط عقد المضاربة، من حيث بيان موضوع النشاط ومدته، والأرباح المتوقّعة منه، وطريقة توزيعها بين المضارب وحملة الصكوك<sup>(14)</sup>، وحدود سلطات المضارب ونوع المضاربة من حيث الإطلاق والتقييد، والصّفة الشرعية لمصدر صكوك المضاربة هل يُصدرها باعتباره مضاربًا، أو يُصدرها نيابةً عن مضاربٍ آخر يستثمر حصيلتها، وجميع شروط الإصدار الأخرى<sup>(15)</sup>.

**ج- صكوك الإجارة:** تُعتبر من أشهر أنواع الصكوك، وتُعرف بأنّها: "وثائق ذات قيمة متساوية، تمثّل ملكية أعيان مؤجّرة أو منافع أو خدمات، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرّفته الشريعة الإسلامية"<sup>(16)</sup>.

فصكوك الإجارة هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تمثّل حصصًا شائعة في ملكية أعيان معمّرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثّل عددًا متماثلًا من وحدات خدمة موصوفة تقدّم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، فهذه الصكوك تمثّل أعيان معمّرة أو ملكية خدمات مستقبلية<sup>(17)</sup>.

**د- صكوك الاستصناع:** هي عبارة عن: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام

حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك"<sup>(18)</sup>.

والجدير بالذكر أن المُصدِر لصكوك الاستصناع هو الصّانع (البائع) والمكتتبون فيها هم

المشتررون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين

المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد<sup>(19)</sup>.

وقد تُستخدم حصيلة الصكوك في تصنيع الأصل مباشرةً، أو عن طريق عقد استصناع موازٍ

مع صانع آخر يقوم بتصنيع الأصل بتكلفة أقل للاستفادة من فرق الثمنين باعتباره ربحاً للمالكي

الصكوك<sup>(20)</sup>، فحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك بالإضافة إلى الربح الذي

يمثل الفرق بين تكلفة تصنيع الأصل والثمن الذي بيع به للمستصنع.

**ه- صكوك السلم:** تُعرف صكوك السلم بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها

لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك"<sup>(21)</sup>.

فالمُصدر لصكوك السلم هو البائع لسلعة السلم كالقطن أو القمح أو السكر بكميات كبيرة

أو منتجات صناعية كالآلات والمعدات، والمكتتبون فيها هم المشتررون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب

هي ثمن سلعة الشراء (رأس مال السلم) الذي يُدفع للمسلم إليه عند التعاقد، على أن تُقبض سلعة

السلم في الأجل المحدّد وبالمواصفات المتفق عليها لغرض إعادة بيعها بربح، ويمثل الصك الصادر

لتمويل صفقة سلم معيّنة حصّة في سلعة السلم، وهي دين سلعي في ذمة المسلم إليه أي البائع الذي

يلتزم بتسليمه لمشتريه من إنتاجه أو من إنتاج غيره<sup>(22)</sup>.

ويمكن للمصرف الإسلامي بصفته وكيلًا عن المُصدِر، تنظيم إصدار صكوك السلم مقابل

عمولة، ويقوم بصفته مديرًا للإصدار بتنفيذ العقد، فيعقد السلم الموازي لبيع سلعة بنفس

مواصفات السلعة المشتراة سلمًا ويقبض ثمنها عند التعاقد، ويبيع سلعة السلم بعد قبضها أو يسلمها

للمشتري في السلم الموازي ويوزّع الحصيلة على حملة الصكوك، وبالتالي يكون حق حملة الصكوك

مؤجلاً إلى حين استلام السلعة من المسلم إليه وبيعها إلى آخر، ثم تُصفّى الصكوك بالحصول على

المبلغ الأصلي إضافةً إلى الربح الناتج عن بيع السلعة<sup>(23)</sup>.

**و- صكوك المربحة:** تُعرف صكوك المربحة بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، يتم

إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة، وتصبح سلعة المربحة مملوكة لحملة الصكوك"<sup>(24)</sup>.

فالمُصدِر لصكوك المربحة هو البائع لبضاعة المربحة، والمكتتبون فيها هم المشتررون لهذه

البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المربحة

ويستحقون ثمن بيعها<sup>(25)</sup>.

ولذلك فإنّ نشرة إصدار صكوك المربحة تتضمن وعدًا ملزمًا من مُصدرها أو وكيله الذي ينوب عنه، بشراء بضاعة بمواصفات معيّنة وبثمنٍ محدّد مع ربح معلوم يكون مبلغًا مقطوعًا أو نسبة محدّدة من تكاليف البضاعة يُدفع في مواعيد محدّدة، وذلك بعد تملك البضاعة وقبضها.

### ثانياً: ضوابط وقواعد إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

نظرًا للإقبال المتزايد والانتشار السريع للصكوك الإسلامية، التي تُعد من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة في أسواق المال العالمية، وأصبحت مُتاحة للجميع أفراد وشركات وحكومات في مختلف الدول، كان من اللازم أن تخضع للعديد من الأسس والقواعد والضوابط التي تنظّم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، والتي يمكن تلخيصها في ما يلي:

#### 1 - أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية: يُعتبر وجود الإطار

التشريعي في غاية الأهمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية، وذلك نظرًا للعوامل التالية:

أ. تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية مستحدثة، ولذلك فهي تحتاج إلى ضرورة صياغة ووضع الإطار التشريعي لها، لضمان تنظيم التعامل بها وتوحيد أسس المعاملات بهذه الأداة حتى لا تتعدّد وتختلف وجهات النظر، ويكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني والعملي؛

ب. تجذب الصكوك الإسلامية الفوائض المالية لجمهور عريض من أفراد المجتمع وكذلك الشركات والمؤسسات، فهي تُعد وعاء عام توظّف فيه أموال المجتمع، يتطلّب توفير حماية له تتناسب مع طبيعته وعموم التعامل به بين الأفراد والمؤسسات، وقد جرى العرف القانوني والعملي على توفير الحماية القانونية لمثل هذا الوعاء حفاظًا على أموال المجتمع؛

ج. تنوّع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بحسب العقد الذي تتأسس عليه: كالمضاربة والإجارة والاستصناع، كما أنّها تنوّع أيضًا من حيث مجال توظيفها والجهة المصدرة لها... الخ، لذلك يكون من الأهمية بمكان وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك<sup>(26)</sup>.

د. ضرورة توفير الحماية القانونية للمستثمرين في الصكوك الإسلامية، إذ لا يجوز لأي شركة أن تُصدر صكوكًا قابلة للتداول لمواجهة احتياجاتها التمويلية أو لتمويل نشاط معيّن أو عملية معيّنة أو لأي غرض آخر، إلا بموجب نظام "قانون" يحدّد الأحكام والشروط العامّة لهذه الصكوك، والإجراءات الواجب إتباعها لإصدار هذه الصكوك، وكيفية تداولها وحقوق والتزامات الجهات المصدرة والمستثمرين؛

٥. ينبغي تنظيم العلاقة بين الأطراف المختلفة للصكوك من خلال نصوص قانونية عامة، فلا يجب أن تُترك قواعد تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية مهما كان نوعها وغرضها وطرحتها للاكتتاب العام لاجتهادات الجهة المصدرة لها، فلا بد أن تكون محكمة بنظام يصدر طبقاً للإجراءات القانونية المعتمدة؛

و. لا يكفي أن تكون الصكوك الإسلامية متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك

لسببين:

— **السبب الأول:** أن الشريعة الإسلامية جاءت بمبادئ وقواعد عامة في ما يخص معظم المعاملات المالية، ومن الطبيعي أن تصدر اجتماعات عديدة للفقهاء والعلماء حول المسألة الواحدة، وتركت قواعد الشريعة الحق لولي الأمر في اختيار الرأي الفقهي الذي يراه مناسباً ومحققاً للمصلحة العامة، وأن يضع التنظيمات التفصيلية في إطار مبادئ الشريعة وقواعدها العامة على النحو الذي يتلاءم مع ظروف الزمان والمكان ومصالح الدولة والأفراد؛

— **السبب الثاني:** يُعد إصدار هذا النظام تطبيقاً للقواعد العامة المقررة في الشريعة لأهميته وضرورته، فهو الذي يحدّد أنواع الصكوك وأغراضها والتأكد من توافق هذه الصكوك وأحكام الشريعة، كما يحدّد شروط وإجراءات إصدارها وتداولها، ويحدّد أيضاً القواعد المنظمة لحملة الصكوك والجهات المصدرة لها... الخ، وكل الأسواق المالية المنظمة في مختلف الدول لا تسمح بطرح وتداول أوراق مالية إلا إذا كانت منظمة ومحكومة بقانون معين<sup>(27)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى أن الصكوك الإسلامية تختلف عن السندات التقليدية في أنها تصدر بناءً على رأي هيئة شرعية قد تكون مختلفة حتى ضمن الإصدار الواحد، لذلك لا بد من تقنين هذه العملية حفاظاً على حقوق الأطراف المختلفة للصكوك<sup>(28)</sup>.

**2- الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية:** تخضع عملية إصدار الصكوك الإسلامية للعديد من الشروط والضوابط الشرعية، لضمان خلوّها من أي خلل شرعي وللتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية، ومن أهم الضوابط الشرعية الواجب توافرها لإصدار صكوك تتفق وأحكام الشريعة ما يلي:

أ. يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من العقود الشرعية، وترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك؛

ب. تتحدّد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وهما: مُصدر الصكوك والمكتتبون فيها، وفق نوع العقد وصفته الشرعية، ويُقصد بعقد الإصدار: "العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، حيث أن كل إصدار يجب أن



يستند على عقد من العقود الشرعية تتوافر فيه أركان وشروط هذا العقد وترتب عليه أحكامه وآثاره، وهذه العقود قد تكون بيعاً أو إجارةً أو مباحةً أو مشاركةً أو مضاربةً أو استصناعاً...، وقد يكون خليطاً من هذه العقود أو عقداً جديداً ملتزماً بالضوابط الشرعية، وينعقد عقد الإصدار بإيجاب من مُصدر الصكوك وقبول من المكتتبين فيه، ويوجّه الإيجاب من خلال نشرة الإصدار التي تتضمن جميع أركان وشروط العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه<sup>(29)</sup>.

**ج.** أن يمثل الصك ملكية حصّة شائعة في المشروع الذي أُصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته وترتب عليها جميع الحقوق والتصرّفات المقرّرة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث...، مع العلم أنّ الصكوك تمثّل موجودات المشروع العينية والمعنوية وديونها<sup>(30)</sup>.

**د.** ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار شروط التعاقد وكل المعلومات المتعلقة بالمشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، كما تتضمن شروط تعيينهم ودوافع عزلهم؛

**هـ.** ينبغي أن ينص في نشرة الإصدار على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى ضرورة وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدّته؛

**و.** يجب أن تتضمن النشرة تحديد نوع العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه كالأستصناع أو الإجارة أو...، وضرورة استثمار حصيلة الصكوك وما تتحوّل إليه الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية؛

**ز.** ينبغي أن تنص النشرة على مشاركة مالك الصك في العُثم بمقدار مشاركته ومساهمته، ويتحمّل من العُثم نسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية<sup>(31)</sup>.

**ح.** لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أو الصكوك على نص بضمان قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نصّ على ذلك صراحةً أو ضمناً بطل شرط الضمان؛

**ط.** لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أو الصكوك نص يُلزم أحد الشركاء ببيع حصته ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل، ويجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع الذي لا يتم إلا بعقد وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء وتُرضي الطرفين؛

**ي.** لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أو الصكوك نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح وتوزّع الأرباح بحسب رؤوس الأموال إن لم يتم الاتفاق على نسب التوزيع؛

**ك.** محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلّة، ويُعرف مقدار الربح إمّا بالتنقيض أو بالتنقيط للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنقيض أو التنقيط فهو الربح الذي يوزّع بين حملة الصكوك وفقاً لشروط العقد، وبالنسبة للمشروع الذي يُدر إيراداً

أو غلّة، فيجوز أن توزّع غلته، وما يوزّع على طرفي العقد قبل التنضيص (التصفية) يُعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب؛

ل. لا مانع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إمّا من حصّة الصكوك في الأرباح في حالة التنضيص الدوري، وإمّا من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزّعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر رأس المال (32).

م. يتولّى إدارة الصكوك الشركة المُصدّرة لها وذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقاً للعقد المضاربة، وقد يتفق المشاركون في الصكوك مع الشركة المُصدّرة على أن تقوم بإدارة الصكوك مقابل عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح، ويكون ذلك مستقلاً عن عقد المضاربة؛

ن. ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار بوضوح طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الشركة المُصدّرة، ولا يجوز تأخير ذلك لغاية انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك؛

س. في حالة حدوث خسارة بدون تقصير أو تعدي أو إهمال الشركة المُصدّرة التي تدير الإصدار، تكون على المشاركين وليس على الشركة التي تخسر الجهد والوقت (33).

ع. يجوز أن تتعهد مؤسسة معينة بشراء الصكوك التي لم يكتب فيها، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولة مقابل ذلك التعهد؛

ف. يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل لها، وذلك بحسب العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه (34).

3 - الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية: كون الصكوك الإسلامية أوراق مالية فالأصل أن تكون قابلة للتداول، ويُقصد بتداول الصكوك: "التصرّف في الحق الشائع الذي تمثله الصكوك، بكل طرق التصرّف الشرعية كالبيع أو الرهن أو الهبة أو غير ذلك من التصرّفات الشرعية" (35). وذلك بنفس شروط التصرف في ما تمثله هذه الصكوك، سواء كان التصرّف مع مُصدر الصكوك بإطفاء الصك أو استرداده أو مع غيره، ويخضع هذا التصرّف لإرادة طرفي التصرّف وقانون العرض والطلب (36).

ومن أهم شروط وأحكام وضوابط تداول واسترداد الصكوك بأنواعها المختلفة ما يلي:

أ. يجوز تداول الصكوك واستردادها، إذا كانت تمثّل حصّة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، وينبغي أن تُراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف قبل بدء النشاط، وأن تُراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تمّ بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل؛

ب. يجوز في الصكوك القابلة للتداول بأن يتعهد مُصدر الصكوك في نشرة الإصدار بشراء ما يُعرض عليه من هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وإتمام عملية الإصدار وذلك بسعر السوق، ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك؛

ج. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يُخالف الشرع، كالتقيد في السجلات أو المناولة إذا كانت لحاملها أو الوسائل الالكترونية<sup>(37)</sup>.

د. يتم تقويم الصك لأغراض التداول على أساس سعر السوق في السوق المالية، أو التراضي عليه بين الطرفين البائع والمشتري؛

هـ. يجوز تداول صكوك المشاركة والمضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء استثمار حصيلة الصكوك بما لا يقل عن 10% من رأس المال وحتى انتهاء أجل الصكوك وتاريخ بدء التصفية، ولا يمنع من جواز التداول ما قد يحدث خلال عمليات الاستثمار من وجود ديون أو نقود مع الأعيان والمنافع تقتضيها طبيعة الاستثمار، ولوزادت النقود والديون عن الأعيان والمنافع مادام النشاط الذي استثمرت فيه حصيلة الصكوك ليس مقصوداً به النقود أو الديون، وينطبق ذلك أيضاً على جميع صور المشاركات الدائمة أو المنتهية بالتملك تدريجياً أو في نهاية مدة المشاركة<sup>(38)</sup>.

و. يجوز تداول الصكوك التي تمثل حصّة شائعة في ملكية الموجودات المؤجّرة أو في ملكية منافع الأعيان وفق ما يتفق عليه مالك الصك ومشتريه، بعد قفل باب الاكتتاب وقيام مدير الإصدار بتوقيع عقود البيع والإجارة مع البائع والمؤجّر ودفع الثمن والأجرة من حصيلة الصكوك<sup>(39)</sup>.

ز. يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحوّلت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدّة الاستصناع، أمّا إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع مواز أو تمّ تسليم العين المصنّعة للمستصنع، فإنّ تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون؛

ح. يجوز تداول صكوك السّلم بقيمتها الاسمية في غير الطعام، وذلك للبائع سلماً ولغيره بما يتفق عليه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وتوقيع عقد السّلم مع البائع وتسليمه الثمن من حصيلة بيع الصكوك وحتى بيع بضاعة السّلم بعد قبضها، أو تسليمها للمشتري بعقد سلم مواز وإعلان تصفية العملية، وذلك على أساس أنّ دين السّلم دين سلعي وليس ديناً نقدياً كبقية الديون؛

ط. يجوز تداول صكوك بيع المربحة والبيع المؤجّل بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجّل أو يُدفع على أقساط، ويخضع لأحكام التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن وتصفية العملية، فيكون بيع الصكوك بقيمتها الاسمية وبثمن يُدفع عند التعاقد<sup>(40)</sup>.

### ثالثاً: نظرة عامة على سوق الصكوك الإسلامية

لقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية باعتبارها واحدة من المكونات الرئيسة للنظام المالي الإسلامي، وتنامى دورها لتصبح على نحوٍ متزايد أحد المنتجات المستخدمة على نطاق دولي واسع، مما أدى إلى نمو وتطور سوق الصكوك الإسلامية بشكل كبير وملحوظ في السنوات الأخيرة، ولذلك سيتم التركيز على السوق العالمية للصكوك من سنة 2001 إلى غاية النصف الأول من سنة 2013، وذلك كما يلي:

1 - تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً: لقد شهد سوق الصكوك الإسلامية نمواً سريعاً وتطوراً كبيراً وملحوظاً في السنوات الأخيرة، لاسيما سنة 2012 والنصف الأول من سنة 2013، ويتضح ذلك كما يلي:

أ- تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً من سنة 2001 إلى سنة 2012: يوضح الجدول التالي تطور إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً من سنة 2001 إلى سنة 2012، كما يلي:

جدول رقم (01): تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً من سنة 2001 إلى 2012

السنوات	حجم الصكوك المصدرة (مليار دولار)	السنوات	حجم الصكوك المصدرة (مليار دولار)
2001	01,17	2007	48,92
2002	01,37	2008	18,75
2003	06,41	2009	25,57
2004	08,14	2010	47,08
2005	12,18	2011	92,40
2006	29,99	2012	131,20

**Source** : - International Islamic Financial market, " Sukuk Market Overview & Structural Trends", Kingdom of Bahrain, 2012, p: 07.

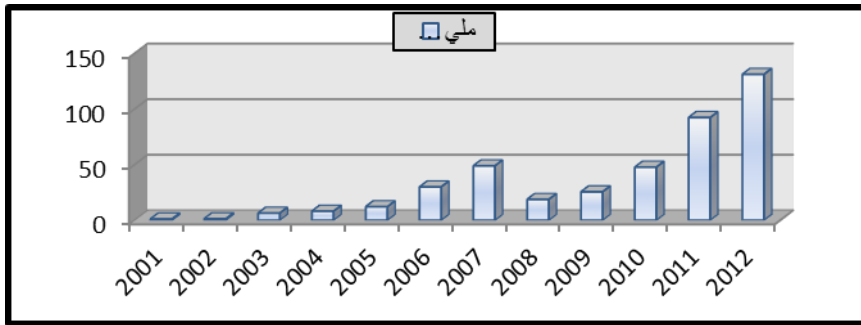
لقد شهد سوق الصكوك نمواً سريعاً ورواجاً واسعاً منذ انطلاقه سنة 2001، حيث زادت إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً بمقدار أربعة أضعاف من 11,20 مليار دولار سنة 2005 إلى 44,76 مليار دولار سنة 2007، قابله في ذلك ارتفاع كبير في عدد إصدارات الصكوك عالمياً من 87 إصدار سنة 2005 إلى 208 إصدار سنة 2006 و 198 إصدار سنة 2007.

أما سنة 2008 فقد شهدت تراجعاً كبيراً في إصدارات الصكوك بعد سنوات من الازدهار والنمو الهائل، وذلك بسبب حدوث الأزمة المالية العالمية التي دفعت بالمستثمرين إلى تجنب الاستثمار في أسواق الدخل الثابت ومن ضمنها سوق الصكوك الإسلامية، حيث انخفضت حصيلة إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً بنسبة 63,74% سنة 2008 بالغة بذلك 16,23 مليار مقارنة مع 44,76 مليار سنة 2007. هذا، وقد تمكنت الصكوك الإسلامية من تجاوز أزمة 2008 واستعادة نموها وازدهارها، حيث عاودت سوق الصكوك الانتعاش من جديد، وارتفعت بذلك إجمالي

إصدارات الصكوك عالمياً إلى 31,92 مليار دولار سنة 2009 مقارنةً بسنة 2007 أين بلغ حجم الإصدارات 16,23 مليار دولار.

أمّا خلال السنوات الثلاث الأخيرة، فقد شهدت الصكوك الإسلامية نموًا كبيرًا وازدهارًا ورواجًا غير مسبوق، حيث بلغت إصدارات الصكوك سنة 2010 مبلغ 47,48 مليار دولار مقارنةً بالسنوات الخمس الماضية، وتمكّنت بذلك من تجاوز ذروة إصدارات سنة 2007 بنسبة 7% وبنسبة 50% مقارنة بإصدارات سنة 2009، ليتضاعف بعدها إجمالي إصدارات الصكوك سنة 2011 ويسجّل مبلغ 85,1 مليار دولار، أمّا سنة 2012 فقد بلغ إجمالي إصدار الصكوك رقمًا قياسيًا وصل إلى 131,2 مليار دولار، وهو ما يمثّل زيادة سنوية بلغت نسبتها 54.2% مقارنة بالسنوات السابقة، ويمثّل ثلاثة أضعاف حجم سوق الصكوك قبل الأزمة المالية العالمية. وبالتالي، ومن إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً من سنة 2001 إلى غاية 2012، والتي تُقدَّر بنحو 426 مليار دولار وبعده إصدارات بلغ 2923 إصدار، فإنّ 56% منها تمّ إصدارها فقط خلال (2010 - 2012) أي بمقدار 278 مليار دولار من خلال 1619 إصدار، ويمكن توضيح إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً كما يلي:

شكل رقم(01): تطوّر إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً من سنة 2001 إلى سنة 2012



**Source :** - International Islamic Financial market, " Sukuk Market Overview & Structural Trends", kingdom of bahrain, 2012, p: 07.

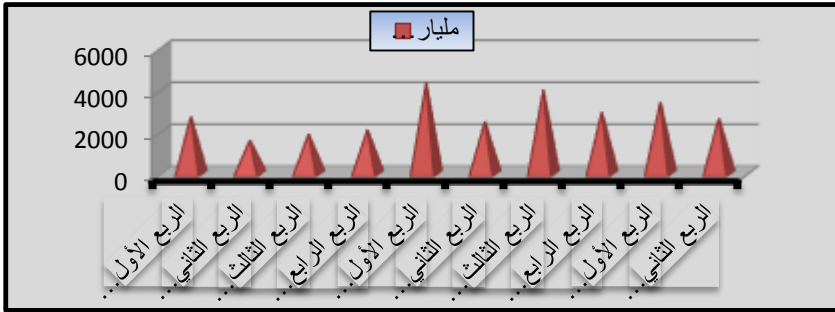
يتّضح من خلال الشكل أعلاه، أنّ سوق الصكوك تنمو بشكل كبير وتسير من ازدهارٍ إلى ازدهار، حيث تطوّرت إصدارات الصكوك عالمياً من 01,17 مليار دولار سنة 2001 إلى 131,20 مليار دولار سنة 2012، أي أنّ هناك حاجة كبيرة إلى الصكوك من جهة العرض والطلب،

ذلك أن المؤسسات والشركات تحتاج إلى إصدار الصكوك لتمويل مشروعاتها المختلفة، كما أن هناك أيضاً سيولة كثيفة تبحث عما يسمّى بالعائد القليل والمقبول مقابل المخاطرة القليلة والمعقولة.

ب- إجمالي الصكوك المُصدرة عالمياً في النّصف الأول من سنة 2013: لقد بلغ حجم إصدار الصكوك بنهاية النّصف الأوّل من سنة 2013 نحو 61.2 مليار دولار، ومن المتوقع أن تشهد إصدارات الصكوك خلال سنة 2013 نمواً قوياً نسبياً بنسبة تتراوح بين 20 و30%، وأن تتجاوز إصدارات الصكوك القائمة حاجز الـ 275 مليار دولار بنهاية 2013، وذلك بعد الزخم الكبير الذي شهدته عملية الإصدار خلال سنة 2012 وبلغت قيمتها 131 مليار دولار، وهو ما يمثل زيادة سنوية بلغت نسبتها 54.2% مقارنة بالسنوات السابقة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

شكل رقم (02): تطوّر إصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة (الربع الأوّل 2011 – الربع الثاني

(2013)



المصدر:- التقارير الربع السنوية لسنوات: (2011-2012-2013)، موقع زاوية، متوفر على

الرابط: [www.zawya.com/sukuk](http://www.zawya.com/sukuk)

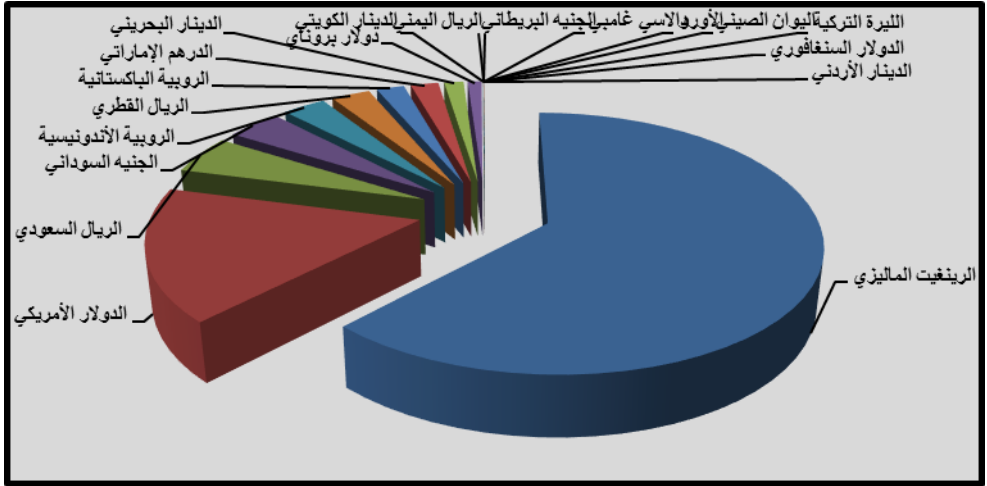
يتّضح من خلال الشكل السابق أنّ إجمالي حجم إصدارات الصكوك بنهاية الربع الثاني من سنة 2013 بلغ 26,6 مليار دولار، منخفضاً عن الربع الأوّل من نفس السنة الذي بلغ حجم الإصدار فيه 34,2 مليار دولار، أي بنسبة زيادة قدرها 21,5% مقارنةً بالربع الرابع من سنة 2012، وبنسبة انخفاض قدرها 15,8% مقارنةً بالربع الأوّل من سنة 2012، هذا الأخير الذي شهد أكبر حجم إصدارات من الصكوك، حيث حققت إصدارات الصكوك فيه رقماً قياسياً جديداً وصل إلى حوالي 46 مليار دولار والتي كانت حصيلة إصدار 193 صكاً متنوعاً، وعليه فإنّ ما حققته إصدارات الصكوك في الربع الأوّل من سنة 2012 يفوق ما تحقّق في النصف الأوّل من سنة 2011، وقد كان ذلك نتيجة الأموال الكبيرة التي تمّ ضخها من قبل الهيئات السيادية والبنوك المركزية لامتصاص السيولة الزائدة وتوفير استثمارات قصيرة الأجل.

## 2 - إصدارات الصكوك عالمياً حسب العملة: تنوّع العملات التي تصدر بها الصكوك

الإسلامية وتختلف حسب الدول المصدرة لهذه الصكوك، ويمكن توضيح أهم هذه العملات من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (03): إصدارات الصكوك عالمياً حسب العملة خلال الفترة (2001 -

(2012

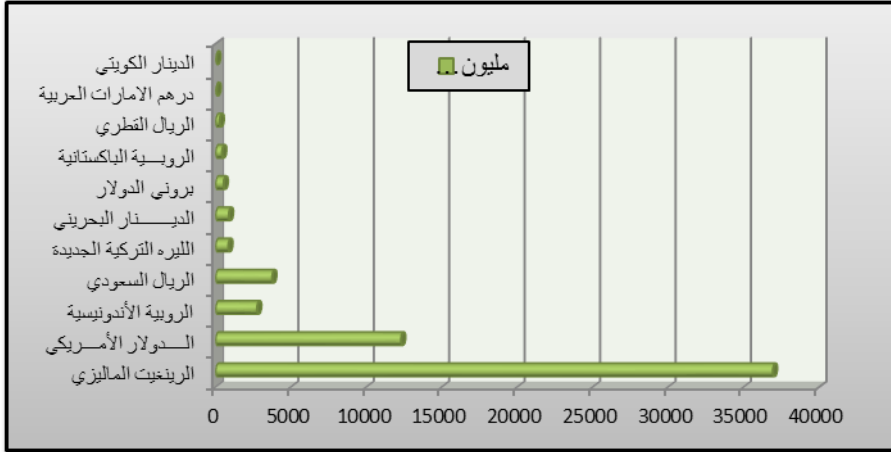


**المصدر:** - التقارير المجمّعة من موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، متوفر على الرابط:

– <http://www.iifm.net>

يتّضح من خلال الشكل أعلاه، أنّ الرينغيت الماليزي قد سيطر على غالبية الصكوك المصدرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2012، وذلك بما يقارب 63 % من قيمة الإصدارات، يليه مباشرةً في المرتبة الثانية الدولار الأمريكي بنسبة 17 % من مجمل الإصدارات، ويرجع ذلك خاصّةً للحجم الكبير من الصكوك المصدرة من قبل دول مجلس التعاون الخليجي والدولار الأمريكي، في حين شكّل الريال السعودي والجنه السوداني والروبية الإندونيسية والريال القطري حوالي 04,09 % و 03,93 % و 03,01 % و 02,80 % على التوالي من قيمة الإصدارات، كما تميّزت سنة 2012 تحديداً بظهور عملات جديدة أخرى مثل: الليرة التركية واليوان الصيني، وعودة ظهور عملات أخرى مثل: الدولار السنغافوري والدولار البروناوي والدينار البحريني ولكن بنسب تقل عن 01 % من القيمة الإجمالية للصكوك.

شكل رقم (04): إصدارات الصكوك عالمياً حسب العملة خلال النّصف الأول من سنة 2013



**المصدر:** - تقرير الربع 1 و 2 لسنة 2013، الإصدار: 17 و 18، ص: 01، موقع زاوية، متوفر على

الرابط: [www.Zawya.Com/sukuk](http://www.Zawya.Com/sukuk)

لقد سيطر الريغيت الماليزي على الصكوك التي تم إصدارها في النصف الأول من سنة 2013 بنسبة بلغت 62,73% من مجمل الإصدارات، ويرجع ذلك بدرجة كبيرة إلى الإصدارات السيادية المستمرة من قبل البنك المركزي الماليزي، بالإضافة إلى الإصدارات العادية من قطاع الشركات الماليزية، يليه مباشرة في المرتبة الثانية الدولار الأمريكي بنسبة 20,89%، وقد انخفض حجم الإصدارات بالدولار الأميركي خلال النصف الأول 2013 في معظم الدول باستثناء الإمارات مقارنة بنفس الفترة من العام السابق نتيجة لانخفاض إصدارات الهيئات السيادية، وفي ظل تراجع الريال السعودي الذي شكّل ثالث نسبة من قيمة الإصدارات في النصف الأخير 2012، ففزت الروبية الأندونيسية إلى المرتبة الثالثة حيث شكّلت حوالي 04,68% من قيمة الإصدارات، كما تميّزت هذه الفترة أيضاً باستمرار وجود الليرة التركية والروبية الباكستانية والدينار البحريني والدرهم الإماراتي والدولار البروناي والدلاسي الغامبي بنسب مختلفة تقل عن 03% من مجمل الإصدارات.

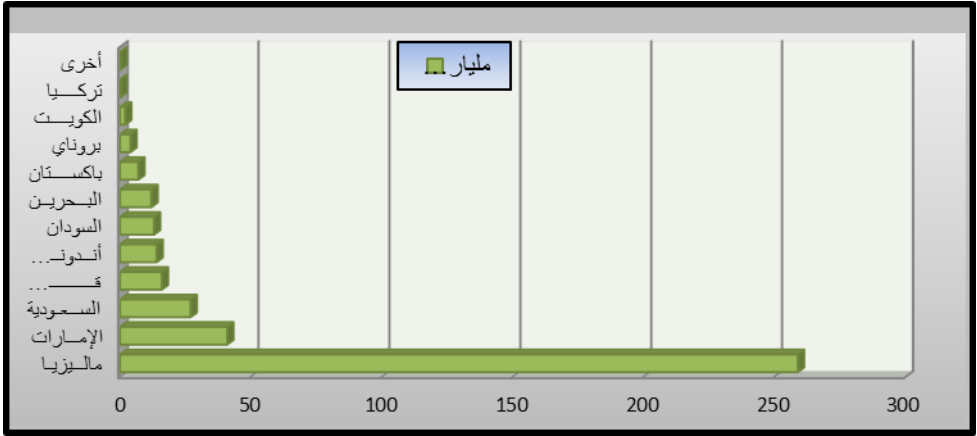
**3 - إصدارات الصكوك حسب البلد:** في ما يتعلّق بإصدار الصكوك على حسب الدولة، فإنّ ماليزيا تستحوذ على نحو 63% من إصدارات الصكوك في العالم بالقيمة السوقية، وقد ساهمت خطة التنمية التي قوامها 444 مليار دولار في تصدّر ماليزيا وريادتها لصناعة الصكوك عالمياً، واستحوذها وحدها على حصة تزيد عن نصف إصدارات العالم من الصكوك، تليها دول مجلس التعاون الخليجي التي أصدرت صكوك بلغت مستويات قياسية وصلت قيمتها مجتمعةً إلى حوالي



19 مليار دولار سنة 2012، و15,6 مليار دولار بنهاية النصف الأول من سنة 2013، وهذا بسبب التطورات الإيجابية لاقتصادات المنطقة وأسواق رأس المال.

شكل رقم (05): إجمالي إصدارات الصكوك حسب الدول خلال الفترة (2001-2012)

(2012)



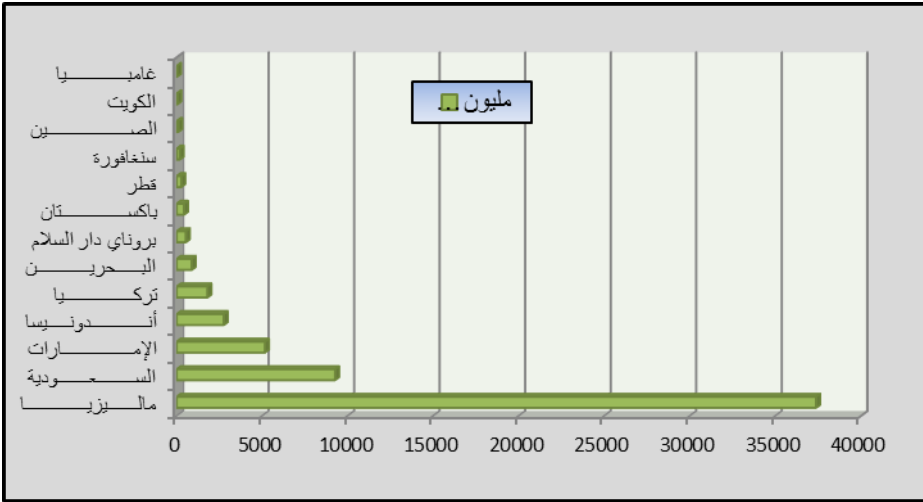
**المصدر:** - التقارير المجمعة من موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، متوفر على الرابط:

<http://www.iifm.net>

يتضح من الشكل أنّ ماليزيا تتقدّم وتتصدّر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث سيطرت خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2012 بعدد كبير من الإصدارات المتنوّعة بلغت قيمتها أكثر من 260 مليار دولار تمثل أكثر من 75% من إجمالي قيم الإصدارات العالمية، كما أنّ إصدارات الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي الست بلغت ذروتها سنة 2012 لتصل إلى 19 مليار دولار، حيث فاقت الإصدارات في التسعة أشهر الأولى من سنة 2012 مجموع إصدارات سنة 2011 بالكامل، وبذلك فقد احتلت الامارات العربية المرتبة الثانية عالمياً بنسبة تفوق 10% حيث شهدت سنة 2012 تحديداً حوالي 10 إصدارات لصكوك إسلامية تعدّت قيمتها الإجمالية 6,47 مليار دولار، محققةً بذلك زيادة في الإصدار بنسبة 49,3% مقارنة بسنة 2011، ثم تليها المملكة العربية السعودية في المركز الثالث عالمياً بنسبة 7,63%، وذلك من خلال القفزة الهائلة من إصدارات المملكة التي بلغت نسبة زيادتها 278,2% مقارنةً بسنة 2011 لتبلغ 10,5 مليار دولار سنة 2012، في حين احتلت قطر المرتبة الرابعة عالمياً بنسبة 03,95% وبجحم إصدارات يقدر بنحو 16 مليار دولار، تليها في المركز الخامس إندونيسيا بنسبة 03,66%، حيث ساهمت بحوالي 14 مليار دولار من القيمة الاجمالية للصكوك، ويُذكر أنّ الإصدارات الاندونيسية

قد نمت بشكل ملحوظ في الفترة الأخيرة خصوصاً مع إصدار الدولة لبرنامجها المسمى بـ "مشروع الصكوك"، تليها كل من السودان والبحرين حيث ساهمت كل منهما بحوالي 13 مليار دولار أو بنسبة حوالي 03 %، كما ساهمت دول أخرى كالكويت والأردن واليمن وغامبيا وبروناي وسنغافورة والصين واليابان وألمانيا وبريطانيا وتركيا وكازاخستان والولايات المتحدة في إصدار الصكوك بنسب مختلفة تقل عن 01 % من القيمة الإجمالية للصكوك.

شكل رقم(06): إجمالي إصدارات الصكوك حسب الدول خلال النصف الأول من سنة 2013



**المصدر:** تقرير الربع او 2 لسنة 2013، الإصدار: 17 و18، ص: 01، موقع زاوية، متوفر على الرابط: [www.Zawya.Com/sukuk](http://www.Zawya.Com/sukuk)

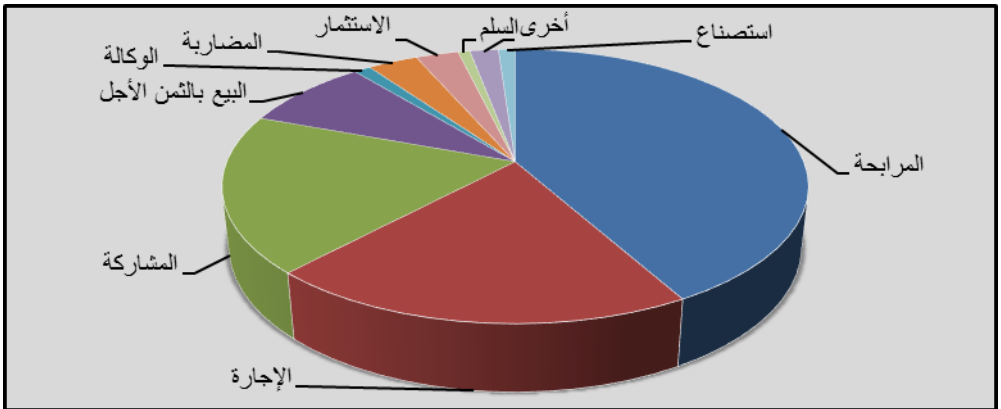
لقد واصلت ماليزيا خلال النصف الأول من سنة 2013 السيطرة على سوق الصكوك العالمية، حيث بلغ حجم إصدار الصكوك حوالي 37,4 مليار دولار أو بنسبة 63,5 % من القيمة الإجمالية للصكوك، ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى إصدارات البنك المركزي والتي بلغت نحو 28.2 مليار دولار، تليها دول مجلس التعاون الخليجي التي بلغت فيها إصدارات الصكوك خلال النصف الأول من سنة 2013 نحو 15,6 مليار دولار، تتصدرها السعودية بنحو 09,27 مليار دولار أو بنسبة 15,74 % من القيمة الإجمالية للصكوك، تضمنت تلك النسبة الصكوك التي أصدرتها هيئة الكهرباء السعودية وشركة صدارة للكمياويات بقيمة 2 مليار دولار، تليها الإمارات التي استعادت نشاطها في هذا العام من خلال إصدارات فاقت 05,16 مليار دولار أي بنسبة 08,77 % من إجمالي الصكوك، حيث شهدت بعض الإصدارات لصكوك الشركات الكبرى خلال هذا النصف ومن بينها هيئة كهرباء ومياه دبي وطيران الامارات وبنك دبي الاسلامي حيث كان كل إصدار صكوك بقيمة 01 مليار دولار، ثم إندونيسيا التي بدأت سنة 2013 بقوة بإجمالي إصدارات صكوك بلغت

02,75 مليار دولار أي بنسبة 04,68% من القيمة الإجمالية للصكوك وبزيادة نسبتها 170,3% على أساس سنوي، ثم تركيا بنحو 01,8 مليار دولار أو بنسبة 03,06% من القيمة الإجمالية للصكوك، وهي تعمل حالياً على إعداد تشريعات جديدة تتيح التوسع في استخدام الصكوك من جانب الحكومة وشركات القطاع الخاص في تمويل المشروعات وتطوير البنية التحتية، في حين ساهمت دول أخرى كباكستان والبحرين وبروناي والصين وغامبيا في إصدار الصكوك خلال النصف الأول 2013 بنسب مختلفة تقل عن 01% من القيمة الإجمالية للصكوك.

4 - إصدارات الصكوك عالمياً حسب النوع: في ما يتعلق بإصدار الصكوك حسب أنواعها، فهي عموماً لا تخرج عن واحدة من العقود الأساسية، وهي: الإجارة، المشاركة، المضاربة، المرابحة، الإستصناع، الاستئجار...، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

#### شكل رقم (07): إصدارات الصكوك عالمياً حسب النوع خلال الفترة (2001-2012)

(2012)

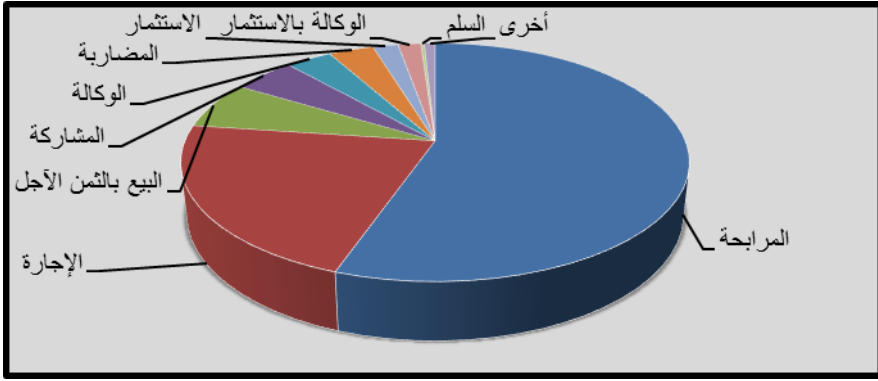


**المصدر:** - التقارير المجمعّة من موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، متوفر على الرابط: <http://www.iifm.net>

لقد شكّلت المرابحة الأسلوب المفضّل لدى الجهات المصدرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية 2012، حيث جاءت صكوك المرابحة في المركز الأوّل من بين أنواع الصكوك الأخرى بقيمة 138 مليار دولار أو ما يمثّل 43% من إجمالي قيمة الإصدارات، في حين كانت صكوك الإجارة ثاني أكبر الصكوك المصدرة بالدولار إذ بلغت قيمتها حوالي 67 مليار تمثّل حوالي 20% من إجمالي قيمة الإصدارات، تليها صكوك المشاركة بنسبة 19% وصكوك البيع بالثمن الأجل بنسبة 08% من إجمالي قيمة الإصدارات، وبالتالي فقد شكّلت كل من صكوك المرابحة والإجارة والمشاركة والبيع بالثمن الأجل لوحدهم ما يقارب 90% من إجمالي قيمة الإصدارات،

في حين كانت نسبة 10 ٪ المتبقية من إجمالي قيمة إصدارات الصكوك موزعة بين الأنواع الأخرى للصكوك الإسلامية.

شكل رقم(08): توزيع الصكوك الإسلامية عالمياً حسب أنواعها خلال النصف الأول من سنة 2013



المصدر:- تقرير الربع أو 2 لسنة 2013، الإصدار: 17 و 18، ص: 01، موقع زاوية،

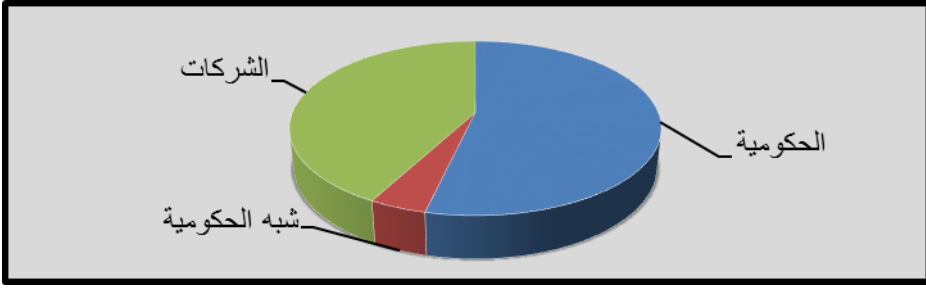
متوفر على الرابط: [www.Zawya.Com/sukuk](http://www.Zawya.Com/sukuk)

لقد استمرت صكوك المربحة في أخذ موقع الصدارة في النصف الأول من سنة 2013، واستحوذت على حوالي 32 مليار دولار أي ما يمثل 55,4 ٪ من إجمالي الصكوك العالمية المصدرة، تليها في المرتبة الثانية صكوك الإجارة التي ارتفعت قيمتها وتضاعفت نسبتها مقارنةً بالنصف الأخير من سنة 2012، حيث بلغت 12,7 مليار دولار أمريكي أي ما يمثل 21,8 ٪ من القيمة الإجمالية للإصدارات، تليها صكوك البيع بالثمن الآجل بنحو 03,7 مليار دولار أو ما يمثل 6,5 ٪ من إجمالي قيمة الإصدارات، ثم تليها كل من صكوك المشاركة والمضاربة والوكالة بنفس النسبة تقريباً أي حوالي 4 ٪ من القيمة الإجمالية للإصدارات، في حين شكّلت الصيغ الأخرى النسب الباقية من حيث قيم الإصدارات التي تمت خلال النصف الأول 2013.

5 - إصدارات الصكوك عالمياً حسب جهة الإصدار: تُصنّف إصدارات الصكوك عالمياً على

حسب الجهة المُصدرة إلى إصدارات سيادية تُصدرها الحكومات، وإصدارات شبه سيادية تُصدرها الجهات المرتبطة بالحكومة، وإصدارات الشركات والمؤسسات، حيث ازدادت القناعة بأهمية الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية تتميز بكونها مدعومة بأصول حقيقية وذات مخاطر منخفضة، ومن ثم فهي أداة جذب للمستثمرين ومصدر مهم لضخ الأموال في المشروعات والتوسّعات الكبيرة.

شكل رقم(09): الصكوك المصدرة عالمياً حسب الجهة المصدرة خلال الفترة (2001-2012)

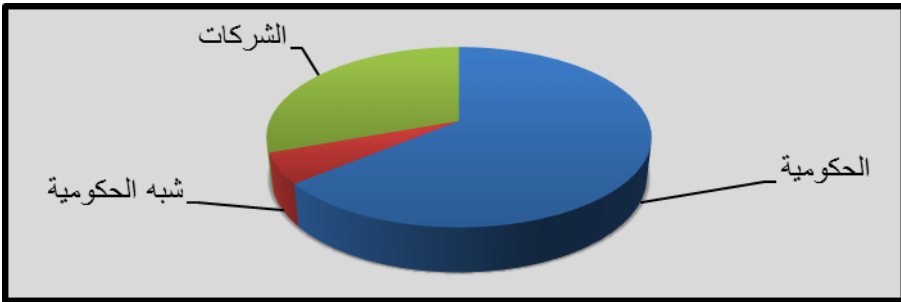


**المصدر:** - التقارير المجمعّة من موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، متوفر على الرابط:

- <http://www.iifm.net>

لقد بلغت إصدارات الكيانات السيادية خلال الفترة (2001-2012) نحو 177 مليار دولار أو نسبة 54% من قيمة إصدارات الصكوك في السوق، بينما بلغت إصدارات الشركات حوالي 139 مليار دولار أو نسبة 42% من القيمة الكلية للإصدارات، تولّت ماليزيا لوحدها إصدار مبلغ 26,8 مليار دولار أو 73,5% من إجمالي الإصدارات سنة 2012، وكان أضخم إصدارات الشركات لسنة 2012 بمبلغ 9,7 مليار دولار تمّ إصدارها بواسطة بروجك لبيوهرايا أوتارا-سيلتان (PLUS) برهاد ماليزيا، في حين قُدّرت إصدارات الكيانات المرتبطة بالحكومة بحوالي 15 مليار دولار أو نسبة 04% من مجمل الإصدارات.

شكل رقم (10): الصكوك المصدرة عالميًا حسب الجهة المصدرة خلال النّصف الأوّل من سنة 2013



**المصدر:** - تقرير الربع 1 و2 لسنة 2013، الإصدار: 17 و18، ص: 01، موقع زاوية، متوفر

على الرابط: [www.Zawya.Com/sukuk](http://www.Zawya.Com/sukuk)

تميّز النّصف الأوّل من سنة 2013 باستمرار سيطرة الهيئات السيادية في إصدار الصكوك الإسلامية على حساب الجهات الأخرى، حيث بلغ إصدار الصكوك السيادية حوالي 37,7 مليار دولار أو بنسبة 64% من القيمة الإجمالية للصكوك، منخفضةً بنسبة 5% تقريبا عن النسبة المسجلة في النّصف الأخير من سنة 2012، وقد قادت الامارات إصدارات الصكوك السيادية في هذه الفترة، وأبرزها الصكوك التي أصدرتها حكومة دبي بقيمة 750 مليون دولار، ويعود سبب

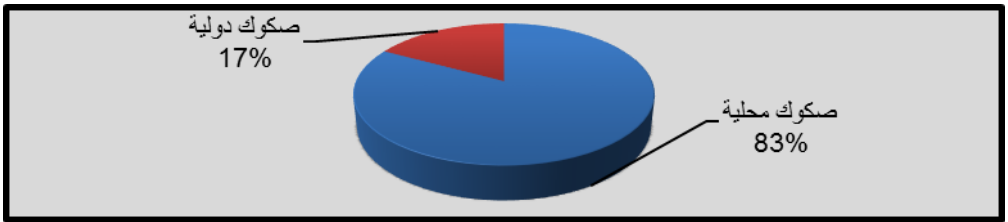
انخفاض إصدار الصكوك السيادية إلى الزيادة في إصدار الشركات والمؤسسات، حيث ارتفعت قيمة الصكوك المؤسساتية إلى حوالي 17,9 مليار دولار أو بنسبة 31٪ من القيمة الكلية للإصدارات، وقد تركّز إصدارها إلى حد كبير على القطاع المصرفي، حيث جمع بنك أبوظبي التجاري وبنك الإمارات دبي الوطني 15 مليار دولار و750 مليون دولار على التوالي، كما زادت حصة الكيانات شبه السيادية أو ذات الصلة بالحكومة من 8,6٪ المسجلة في النصف الأخير من سنة 2012 لتسجل 14,9٪ خلال النصف الأول من سنة 2013، أي بنسبة نمو بلغت 110,9٪، وذلك نظراً لإصدار الشركة السعودية للكهرباء صكوك بمبلغ 2 مليار وإصدار طيران الإمارات وهيئة كهرباء ومياه دبي لصكوك بمبلغ مليار دولار.

6- إصدارات الصكوك عالمياً حسب نوع السوق: يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية حسب

نوع السوق إلى: صكوك محلية وصكوك دولية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

شكل رقم (11): الصكوك المصدرة عالمياً حسب نوع السوق خلال الفترة (2001-2012)

(2012)



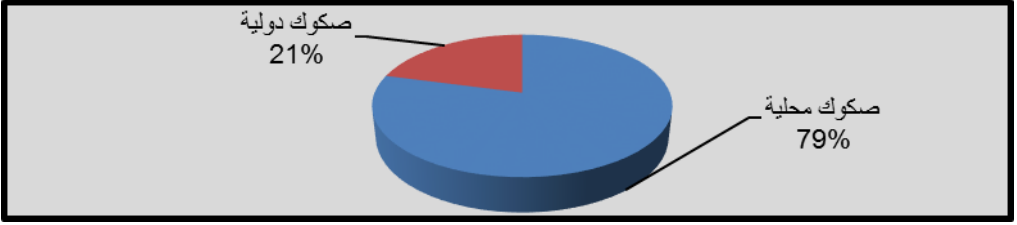
**المصدر:-** التقارير المجمّعة من موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، متوفر على الرابط:

<http://www.iifm.net>

يتّضح أنّ الصكوك المحليّة قد بلغت خلال الفترة (2001 - 2012) حوالي 355,4 مليون دولار أو نسبة 83٪ من إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً، وذلك على حساب الصكوك الدولية التي بلغت 73,387 مليون دولار خلال نفس الفترة، منها 39,044 مليون دولار أصدرتها الهيئات السيادية أي بنسبة 56٪ من إجمالي الصكوك المصدرة و22811 مليون دولار أصدرتها الشركات والمؤسسات، وقد سيطرت خلالها صكوك الإجارة الدولية بنسبة 47٪ ثم صكوك المشاركة بنسبة 15٪ تليها صكوك الوكالة بـ 12٪، وقد شهدت هذه الفترة عدة إصدارات لصكوك عالمية معظمها من شركات خليجية أرادت الاستفادة من السوق الماليزية عالية السيولة.

## شكل رقم (12): الصكوك المصدرة عالميًا حسب نوع السوق خلال النصف الأول من سنة

2013



❖ **المصدر:** -تقرير الربع 1 و2 لسنة 2013، الإصدار: 17 و18، ص: 01، موقع

زاوية، متوفر على الرابط: [www. Zawya.Com/sukuk](http://www.Zawya.Com/sukuk)

يتضح من الشكل أنّ الصكوك الدولية قد ارتفعت نسبتها خلال النصف الأول من سنة 2013 إلى نحو 12300 مليون دولار أي بنسبة 21٪ من إجمالي الصكوك المصدرة عالميًا، مقارنةً بالنصف الأخير من سنة 2012 أين بلغت حينها 10,712 مليون دولار، وهذا على الرغم من أنّ الصكوك المحلية لاتزال تسيطر وتهيمن على السوق حيث تجاوزت نسبتها 79٪ من إجمالي سوق الصكوك خلال نفس الفترة، وقد استحوذت السعودية على المرتبة الأولى في الدول الأكثر نشاطاً فيها بتعلّق بالإصدارات الدولية للصكوك الإسلامية بنسبة بلغت 37٪ تليها ماليزيا بنسبة 32٪.

### رابعاً: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية

لاشك في أنّ الصكوك الإسلامية تمثل مكوناً أساسياً وعنصراً في غاية الأهمية لتنشيط وتطوير سوق رأس المال الإسلامي، وذلك بفضل وظائفها وخصائصها العديدة ومزاياها الكثيرة، إلّا أنّها ورغم ذلك تُعاني من بعض العراقيل والصعوبات التي تُعرق نشاطها وتحدّ من نجاحها، ولتوضيح أهمية الصكوك الإسلامية في تفعيل وتدعيم الأسواق المالية وأهم المعوقات التي تواجهها يتم التطرّق للعناصر التالية:

1 - أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تفعيل ووظيفة الأسواق المالية: تتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعّال للصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصات الأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

أ. إنّ ابتكار أدوات مالية واستشارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، وهو

ما يُعد أمرًا حيويًا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد، حيث تتعدّد أنواع وأجال الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يُوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات: الزراعية، الصناعية، العقارية...

ب. تقدّم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوّع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وتنظم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراء للمدخرين من ودائع المصارف، وتصبح مصدرًا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين؛

ج. تُعد الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المهّمة والواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية، ويمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحلية والدولية؛

د. إنّ تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسّع في إصدار الصكوك الإسلامية وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار؛

هـ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، التي تشمل: صكوك الشركات والمؤسّسات، وصكوك المصارف الإسلامية، والصكوك الحكومية، على تنوّع في أشكال هذه الصكوك.

و. توسيع قاعدة المؤسّسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية؛

ز. إنّ ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدّي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوّع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.. إلى غير ذلك.

وعموماً، فإنّه وكما يجري مع السندات التقليدية، فإنّ مصدر الأدوات الإسلامية يفضّلون إدراج صكوكهم في البورصات وذلك من أجل تعزيز الطلب العالمي على أوراقهم المالية، فكلما كانت الصكوك الإسلامية مدرجة كلما سهّل ذلك من عملية تسيلها.

2 - واقع الصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية: نظراً لِمَا لعملية إدراج وتداول الصكوك من دور كبير وأهمية بالغة في تفعيل وتطوير الأسواق المالية، فإنّ الأسواق المالية العالمية



تتنافس للاستحواذ على أكبر عدد ممكن من الصكوك الإسلامية، ولأجل ذلك وفي سنة 2013، فقد احتلت سوق لندن للأوراق المالية المركز الأوّل في إدراج الصكوك الإسلامية بقيمة 273 مليار دولار، تليها في المرتبة الثانية بورصة ماليزيا بمبلغ 156 مليار دولار، ثمّ يأتي سوق دبي المالي في المركز الثالث في إدراج الصكوك الإسلامية، حيث بلغت قيمة الصكوك المدرجة فيه نحو 92 مليار دولار.

أ- الصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية العالمية: للوقوف على واقع الصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في الأسواق المالية العربية والعالمية، يتم التطرّق للعناصر التالية:

1- إجمالي الصكوك المدرجة عالمياً في الأسواق المالية: يمكن توضيح إجمالي الصكوك المدرجة عالمياً خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية 2012 كما يلي:

جدول رقم (02): إجمالي الصكوك المصدرة والمدرجة عالمياً خلال الفترة (1996-2012)

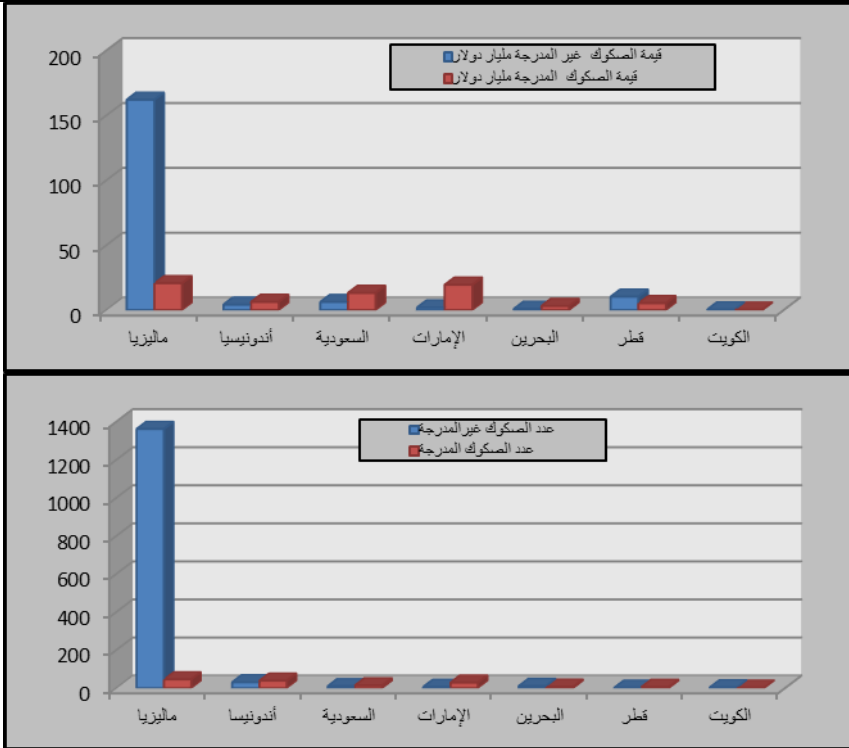
العدد	القيمة (مليار دولار)	إجمالي الصكوك
2923	426	إجمالي الصكوك المصدرة
224	100	إجمالي الصكوك المدرجة

المصدر: - التقارير المجمعّة من موقع زاوية، متوفر على الرابط: [www.zawya.com/](http://www.zawya.com/) - sukuk

يتّضح أنّه ومن إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً من سنة 2001 إلى سنة 2012، والتي تُقدّر بنحو 426 مليار دولار وبعده إصدارات بلغ 2923 إصدار، فإنّ 23٪ منها فقط تمّ إدراجها خلال هذه الفترة، حيث وصلت القيمة الإجمالية المتراكمة للصكوك المدرجة وعددها 224 صكاً إلى 100,26 مليار دولار، وبالتالي فإنّ حوالي 77٪ من الصكوك وعددها 2570 صكاً، التي تمّ إصدارها في هذه الفترة، غير مدرجة ووصلت قيمتها إلى 296 مليار دولار.

2- إجمالي الصكوك المدرجة حسب أهم الدول المصدرة لها: يمكن توضيح إجمالي عدد وحجم الصكوك المدرجة حسب أهم وأكبر الدول المصدرة لها خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2012 كما يلي:

شكل رقم (13): عدد وحجم الصكوك المدرجة خلال الفترة (2001-2012)



**المصدر:** - التقارير المجمّعة من موقع السوق المالية الإسلامية الدولية، متوفر على الرابط:

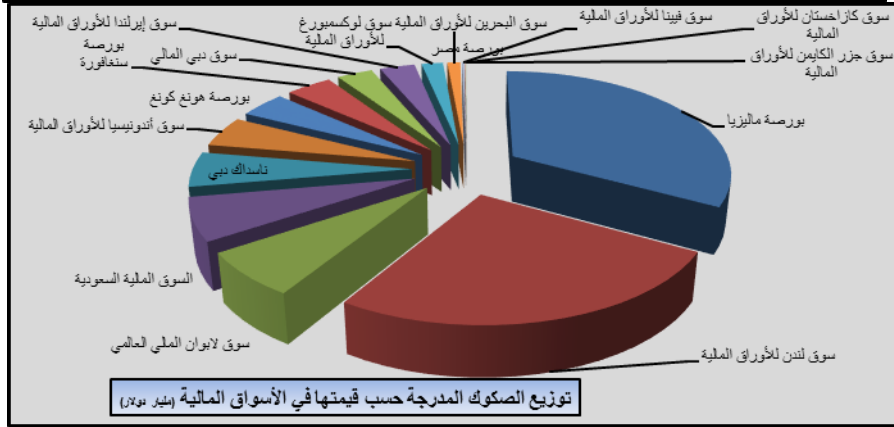
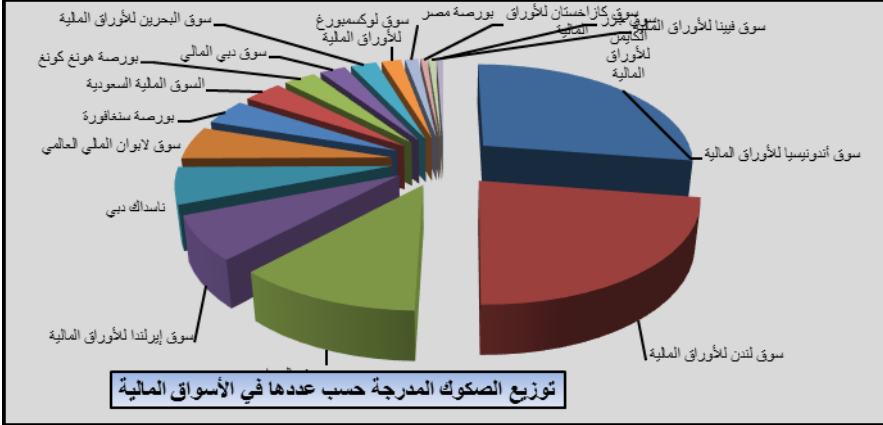
<http://www.iifm.net>

يتّضح من خلال الشكل أعلاه، أنّه ومن مجمل الصكوك المصدرة في ماليزيا والبالغ عددها حوالي 1408 صك وقيمتها نحو 183 مليار دولار، تمّ إدراج 46 صك فقط تمثّل نحو 03,27٪ من عدد الصكوك القابلة للتداول والتي لا تمثّل سوى 12 ٪ من إجمالي قيمة الصكوك المصدرة، ويعود سبب ضعف وقلة عدد وحجم الصكوك المدرجة مقارنةً بالصكوك المصدرة في ماليزيا إلى الحجم الكبير للصكوك غير القابلة للتداول شرعاً مثل صكوك المرابحة، أمّا في ما يتعلّق بإندونيسيا فقد بلغ عدد الصكوك المدرجة 39 صك بقيمة 06,4 مليار دولار من مجمل 70 صك تمّ إصدارها بقيمة إجمالية تقدر بـ 10,7 مليار دولار، في حين بلغ عدد الصكوك المدرجة من قبل دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعةً نحو 58 صك بقيمة 41,8 مليار دولار من مجمل 91 صك بلغت قيمتها الإجمالية حوالي 62,2 مليار دولار.

**أ-3- توزيع الصكوك المدرجة حسب حجمها في الأسواق المالية:** يمكن توضيح توزيع

الصكوك الإسلامية حسب عددها وقيمتها في الأسواق المالية خلال سنة 2012 كما يلي:

شكل رقم (14): توزيع الصكوك المدرجة حسب عددها وقيمتها في الأسواق المالية سنة 2012



❖ **Source:- bursa Malaysia, "The Marketplace", p:2, Available at the following link: - [www.bursamalaysia.com/etbs](http://www.bursamalaysia.com/etbs)**

يتضح من الشكل أعلاه، أنّ سوق لندن للأوراق المالية وبورصة ماليزيا قد نجحتا في الاستحواذ على النصيب الأكبر من الصكوك التي تم إدراجها بهذين السوقين، حيث أنّ لندن وفي إطار سعيها لتصبح مركزاً مالياً إسلامياً في أوروبا أدرجت حوالي 39 صكاً إسلامياً تبلغ قيمتها حوالي 26,5 مليار دولار في سوق لندن المالية، منها 12 مليار صكوك إماراتية و5 مليار صكوك قطرية و02 مليار صكوك سعودية و1,8 مليار صكوك بحرينية، أمّا ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق ثانوية سائلة للصكوك رغم أنّها لم تدرج كل الإصدارات بعد، ومع ذلك فقد احتلت الصدارة في إدراج الصكوك الإسلامية عالمياً سنة 2012، إذ بلغت قيمة الصكوك المدرجة والمتداولة في بورصة ماليزيا حوالي 33,8 مليار دولار ونحو 07 مليار دولار مدرجة ببورصة لابوان.

وتجدر الإشارة إلى أنه ورغم حجم الصكوك المدرجة في الأسواق المالية إلا أن حجم التجارة يبقى محدوداً، خاصة في دول الخليج، ذلك أن عدداً من الصكوك لا يكون متاحاً للتجار فيه من الناحية الفقهية مثل صكوك المرابحة وصكوك السلم.

### ب- الصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية الخليجية: بالرجوع إلى إصدارات

الصكوك الإسلامية في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي خلال الخمس سنوات الماضية، يتبين أن دولة الإمارات العربية تصدر دول المنطقة من حيث حجم الإصدارات حيث وصلت قيمة ما أصدرته حوالي 40 مليار دولار، وجاءت المملكة العربية السعودية في المركز الثاني بإصدارات بلغت 14.5 مليار دولار خلال السنوات الخمس الماضية، ثم مملكة البحرين في المركز الثالث بإصدارات بلغت حوالي 05 مليار دولار، لكن ورغم ذلك فقد كانت نسبة الصكوك التي تم إدراجها وتداولها في هذه الأسواق قليلة جداً، ويتضح ذلك كما يلي:

### ب-1- سوق دبي للأوراق المالية: لقد تصدرت الإمارات دول مجلس التعاون الخليجي في

الصكوك المصدرة خلال سنة 2012 بقيمة 07,6 مليار دولار أي ما يعادل 27,9 مليار درهم، فيما جاءت في المرتبة الثانية عالمياً بعد ماليزيا التي بلغت إصداراتها 17,8 مليار دولار، كما بلغت إصدارات صكوك إمارة دبي خلال النصف الأول من سنة 2013 حوالي 15,6 مليار دولار، مرتفعةً بنسبة 46٪ مسجلةً أعلى قيمة منذ سبع سنوات سابقة، وجاء ذلك بالتزامن مع اتخاذ الحكومة الخطوات اللازمة لإنشاء وجهة عالمية للتمويل الإسلامي.

ومن مجمل الصكوك التي تم إصدارها بدولة الإمارات، تم إدراج 07 إصدارات صكوك بسوق دبي المالي، و12 إصدارات صكوك ببورصة ناسداك دبي، وقد ارتفعت القيمة الإسمية للصكوك المدرجة في سوق رأس المال بإمارة دبي إلى 12,125 مليار دولار لتحتل المرتبة الثالثة عالمياً بين مراكز إدراج الصكوك بعد لندن وماليزيا، ويبلغ إجمالي قيمة الصكوك المدرجة في دبي نحو 04,250 مليار دولار، أما بورصة ناسداك دبي فقد تصدرت بورصات منطقة الشرق الأوسط في عدد إدراجات الصكوك بعد أن حققت في منتصف 2012 قيمة سوقية للصكوك المدرجة بها بلغت 7,1 مليار دولار.

### جدول رقم (03): الصكوك الإسلامية المدرجة بسوق دبي المالي في سنة 2013

الصكوك	الرمز	تاريخ الإصدار	عدد الصكوك	القيمة الإسمية (مليون دولار)	تاريخ الاستحقاق
صكوك أملاك	AMLAKS K2010	18/07/2005	2000	100	2010/07/18
صكوك دبي العالمية	DGSI09	14/11/2004	100000	10	2009/11/14
صكوك دبي دي أو إف	DUBAIFR N1114	03/11/2009	500000	2500	2014/11/04

2014/11/03	1250	1000	04/11/2009	DUBAIFX N1114	دبي دوف صكوك
30/01/2023	200	3750	30/01/2013	DUBAIFX N0123	صكوك دبي دي أو أف تستحق في 2023
02/05/2017	200	3000	02/05/2012	DUBAIFX N0517	صكوك دبي دي أو أف تستحق في 2017
02/05/2022	200	3250	02/05/2012	DUBAIFX N0522	صكوك دبي دي أو أف تستحق في 2022

**المصدر:** - سوق دبي المالي، "الأوراق المالية المدرجة"، متوفر على الرابط:

[-http://www.dfm.ae/default.aspx](http://www.dfm.ae/default.aspx)

وتجدر الإشارة إلى أنّ إجمالي إصدارات الصكوك في إمارة دبي تشكل فقط نحو خمس قيمة إجمالي الإصدارات، فيما تستحوذ السندات على الأغلبية العظمى من الإصدارات، ومن مجمل الصكوك المصدرة فيها، هناك 22% من الإصدارات في دبي مدرجة في أسواق الإمارة بما في ذلك الإدراج المزدوج، بينما نحو نصف الإصدارات في دبي أو ما يمثل نسبة 47% غير مدرجة محلياً أو خارجياً، في حين تشكّل الصكوك المدرجة خارجياً نحو 31%، وبالتالي فإنّ 9,2 مليار دولار من الصكوك الصادرة في دبي مدرجة في أسواق الإمارة، بينما 7,5 مليار دولار من الصكوك الصادرة في دبي غير مدرجة في أسواق الإمارة، حيث أنّ هناك صكوك أخرى بقيمة 6 مليارات دولار مدرجة في أسواق خارجية، في حين هناك صكوك بقيمة 1,5 مليار دولار غير مدرجة على الإطلاق.

**ب-2- السوق المالية السعودية:** لقد بدأت المملكة العربية السعودية في التقدّم في مجال إصدار الصكوك الإسلامية بعد تداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث أصدرت سنة 2012 صكوك بلغت قيمتها حوالي 10.5 مليار دولار تمثل زيادة بنسبة 278,2% على قيمة الصكوك التي أصدرت خلال الفترة ذاتها من سنة 2011، ممّا يجعل المملكة ثاني أكبر مصدر للصكوك في العالم بعد ماليزيا، في حين بلغ إصدار المملكة من الصكوك في النصف الأوّل 2013 حوالي 09,27 مليار دولار محتلةً بذلك المرتبة الثانية بعد ماليزيا.

وقد قامت السوق المالية السعودية بتطوير سوق آلي لتداول الصكوك والسندات في المملكة، يوفّر خدمات رئيسة مثل: الإدراج، إرسال الأوامر، تنفيذ الصفقات، المقاصة والتسوية، نشر بيانات الأسعار... ويُعتبر إطلاق هذا السوق خطوة هامة في إستراتيجية تداول نحو تنويع المنتجات المالية للمستثمرين بما يتوافق مع رغباتهم الاستثمارية، ومن أهم خصائص السوق المالي لتداول الصكوك ما يلي<sup>(41)</sup>:

- يتم تداول الصكوك والسندات في السوق عن طريق شركات الوساطة المالية المرخص لها، وباستخدام نفس المحافظ الاستثمارية المستخدمة لتداول الأسهم؛
- يتم تسوية الصفقات خلال يومي عمل من تاريخ تنفيذ الصفقة (T+2)؛

- سعر الصك/ السند يشتمل على 3 خانات عشرية، مثل 101.501%؛
  - وحدة التغير في السعر هي 0.001%؛
  - نسبة التغير في السعر مفتوحة أي لن يكون هناك حد أعلى وأدنى.
- ويوضح الجدول التالي الصكوك التي أُدرجت في السوق ويتم تداولها كما يلي:

**جدول رقم (04): الصكوك المدرجة في سوق الصكوك والسندات السعودية سنة 2013**

المصدر	اسم الصك	النوع	القيمة (مليون ريال)	تاريخ الإصدار	تاريخ الاستحقاق
شركة أوركس السعودية للتأجير التمويلي	صكوك أوركس السعودية	صكوك الاستثمار	240	/12/26 2012	2015/12/26
البنك السعودي الهولندي	صكوك الهولندي 2	صكوك المضاربة	725	/12/30 2009	2019/12/31
الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات	صكوك سبكيم	صكوك المضاربة	1800	/07/06 2011	2016/07/06
شركة صدارة للخدمات الأساسية	صكوك صدارة	صكوك استئصال وإجازة مع مشاركة	7500	/04/02 2013	2028/12/15
شركة أرامكو توتال العربية للخدمات	صكوك ساتورب	صكوك استئصال وإجازة مع مشاركة	3749	/10/09 2011	2025/12/20
الشركة السعودية للكهرباء	صكوك كهرباء السعودية 2	صكوك الاستثمار	7000	/07/06 2009	2029/07/06
الشركة السعودية للكهرباء	صكوك كهرباء السعودية 3	صكوك الاستثمار	7000	/05/10 2010	10/05/2030

**المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي: النصف الأول 2013"، السوق

المالية السعودية، 2013، ص: 40.

لقد كانت السوق تضم ثمانية إصدارات سنة 2011، ثلاثة منها عائدة إلى الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك"، تم استرداد وإغلاق اثنين منها "سابك 1" و "سابك 2"، "سابك 3"، وثلاثة إصدارات للشركة السعودية للكهرباء تم استرداد وإغلاق إحداها "كهرباء السعودية 1"، وإصدار للبنك السعودي الهولندي، وإصدار للشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات "سبكيم"، وإصدار لشركة أرامكو توتال العربية للخدمات "ساتورب"، أما في سنة 2013 فقد تم إضافة إصدار لشركة أوركس السعودية للتأجير التمويلي "أوركس" التي وافقت على إدراجها الهيئة المالية السعودية في ديسمبر 2012 إلا أنها لم يتم طرحها إلا منتصف أبريل 2013 مع إصدار لشركة صدارة للخدمات الأساسية "صدارة"، وتبلغ حالياً القيمة الإجمالية لحجم الإصدارات السبعة نحو 28 مليار ريال، بينما تبلغ القيمة الاسمية الإجمالية لهم 560 ألف ريال. ويظهر الجدول أدناه تطور قيم التداول في سوق الصكوك كما يلي:

جدول رقم(05): تطوّر قيم التداول في سوق الصكوك السعودية خلال الفترة (2009-2013)

السنوات	الكمية المتداولة (ريال سعودي)	إجمالي القيمة	عدد الصفقات	عدد جلسات التداول
2009	27,710,000	27,423,510	55	21
2010	435,530,000	433,812,530	70	32
2011	1,805,080,00	1,809,200,650	49	27
2012	442,999,000	445,981,650	20	13
2013	166,700,000	166,294,000	06	06

**المصدر:** معلومات مباشر، "حصيلة تداولات سوق الصكوك والسندات السعودية"،

بتاريخ 08|07|2013، متوفر على: [www.mubasher.info/L](http://www.mubasher.info/L)

يتّضح من خلال الجدول أعلاه، أنّ إجمالي قيمة الصكوك التي تمّ تداولها بسوق الصكوك والسندات السعودية منذ نشأتها سنة 2009 وحتى نهاية النّصف الأوّل من سنة 2013 قد بلغ حوالي 2.88 مليار ريال تمّ تنفيذها من خلال 200 صفقة و99 جلسة، وقد بلغ معدل قيمة التداول نحو 666 مليون ريال وكانت قد بلغت قمّتها في سنة 2011 حيث وصلت إلى 1809 مليون ريال سعودي، وذلك بسبب زيادة عدد الإدراج وارتفاع معدل المخاطر في القيمة السوقية لسوق الأسهم، بالإضافة إلى نمو سوق الصكوك عالمياً وبالذات الإسلامية بشكل واضح وملفت أكثر من سنة 2010، في حين تراجع سنة 2012 إلى 445.9 مليون ريال أي إلى أقل من الربع، في حين بلغت في النصف الأوّل 2013 حوالي 166.3 مليون ريال.

جدول رقم(06): ملخص الصفقات التي تمّت في سوق الصكوك والسندات السعودية في النّصف الأوّل 2013

القيمة الاسمية المتداولة - ريال Nominal Value Traded - SR	القيمة المتداولة - ريال Value Traded - SR	الصفقات المنفذة Transactions	الصك / السند
10,000,000	10,050,000	1	صكوك الهولندي 2
3,900,000	3,900,000	1	صكوك أوركن
0	0	0	* صكوك 3
150,000,000	149,530,000	3	صكوك صدارة
0	0	0	صكوك حكيم
2,800,000	2,814,000	1	كهرباء السعودية 2
0	0	0	كهرباء السعودية 3
0	0	0	صكوك ساتورب
166,700,000	166,294,000	6	الإجمالي

بحر القارة الآسيوية بتاريخ 2013/05/15

**المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي: النصف الأول 2013"، السوق المالية

السعودية، 2013، ص: 40.

أما فيما يتعلق بقيم وحجم التداولات والصفقات التي تمت في النصف الأول من سنة 2013، فإنه وعند مقارنتها بالنصف الأول من سنة 2012، يتبين أنها تراجعت وانخفضت بشكل كبير، حيث بلغ عدد الصفقات خلال النصف الأول من سنة 2013 ست صفقات، بقيمة تداول قدرها 166,3 مليون ريال، مقارنةً بعدد صفقات قدره 15 صفقة وبقيم تداول قدرها 367,27 مليون ريال في النصف الأول من سنة 2012، أي أن عدد الصفقات تراجع بنسبة 60% وقيم التداولات تراجعت بنسبة 95%، وبالتالي فإن غياب العمق في السوق أي قلة الإصدارات وانخفاض قيمتها، وانعدام الشفافية ونقص المعلومات التاريخية عن التداول أدى إلى جعل تداول الصكوك ضعيفاً جداً.

**ب-3- سوق البحرين للأوراق المالية:** لقد أصبحت البحرين سوقاً رائدة للصكوك الإسلامية، حيث احتلت المركز الرابع بين دول مجلس التعاون الخليجي في إصدار الصكوك في سنة 2012، والمركز الثالث في النصف الأول من سنة 2013 الذي بلغ فيه إصدار المملكة حوالي 888 مليون دولار، ويمكن توضيح الصكوك المدرجة في بورصة البحرين كما يلي:

#### جدول رقم (07): الصكوك المدرجة في بورصة البحرين في سنة 2013

جهة الإصدار	اسم الصك	تاريخ الإصدار	تاريخ الإدراج	تاريخ الاستحقاق	الحجم (مليون)
مصرف البحرين المركزي	صكوك التأجير الإسلامية الحكومية	2011/04/07	2011/04/26	2016/04/07	200 دينار
مؤسسة نقد البحرين	صكوك الإجارة بالدينار البحريني	2004/07/20	2004/08/10	2014/07/20	40 دينار
شركة دار صكوك للاستثمار	صكوك المشاركة	2005/10/27	2006/06/28	2010/10/26	100 دولار
مصرف البحرين المركزي	صكوك التأجير الإسلامية الحكومية	2007/03/10	2008/02/21	2012/03/10	95 دينار
شركة الهلال للصكوك	صكوك الهلال	2009/03/11	2009/04/11	2014/03/11	100 دولار

**المصدر:** - بورصة البحرين، "نشرة تداول السندات والصكوك في بورصة البحرين"، متوفر على:

<http://www.bahrainbourse.com.bh/>



يُقدَّر عدد الصكوك المدرجة في البورصة البحرينية سنة 2011 نحو 13 إصدار تبلغ قيمتها حوالي 4,69 مليار دولار، انخفضت إلى 06 إصدارات فقط في النصف الأول من سنة 2013 تبلغ قيمتها حوالي 02 مليار دولار، وقد لعب المصرف المركزي البحريني دورًا أساسيًا في طرح هذه المنتجات المبتكرة.

### 3 - معوّقات تطوّر الأسواق الثانوية للصكوك الإسلامية وسبل نجاحها: رغم أنّ الصكوك

لها دور كبير ومهم في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية، إلا أنّ عملية إدراج وتداول الصكوك الإسلامية تكتنفها بعض العراقيل والصعوبات التي تحول دون نجاحها وانتشارها بالدرجة التي هي عليها السندات التقليدية.

**أ - أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفتها المالية:** تتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصات الأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

- إن ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، وهو ما يُعد أمرًا حيويًا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد، حيث تتعدّد أنواع وأجال الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات: الزراعية، الصناعية، العقارية..؛
- تقدّم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فعندما تنوّع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وتنظم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراء للمدخرين من ودائع المصارف، وتصبح مصدرًا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين؛
- تُعدّ الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المهمّة والواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية، ويمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحليّة والدوليّة؛
- إنّ تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسّع في إصدار الصكوك الإسلامية وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار؛

— توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، التي تشمل: صكوك الشركات والمؤسسات، وصكوك المصارف الإسلامية، والصكوك الحكومية، على تنوع في أشكال هذه الصكوك.

— توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالية؛

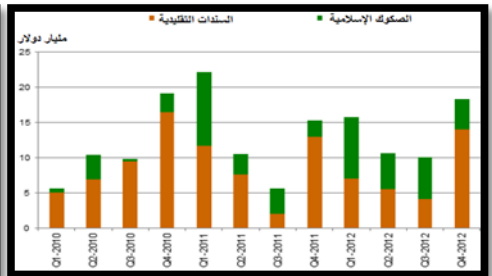
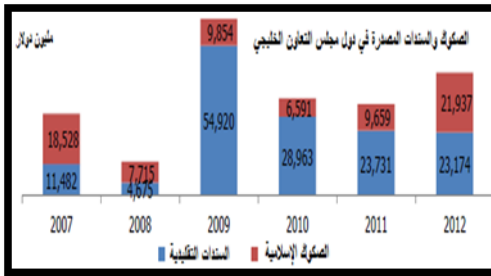
— إنَّ ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدِّي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.. إلى غير ذلك.

وعموماً، فإنَّه وكما يجري مع السندات التقليدية، فإنَّ مصدرو الأدوات الإسلامية يفضلون إدراج صكوكهم في البورصات وذلك من أجل تعزيز الطلب العالمي على أوراقهم المالية، فكلما كانت الصكوك الإسلامية مدرجة كلما سهَّل ذلك من عملية تسيلها.

**ب- معوقات تطور الأسواق الثانوية للصكوك الإسلامية:** هناك العديد من الصعوبات والعراقيل التي تعيق نمو وتطور الأسواق الثانوية للصكوك الإسلامية، يمكن توضيح أهمها في ما يلي:

— صغر حجم السوق الأولى للصكوك الإسلامية، التي وبالرغم من تجاوزها مبلغ 260 مليار دولار إلا أنَّها تبقى صغيرة نسبياً مقارنةً بسوق السندات التقليدي، كما يوضحه الشكل أسفله:

شكل رقم(16): إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية خلال الفترة (2007-2012)



**المصدر:-** التقارير الربع السنوية، موقع زاوية، متوفر على الرابط:

[www.zawya.com/sukuk](http://www.zawya.com/sukuk)

فهذه الكمية المحدودة من حجم الصكوك المصدرة تساهم إلى حد كبير في ضعف نسبة التداولات المسجلة على مستوى الأسواق الثانوية للصكوك، فنمو وتطور الأسواق الثانوية للصكوك يحتاج إلى إصدارات أولية ضخمة من الصكوك الإسلامية؛

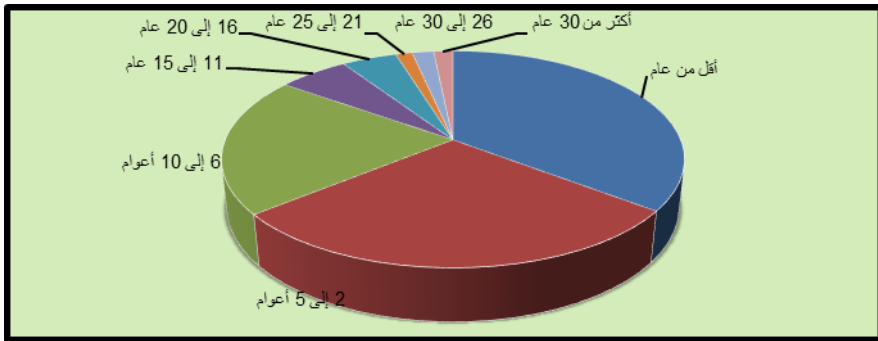
— هناك نسبة كبيرة من الصكوك المصدرة غير قابلة شرعاً للتداول في الأسواق المالية إلا بتوفر شروطٍ معيَّنة، وخاصَّة منها صكوك المرابحة التي احتلت المركز الأول من بين أنواع الصكوك المصدرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى سنة 2012 بقيمة 138 مليار دولار أو ما يمثِّل حوالي 43 ٪ من إجمالي قيمة الإصدارات، وبالتالي ومن ضمن 1426 صك إسلامي غير مدرج في الأسواق المالية يوجد منها حوالي 366 صك بصيغة المرابحة؛

— هناك شريحة كبيرة من المستثمرين ينتهجون استراتيجية "الشراء والاحتفاظ"، حيث يقومون بشراء الصكوك الإسلامية الواعدة ويحتفظون بها إلى غاية تاريخ استحقاقها، وهو ما يؤدي إلى انخفاض أحجام التداول على الصكوك عالمياً مما يؤثر سلباً على سيولة الأسواق الثانوية للصكوك، وهناك العديد من الأسباب لذلك أهمُّها أنّ جاذبية الصكوك تدفع المستثمرين للتمسك بها وعدم التفريط فيها باعتبارها أداة استثمارية شرعية ذات عائد مستقر وشبه ثابت مقارنة ببدائل التوظيف الأخرى المتاحة في الأسواق الثانوية، ممَّا يدفع المستثمرين لتفضيل هذه الأداة كأحد البدائل الشرعية والاحتفاظ بها؛

— تحتاج سوق التداول إلى تنشيطٍ من قبل الشركات والصناديق، وحتى الصناديق الحكومية ذات السيولة الضخمة لإحيائها وتنشيطها، وعادةً ما يفضِّل مدراء صناديق التقاعد وشركات التأمين الاستثمارات المستقرة والطويلة الأجل التي تمثِّل العمود الفقري للأسواق الثانوية للسندات، وهذه الفئة لا تولي أهمية كبيرة للأسواق الثانوية للصكوك بسبب قلّة الصكوك طويلة الأجل؛

— من بين أسباب ضعف نمو السوق الثانوية للصكوك، تفضيل المؤسسات والمستثمرين الأدوات التمويلية قصيرة الأجل، ممَّا جعل الإصدارات القصيرة والمتوسطة الأجل تهيمن على النسبة الكبرى من الإصدارات:

شكل رقم (17): إجمالي الصكوك المصدرة حسب أجل استحقاقها خلال الفترة (2001-2012)



**Source:** Islamic Financial Service Board, "Islamic Financial Service Industry, stability report 2013", p28.

رغم أنّ الإصدارات القصيرة الأجل (أقل من عام) والمتوسطة الأجل (من 2 إلى 5 أعوام) قد شكّلت النسبة الأكبر بنحو 64 ٪ من إجمالي الإصدارات خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى غاية

2012، على حساب الإصدارات الطويلة الأجل التي شكّلت نحو 46% خلال نفس الفترة، إلا أنّ الإصدارات المتوسطة والطويلة الأجل قد شهدت نمواً ملحوظاً خلال سنتي 2011 و2012 في بعض الدول مما انعكس إيجابياً على السوق الثانوية للإصدارات، لتبلغ حصة الإصدارات التي تتراوح بين (5 إلى 10 أعوام) حوالي 23,15% من الإصدارات القائمة، كما ارتفعت حصة الصكوك التي تزيد فترة استحقاقها على 10 أعوام إلى 26,7%، وهو ما يساهم في تدعيم نمو وتطور الأسواق الثانوية للصكوك.

## خاتمة

من خلال ما سبق، تبين أنّ الصكوك الإسلامية ورغم كل الصعوبات والعراقيل التي تواجهها تعتبر من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي سيكون لها دور كبير وأهمية بالغة في تطوير الأسواق المالية عموماً وفي تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية خصوصاً، من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة السوق الأولية للأسواق المالية وتنشيط وتطوير أسواقها الثانوية.

وتجدر الإشارة إلى أنّ هناك العديد من العوامل الأساسية التي ستساعد في نجاح تجربة إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وانتشارها وتطوير سوقها الثانوية، يتمثل أهمّها في:

أ. ينبغي أولاً العمل على إيجاد سوق ثانوي متكامل ومتطور يتم فيه تداول الصكوك الإسلامية؛

ب. العمل على نشر الوعي والترويج والدعاية اللازمة للصكوك الإسلامية؛

ج. ضرورة الإلمام الكافي بمنتج الصكوك الإسلامية من كافة الجوانب، سواء من قبل المصدرين أم من قبل المستثمرين وذلك لتسهيل عملية الإصدار والتملك والتداول؛

د. ضرورة وجود بنى تشريعية تنظّم عمل الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى سن القوانين اللازمة التي من شأنها تخفيض الضرائب على معاملات بيع وشراء الصكوك الإسلامية للمساعدة على تنشيط الأسواق الثانوية للصكوك؛

هـ. ضرورة الالتزام بالقرارات الصادرة عن هيئات الفتوى والرقابة الشرعية والمجامع الفقهية في ما يتعلق بإصدار الصكوك الإسلامية، والعمل على وضع وتبني معايير شرعية موحدة متفق عليها دولياً؛

و. توسيع نطاق الإدراج المزدوج للصكوك لتوسيع انتشارها في مختلف الأسواق الثانوية خاصةً فيما بين الدول الإسلامية؛

ز. قيام وكالات تصنيف إسلامية بتقييم وتصنيف الصكوك الإسلامية المصدرة؛

ح. العمل على تدريب وتوفير الكوادر البشرية المؤهلة العاملة في مجال الصكوك الإسلامية؛

ط. ضرورة تبني هيئات ووزارات ومؤسسات حكومية علياً في الدول لإصدار هذه الصكوك، وذلك لتشكيل لجنة علياً تكون من مهامها دراسة كل ما يتعلق بإصدار الصكوك وتسهيل مهمّة هذه الإصدارات.

لكن ورغم ذلك، فمن المتوقع أن تشهد سوق الصكوك الإسلامية في الدول العربية والإسلامية على حد السواء، رواجاً كبيراً خلال السنوات القادمة، خاصّة مع توجّهات دول المنطقة لإصدار تشريعات تسمح للمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار صكوك إسلامية، ممّا يبشّر بمستقبل واعد للسوق الثانوية للصكوك الإسلامية في الفترة القادمة.

- (1) - محمد بن مكرم بن منظور، "لسان العرب"، دار صادر، بيروت، 1990، ص:456.
- (2) - الفيروز آبادي، "القاموس المحيط"، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 2003، ص:871.
- (3) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص:457.
- (4) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص:288.
- (5) - القرار رقم:(178)(19/4)، مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- (6) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص:06.
- (7) - أحمد محي الدين أحمد، "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية"، مجلة المصارف العربية، العدد:163، المجلد:14، 1994، ص:55.
- (8) - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص:14.
- (9) - صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص:14.
- (10) - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص:11.
- (11) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص:312.
- (12) - المرجع السابق، ص:315.
- (13) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص:312.
- (14) - أحمد السعد، مرجع سابق، ص:73.
- (15) - سامي حسن حمود، مرجع سابق، ص:08.
- (16) - منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، ص:37.
- (17) - منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، ورقة عمل مقدمة للندوة الفقهية الخامسة، بيت التمويل الكويتي، الكويت، 1998، ص:09.
- (18) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص:311.
- (19) - المرجع السابق، ص:314.
- (20) - المرجع نفسه.

- (21) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 311.
- (22) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به"، ورقة عمل مقدمة إلى حلقة: "الصكوك الإسلامية، طبيعتها وتطبيقها"، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص: 15.
- (23) - المرجع السابق، ص: 28.
- (24) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 311.
- (25) - المرجع السابق، ص: 315.
- (26) - عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص: 44.
- (27) - خالد أحمد عثمان، "الصكوك الإسلامية في حاجة إلى تنظيم قانوني"، جريدة الاقتصادية، العدد: 6046، 01 ماي 2010، متوفرة على الرابط التالي:  
[http://www.aleqt.com/2010/05/01/article\\_386600.html](http://www.aleqt.com/2010/05/01/article_386600.html)
- (28) - محمد سعيد الحمامي، "التحديات القانونية والتشريعية لإصدار صكوك إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية... تنمية وممارسات دولية"، الأردن، 2010، ص: 09.
- (29) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 21.
- (30) - محمد عبد الغفار الشريف، "الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 05.
- (31) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 317.
- (32) - محمد عبد الغفار الشريف، مرجع سابق، ص: 06.
- (33) - عبد الله المطلق، مرجع سابق، ص: 16.
- (34) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 318.
- (35) - المرجع السابق، ص: 326.
- (36) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 07.
- (37) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 319.
- (38) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 41.
- (39) - المرجع السابق، ص: 40.
- (40) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 42.
- (41) - الموقع الرسمي للسوق المالية السعودية، متوفر على الرابط التالي:  
<http://www.tadawul.com.sa>