

بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

## منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ

بعنوان:

# واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي

الأستاذ الدكتور: مفتاح صالح جامعة بسكرة

الأستاذة: رحال فطيمة جامعة بسكرة

## المقدمة

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة محليا ودوليا في خدمات ومنتجات الصناعة المصرفية الإسلامية وخاصة منها الصكوك الإسلامية التي كثر الحديث عنها بين مؤيد ومعارض في العديد من الدول، ليس العربية والإسلامية فحسب بل الغربية، وتمثل الصكوك الإسلامية واحدة من أفضل ما ابتكرته صناعة الهندسة المالية الإسلامية بالنظر إلى ما تم تحقيقه باستخدام هذه الأداة وبالنظر إلى انتشارها وحجمها، هذا وقد عرفت السنوات الأخيرة تطورا مشهودا لصناعة الصكوك الإسلامية و تنامت خاصة بدول مجلس التعاون الخليجي العربية وماليزيا ، لذلك جاءت هذه الدراسة لتعرف عن واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلي التعاون الخليجي، وذلك من خلال التطرق للعناصر التالية:

✓ ماهية الصكوك الإسلامية.

✓ واقع صناعة الصكوك الإسلامية عالميا.

✓ واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي.

## المحور الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.

### أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية

يقصد بالصكوك الإسلامية" تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"<sup>2</sup>.

وفقا لمعيار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (البحرين معيار رقم 17):"الصكوك الإسلامية عبارة عن وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في ملكية موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله."<sup>3</sup>

### ثانيا: خصائص الصكوك الإسلامية :



هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى،

ساهمت في انتشارها انتشارا واسعا، تتمثل فيما يلي<sup>4</sup>:

✓ تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة : إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح، وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تحدد بنسبة مئوية عند التعاقد، فالكوفا يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم ، وفقا لقاعدة الغنم بالغرم.

✓ وثائق تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة : تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تصدر بفئات متساوية.

✓ تصدر وتداول وفقا للشروط والضوابط الشرعية : تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.

### ثالثا: أنواع الصكوك الإسلامية

#### 1. تقسيم الصكوك بحسب طبيعة العقد:

##### أ. صكوك المضاربة:

تعرف صكوك المضاربة بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض

"المضاربة" بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة

ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول

إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه"، حيث تصدر صكوك المضاربة حسب النشاط التجاري او الصناعي او العقاري كما يلي ٦:

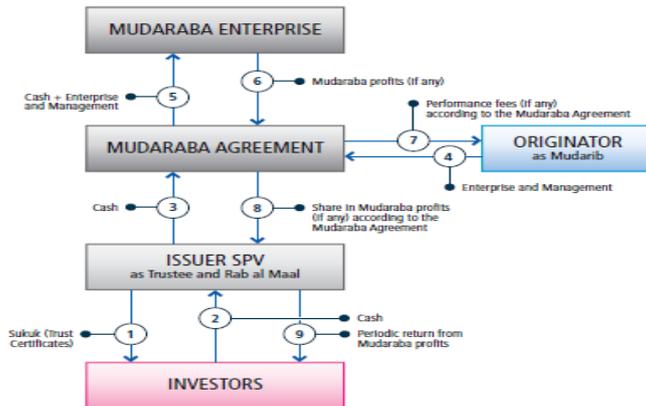
✓ سندات المقارضة التجارية: وهي تشمل جميع الحالات التي ترغب فيها الشركة بالمتاجرة في السلع الجاهزة الصنع وتشمل هذه المتاجرة سائر عمليات الشراء بقصد البيع.

✓ سندات المقارضة الصناعية: وهي الحالات التي يكون فيها عمل الشركة صناعيا حيث تشتري مثلاً برأس مال القراض مدخلات صناعية وتقوم بالإنتاج وتسويق المنتجات، وعليه فان الشركة الصناعية تستطيع ان تطرح سندات المقارضة الصناعية للاكتتاب على اساس انها تشتري المواد الخام وتجهز الانتاج. ويتم اعلان طريقة تحقيق الارباح ونسبة التوزيع وسائر الشروط المقبولة شرعا.

✓ سندات المقارضة الزراعية: وتكون هذه في حالة إذا كان عمل الشركة زراعيا. فالسندات الصادرة بهذه الطريقة تؤمن رأس المال اللازم لشراء البذر وإعداد الأرض وتسميد الزرع وحصاد المنتجات وتصنيفها وإعدادها للتسويق.

✓ سندات المقارضة العقارية: وهي تشمل الحالات التي يكون فيها عمل الشركة عقاريا أي انه يقوم على شراء الأراضي وتطويرها وإنشاء الأبنية السكنية والأسواق التجارية.

### شكل رقم "1": هيكل صكوك المضاربة



## ب. صكوك المشاركة:7

وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استشاري، ويصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركات لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار، ولصكوك المشاركة العديد من الأنواع كصكوك المشاركة المستمرة والمؤقتة وصكوك المشاركة في مشروع معين والإدارة لمصدرها وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى.

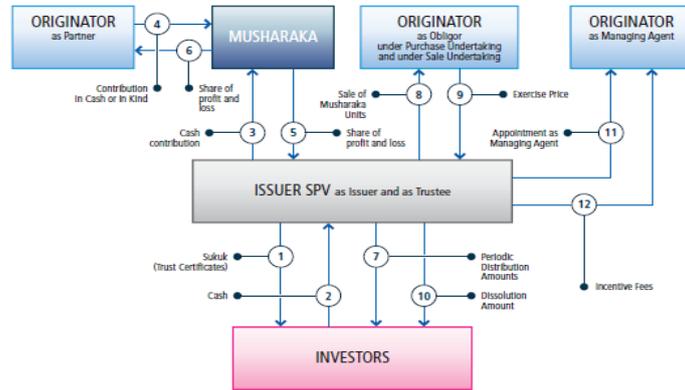
المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون هم الشركات في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بربحها وخسارتها، كما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم.

✓ صكوك المشاركة المستمرة: وهي تشمل حالات إصدار صكوك مشاركة لتمويل شراء عقار مثلا تديره جهة متخصصة، وذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم في رأسمال المشاركة.

✓ صكوك المشاركة المتناقصة: وهي تشمل حالات من الصكوك تصدر لإنشاء مشروع محدد يمكن فرز إيراداتها ومصاريفها، وذلك على أساس أن تبدأ المشاركة بنسبة 5% مثلا من جانب المنشأة، و95% من جانب حملة الصكوك. وتكون الأرباح بالحصصة الشائعة لكل طرف، ولكن المنشأة المصدره تختار أن لا تقبض نصيبها من الأرباح، وإنما تجمده في حساب مخصص لإطفاء الصكوك الصادره لذلك المشروع، وتعد هذه الأداة نموذجا مثاليا لإعمار الممتلكات الوقفية.



شكل "02": هيكل صكوك المشاركة

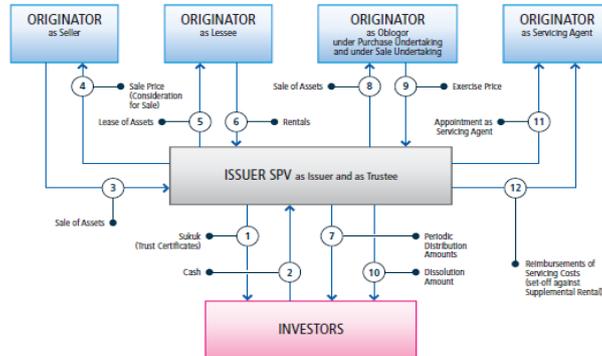


Source :Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook,Dubai, November 2009,p 21

### ج. صكوك الإجارة:

يعرفها بعض الباحثين بأنه " وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر في ذاتها أصولا مالية"، فالغرض إذن من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية "سندات" يمكن أن تجرى عليها عمليات التبادل والتداول فيسوق ثانوية وعلى ذلك يمكن تعريفها بأنها سندات "وثائق" ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع مؤجرة، كإيجار قطعة أرض أو إيجار تجهيزات معينة كالمطائرات والبواخر، ويمكن أن يكون هذا العائد ثابتا أو متغيرا.

شكل "03" هيكل صكوك الإجارة.



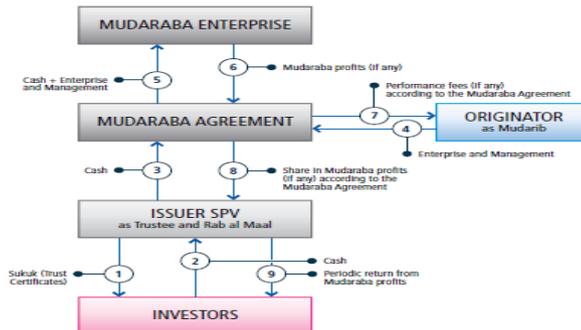
Source :Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook,Dubai, November 2009,p 14

#### د. صكوك المرابحة:

وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، والهدف من إصدار صكوك المرابحة هو تمويل عقد بيع بضاعة مرابحة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مرابحة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة.<sup>9</sup>

المصدر لصكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مرابحة، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها، يجب أن تكون بضاعة المرابحة في ملك وحيازة مدير الإصدار، بصفته وكيلًا عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مرابحة، يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة ودفع مصروفاتها نقدًا و ثمن بيعها للمشتري مرابحة على أقساط مؤجلة، يجوز تداول صكوك المرابحة بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.<sup>10</sup>

#### شكل "04": هيكل صكوك المرابحة

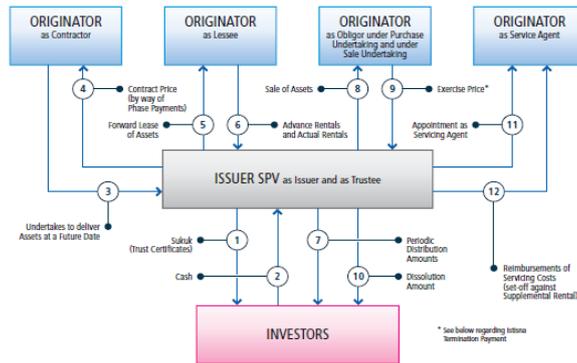


Source :Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook,Dubai, November 2009,p 29

## ه. صكوك الاستصناع:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.<sup>11</sup> والمصدر لتلك الصكوك هو الصانع "البائع" والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها، او ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد.<sup>12</sup>

### شكل "05": هيكل صكوك الاستصناع



Source :Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook,Dubai, November 2009,p 41

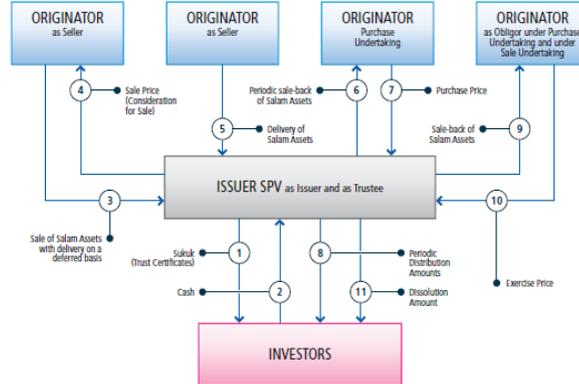
## و. صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك. فالمصدر لهذه الصكوك هو البائع لسلعة السلم والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة "رأس مال السلم" ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها او ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.<sup>13</sup>

وتعتبر صكوك السلم أداة تمويل عند إنشائها فالجهة المحتاجة للسيولة تبيع سلعة السلم وتحصل على الثمن فوراً، وبذلك يكون بيع السلم أفضل من حيث السيولة على المدى القصير

بالمقارنة مع التمويل القائم على الإجارة ولكنه أدنى شأنًا من أساليب التمويل بهامش الربح بسبب الفجوة الزمنية في الإنتاج في عقد بيع السلم.

### شكل "06" هيكل صكوك السلم



Source :Dubai International Financial Centre, Sukuk Guidebook,Dubai, November 2009,p 35

### ي. صكوك المساقاة:

وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة.<sup>14</sup>

### ح. صكوك المغارسة:

وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.<sup>15</sup>

### 2. تقسيم الصكوك بحسب قابليتها للتداول:

تنقسم الصكوك الاستثمارية الإسلامية بحسب قابليتها للتداول إلى قسمين وهما:<sup>16</sup>

✓ الصكوك القابلة للتداول: وهي الصكوك التي تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان ومنافع، وتشمل صكوك الإجارة وصكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار وصكوك المزارعة وصكوك المساقاة وصكوك المغارسة.

✓ الصكوك غير القابلة للتداول: وهي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على الدين، وما كان هذا شأنه لا يجوز تداوله لأنه يفضي إلى تأجيل البدلين. وهذه الصكوك هي: صكوك السلم وصكوك الاستصناع وصكوك المرابحة قبل بيع بضاعة المرابحة وتسليمها لمشتريها.

#### رابعاً: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية

##### 1- الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

يمكن تلخيص أهم الفروق بين الصكوك والأسهم من خلال الجدول التالي:

##### جدول رقم "01": الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

الأسهم	الصكوك
بيننا القوانين الحاكمة للأسهم لا تتضمن هذا الالتزام.	1 خضوع كل معاملات الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية
بيننا يمكن لمجلس إدارة الشركة مصدرة الأسهم أن تغير من نشاطها، وهي عالية المخاطر.	2 الصكوك تصدر لمشروع معين لا يجوز تغييره، وهي قليلة المخاطر
بيننا لا يتم ذلك بالنسبة لحملة الأسهم.	3 يجوز للدولة أن تقدم ضمانات على سبيل التبرع لحملة الصكوك للتحفيز،
الأسهم مشاركة دائمة في الشركة، تبقى مدة حياة الشركة، وإن انتقلت ملكيتها من شخص إلى شخص آخر: لأنها تمثل رأس مال الشركة المصدر، فهي إذن غير قابلة للرد من جانب الشركة.	4 الصكوك تحدد بمدة زمنية معينة، فقد يكون إصدار صكوك الاستثمار لتمويل مشروع معين أو لتمويل مشروع بطريق المشاركة المتناقضة، بحيث يتم إطفاء بعض الصكوك على مراحل زمنية معينة.
يشارك مالكو الأسهم في إدارة الشركة، عن طريق انتخاب مجلس للإدارة من بينهم	5 مالكو الصكوك لا يشاركون في إدارة المشروع بطريق مباشر، بل يكتفون بتوكيل المضارب وحده، حيث يلتزم المضارب في إدارته للمشروع، بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية، ومالكي الصكوك أن يكونوا من بينهم أو من غيرهم مجلس مراقبة يرعى مصالحهم، ويحمي حقوقهم، في مواجهة

	المضارب، ويكون مسئولاً عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار، وما يلحق بها من دراسات الجدوى والبيانات والمعلومات التي تنص عليها هذه النشرة.
--	--

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على:

- عادل عيد، الصكوك الإسلامية، جمعية النهوض بالأزهر وتطويره، مصر، 2013، ص11.
- أسامة عبد الحميد الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009، ص36.

## 2. الفرق بين الصكوك والسندات

يمكن تلخيص أهم الفروق بين الصكوك والسندات من خلال الجدول التالي:

### جدول رقم "02": الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

م	الصك	السند
1	مشاركة في ملكية الموجودات التي تمثلها الصكوك.	حامل السند لا يمت بصلة للأصول المالية للشركة (دين)
2	المشاركة في الربح والخسارة على السواء.	حامل السند لا يتحمل اية مضار أو خسارة تلحق بالشركة.
3	يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق.	حق السند يمثل حصة في التمويل المالى التقليدي.
4	الصك يعتبر دليلاً وبرهاناً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء.	السند لا يعني نقل الملكية بالحصة بل بالمبلغ النقدي.
5	مدة الصكوك هي مدة استمرارية المشروع المعنى أو النشاط، وترتبط به وتنتهي بانتهائه.	المدة لا ترتبط بالمشروع، وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع.
6	نشرة الإصدار تتضمن القواعد الشرعية، ويجب مراعاتها، ومن يخالفها يتحمل المسئولية.	لا تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية.

المصدر: عادل عيد، الصكوك الإسلامية، جمعية النهوض بالأزهر وتطويره، مصر، 2013، ص11.

### 3. خصائص مشتركة بين السندات والصكوك<sup>17</sup>:

مع الفروقات المذكورة في الجدول أعلاه، تشترك الصكوك مع السندات في بعض الخصائص (دون الأسهم)، من أهمها وجود المصدر، وهو عادة الطرف الباحث عن التمويل، وقد يكون جهة سيادية أو مؤسسة من القطاعين العام أو الخاص. كما تشترك الصكوك مع السندات في وجود تاريخ انتهاء (تاريخ استحقاق) وهو التاريخ الذي يتم فيه تسديد المستثمر للقيمة الاسمية للورقة المالية إذا كانت سندا، والقيمة السوقية إذا كانت صكا.

للصكوك كما في السندات عائد دوري، يحدد في السندات بنسبة مئوية "معدل كوبون من القيمة الاسمية (قيمة الإصدار)"، بينما تحصل الصكوك على عوائد قد تكون في شكل أرباح أو أجرة بحسب طبيعة الصك، وهي غير مرتبطة بالقيمة الاسمية للصك كما أنها غير مضمونة، بل تعتمد على أداء الأصول محل الصك.

من خلال ما تقدم يمكن إعطاء تعريف شامل للصكوك الإسلامية : هي عبارة عن أوراق مالية تجتمع فيها خصائص الأوراق المالية من كونها ذات قيم متساوية وغير قابلة للتجزئة وقابلة للتداول غير أنها محددة المدة خلفا للأسهم، وتمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون)، قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، خلفا للسندات التي تمثل دينا فقط وليس ملكية، وأنها تخول مالكيها منافع أي أرباح وتحمله مسؤوليات بقدر ملكيته وتؤكد مبدأ الغنم بالغرم، وتصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية.

#### المحور الثاني: واقع صناعة الصكوك الإسلامية عالميا

أولا: حجم إجمالي الإصدارات في سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2013/2001

يشهد العالم في السنوات الأخيرة ما يمكن أن نطلق عليه اسم السباق لنيل أكبر حصة من رؤوس الأموال والتمويلات الإسلامية، عن طريق تطوير آليات العمل المصرفي لتصبح

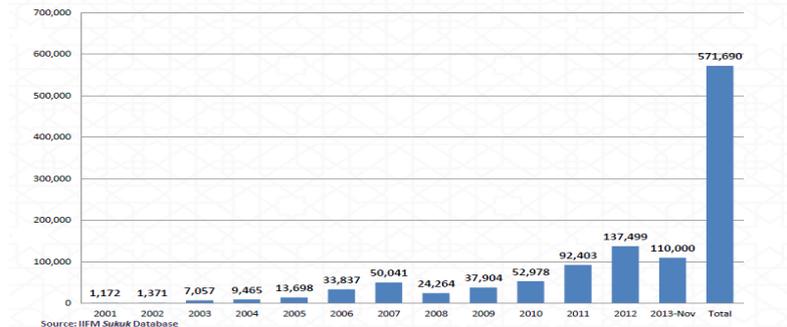


متوائمة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وطرح منتجات مصرفية ومالية من أسواق المال والبورصات وليس المصارف فحسب، تحمل شعار "حلال" لتكون مقبولة لدى أصحاب رؤوس الأموال المسلمين.

لكن هذا السباق لم يعد حكرًا على الدول العربية والإسلامية القوية في هذا المجال، مثل ماليزيا التي تعتبر عاصمة التمويل الإسلامي في العالم في الوقت الراهن، بالإضافة إلى السعودية والإمارات العربية المتحدة وقطر وإندونيسيا والبحرين، بل امتد ليشمل بلدانًا أخرى مثل الهند وروسيا وبريطانيا وسنغافورة، وكلها بلدان غير إسلامية .

وقد ساهم بشكل كبير توفر السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية بفضل الطفرة النفطية قبل الأزمة المالية العالمية 2008 إلى رواج واسع لهذه السوق، حيث تسعى هذه المؤسسات إلى العثور على فرص لتوظيف رأسها الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالمثل كان هناك إقبال متزايد من صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة العائد وتنويع الاستثمارات، وأدى ذلك إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي تمخضت عن زيادة إصدارات الصكوك أي الأوراق المالية غير الربوية القائمة على المبادئ الإسلامية بمقدار أربعة أضعاف من 7.2 مليار دولار في عام 2004 إلى 27 مليار دولار في عام 2006 ، وإلى حوالي 50 مليار دولار سنة 2007،<sup>18</sup> والشكل التالي يوضح تطور حجم إصدار الصكوك في العالم خلال الفترة 2001 / 2013 .

شكل رقم "07": حجم إصدار الصكوك في العالم خلال الفترة 2013/2001.



Source : Ijlal Ahmed Alvi, Sukuk Market Overview & Structural Trends, IIFM Industry Seminar on Islamic Capital & Money Market, international islamic Financial market, Manama, Kingdom of Bahrain, 3rd December 2013,p9.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه نمو سريع في الحجم الإجمالي للصكوك المصدرة ، فبعد أن كانت عام 2000 فقط ثلاثة إصدارات في العالم بقيمة 336 مليون دولار،<sup>19</sup> وصلت قبل الأزمة المالية العالمية إلى حوالي 50 مليار دولار ، ويرجع السبب في ذلك إلى الارتفاع في أسعار النفط والنمو الاقتصادي السريع للدول العربية النفطية بشكل عام ودول مجلس التعاون الخليجي بشكل خاص،<sup>20</sup> أما في سنة 2008 فقد شهدت الصكوك الإسلامية تراجعاً كبيراً بحوالي 51.5٪ مقارنة بسنة 2007 مسجلاً حجم الإصدار حوالي 24.26 مليار دولار وذلك راجع إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية، ورغم ذلك واصلت سوق الصكوك الإسلامية النمو على الرغم من المشاكل التي واجهت الاقتصاد العالمي ، حيث وصلت إصدارات الصكوك ذروتها سنة 2012، فقد فاقت عتبة 100 مليار دولار من التمويل مسجلة حوالي 137 مليار دولار أمريكي لترتفع بذلك عن سنة 2011 بنسبة 48.8٪، ولقد لعبت الأزمة المالية عام 2008، دوراً كبيراً في دفع إصدارات الصكوك إلى آفاق جديدة، حيث ساهمت في إنشاء قاعدة راسخة للصكوك كمصدر بديل للتمويل، وليس فقط لدول مجلس التعاون الخليجي والسوق الماليزية ولكن لجميع دول القارة الأفريقية والأمريكية والأوروبية، ويرجع تقرير بيتيك للأبحاث حجم الإصدار الهائل للصكوك الإسلامية ، والذي حطم الرقم القياسي إلى ما يلي:<sup>21</sup>

✓ الزيادة في مصدري الديون السيادية ممن يستخدمون سوق الصكوك لأغراض إدارة السياسات النقدية والإدارة المالية، مع العلم أن الربع الثالث من العام 2011 هو الأكبر بالنسبة لبرامج العملة المحلية لبنك نيجارا ماليزيا.

✓ المرونة الشديدة رغم الثورات التي شهدتها منطقة الشرق الأوسط، مما أدى إلى زيادة تجاوزت في حجمها الثلاثة أضعاف على أساس سنوي في إصدار الصكوك في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، حيث استفاد المصدرون من ميزة التكلفة الأقل لطرح الصناديق.



✓ الزيادة في مشروعات الإنشاء التي تم تمويلها من عائدات الصكوك، لا سيما بين شركات الشركات الأوسط.

✓ نمو ثقة المستثمر في الاستشارات البديلة، مثل الصكوك وزيادة الطلب عليها إذ تكافح الاقتصاديات الأوروبية للتغلب على عدوى الديون.

وقد وصلت إجمالي الصكوك الإسلامية وهذا حسب تقرير شركة بيتك للأبحاث المحدودة التابعة لمجموعة "بيتك" خلال شهر ديسمبر 2013، حوالي 14.1 مليار دولار بزيادة 6 مليارات دولار تقريبا عن شهر نوفمبر الماضي، وبذلك يصل إجمالي إصدارات الصكوك لعام 2013 نحو 120 مليار دولار، بتراجع بنحو 8.5٪، مقابل 137 مليار دولار في 2012 ، ويرجع المحللين الاقتصاديين أسباب تراجع إصدار الصكوك الإسلامية في 2013، لتباطؤ النمو العالمي سنة 2013، خاصة في دول الشرق الأوسط، الذي بدأ الاعتماد على الصكوك كأداة جيدة للتمويل، جراء الأحداث السياسية التي تشهدها مناطق كثيرة منه،<sup>22</sup>ورلكن رغم هذا التراجع في إصدارات سوق الصكوك الإسلامية إلا أن هذه السوق شهدت سنة 2013 دخول بعض الشركات المصدرة الجديدة من جزر المالديف ونيجيريا وسلطنة عمان.<sup>23</sup>

وقد توقعت مؤسسة تومسون رويترز زيادة الطلب العالمي إلى 420 مليار دولار بحلول 2016 و أشارت توقعات وآفاق الصكوك " في دراسة حديثة صادرة عنها بعنوان إلى أن معروض الصكوك بالأسواق العالمية سيشهد " الإسلامية نموًا مطردًا، متوقَّعة أن تزيد الفجوة بين الطلب والعرض إلى أكثر من 280 مليار دولار في السنوات الأربع المقبلة. وتوقعت الدراسة أيضا أن يُخصَّص المستثمرون 50 ٪ من محافظهم لاستثمارات التمويل الإسلامي، حيث سيذهب ما بين 35 ٪ و 40 ٪ من هذه المخصصات للصكوك.<sup>24</sup>

#### ثانيا: حجم الصكوك الإسلامية حسب الجهة المصدرة:

قبل الأزمة المالية العالمية كان سوق الصكوك الإسلامية تسيطر عليه الشركات العامة والخاصة حيث زادت إصدارات الشركات بمعدل الضعف بين الفترة 2004 / 2005 من 5.7



مليار دولار إلى 11.3 مليار وبين الفترة 2005 / 2006 من 11.3 مليار دولار إلى 24.8 مليار دولار، وقد وصلت إصدارات الشركات في آسيا- وخاصة ماليزيا- في عام 2004 ما يقرب 90٪ ، كما حدثت زيادة سريعة في إصدارات الشركات للصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي ممثلة ما يقرب نصف مجموع الإصدارات المطروحة في السوق، وكثير من إصدارات الشركات لا سيما الكبرى هي إصدارات شبه سيادية فهي مشمولة بضمان سيادي ضمنى السبب الرئيسي الذي كان وراء إقبال المستثمرين عليها، وهذا ما يفسر الإصدارات الناجحة واسعة النطاق التي طرحت في سنة 2006، ومنها إصداران في دبي بقيمة 3.5 مليار دولار.<sup>25</sup>

ولكن مع بداية الأزمة المالية العالمية تراجعت إصدارات الشركات وخاصة شركات منطقة دول الخليج والتي انخفضت عدد إصداراتها نظرا لضعف ثقة المستثمرين بالقطاع الخاص ، هذا أثر سلبا على سوق الصكوك الإسلامية ، ولكن في المقابل أتاح المجال للإصدارات السيادية والتي كانت في تلك الفترة من طرف البحرين ، قطر، الإمارات العربية المتحدة اندونيسيا، ماليزيا ، باكستان، والتي قدمت الدعم لهذه السوق للمحافظة على نموها ، وبعد الأزمة المالية العالمية 2008 دعمت الصكوك السيادية المصدرة من قبل ماليزيا ، مؤسسة التمويل الدولية التابعة لمجموعة البنك الدولي °، والبنك الإسلامي للتنمية استمرارية ونمو سوق الصكوك الإسلامية ،<sup>26</sup> والجدول التالي يوضح إصدارات الصكوك الإسلامية على المستويين المحلي والدولي، والإصدارات بين السيادية وشبه السيادية والشركات خلال الفترة 2001-2013 :

**جدول رقم "03": إصدارات الصكوك الإسلامية بين السيادية وشبه السيادية والشركات خلال الفترة 2001-2013:**

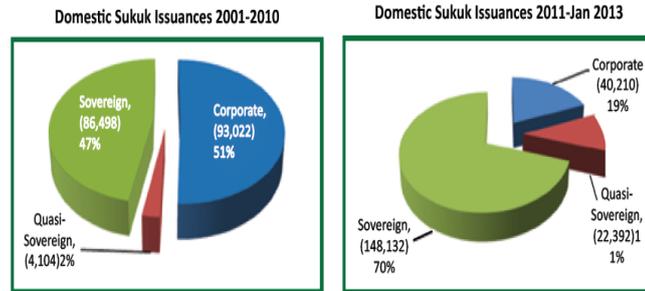
النسبة من إجمالي الإصدارات	حجم الإصدارات	عدد الإصدارات	
54٪	255.506	1.034	إصدارات سيادية
38٪	179.416	2.743	إصدارات الشركات



8٪	37.762	98	إصدارات شبه سيادية
100٪	472.683	3.875	المجموع

Source :international islamic financial market,Sukuk réport, A comprehensive study of the Global Sukuk Market, 3rd édition ,bahrain, p15.

شكل رقم "08":الإصدارات المحلية للصكوك الإسلامية خلال الفترة  
.2013/2001

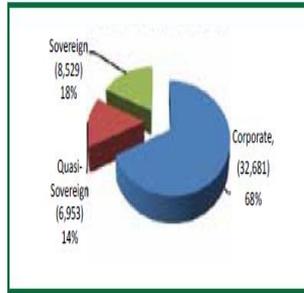


Source :international islamic financial market,Sukuk réport, A comprehensive study of the Global Sukuk Market, 3rd édition ,bahrain, p18.

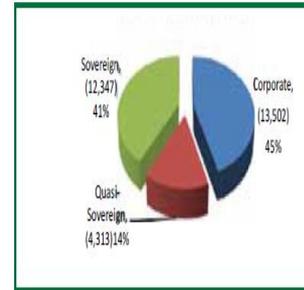
شكل رقم "09":الإصدارات المحلية للصكوك الإسلامية خلال الفترة  
.2013/2001



International Sukuk Issuances 2001-2010



International Sukuk Issuances 2011-Jan 2013

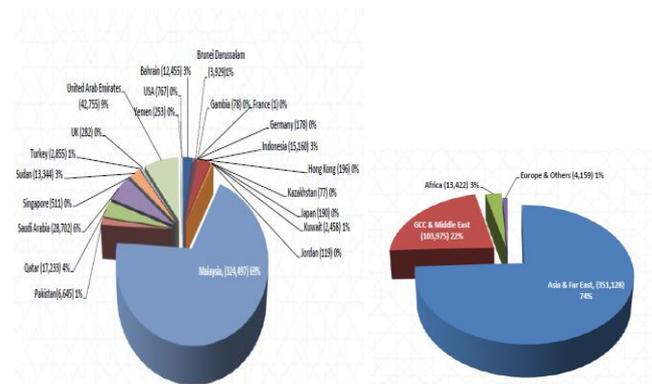


Source :international islamic financial market,Sukuk réport, A comprehensive study of the Global Sukuk Market, 3rd édition ,bahrain, p19.

### ثالثا:التوزيع الجغرافي للصكوك الإسلامية عالميا:

رغم أن الصكوك تصدر في أماكن مختلفة من العالم إلى أن النسبة الغالبة خلال الفترة 2013 /2001 من الإصدارات كانت في قارة آسيا حيث حازت على 74٪ من إجمالي إصدارات الصكوك العالمية، كما حازت ماليزيا على 69 ٪ من إجمالي الإصدارات العالمية، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم "10": التوزيع الجغرافي للصكوك الإسلامية عالميا



Source : Ijlal Ahmed Alvi, Sukuk Market Overview & Structural Trends, IIFM Industry Seminar on Islamic Capital & Money Market, international islamic Financial market, Manama, Kingdom of Bahrain, 3rd December 2013,p p 11-12.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن ماليزيا تصدرت الدول في إصدار الصكوك خلال الفترة 2001 / 2013 بنسبة كبيرة بلغت 69٪ بحوالي 324.9497 مليون دولار وهي نسبة فاقت باقي الدول الأخرى المذكورة في الشكل مجتمعة، وبرغم انخفاض حجم الإصدار في ماليزيا عام 2013 بنحو 25٪، تبقى ماليزيا أكبر سوق لإصدار الصكوك في العالم، تليها كل من الإمارات العربية المتحدة و المملكة العربية السعودية بأكثر إصدار على الصعيد العالمي خلال الفترة 2001 / 2013 ب 9٪ و 6٪ على التوالي.

وتبقى ماليزيا تهيمن على سوق الصكوك في بداية سنة 2014، بحوالي ثلثي الصكوك الصادرة، و المقومة بالرنجيت الماليزي، و تعتبر ماليزيا من أكثر الدول نشاطا في تعزيز و خلق سوق حيوية للصكوك بالعملة المحلية من خلال توفير التشريعات المصرفية و أسواق رأس المال داعمة لذلك، و تمتلك البلد أيضا عدد كبير من المستثمرين من المؤسسات المحلية مثل المعاشات و صناديق الاستثمار المشترك،<sup>27</sup> واحتلت دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة المرتبة الثانية في إصدار الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي " نظرا لأن دول الخليج عملاتها المحلية مرتبطة بالدولار الأمريكي من جهة ومن جانب آخر أن الدولار الأمريكي أكثر جاذبية للمستثمرين الدوليين"، ومن المتوقع أن النمو السريع في اقتصاديات دول منطقة الخليج سيدعم النمو في أسواق رأس المال في عام 2014 بصفة عامة، و الصكوك بصفة خاصة وهذا نظرا لأن الصكوك تشكل جزء كبير من هذه السوق.<sup>28</sup> ومن المتوقع تزايد حصة دول الخليج من سوق الصكوك الإسلامية نظرا للإتفاق الاستثماري الكبير وخاصة على مشاريع البنية التحتية، حيث تلعب الصكوك دورا مهما ومؤثرا في توفير التمويل اللازم لمشاريع البنى التحتية في دول الخليج العربية في ظل التوجه لإقامة

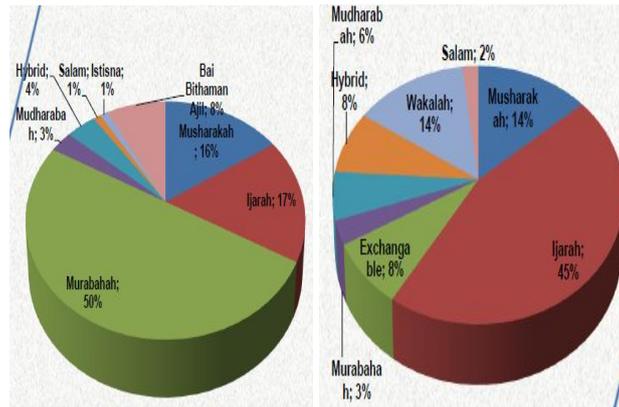


العديد من المشاريع مثل المطارات والموانئ البحرية والسكك الحديدية ومحطات الطاقة في دول مجلس التعاون حيث يعتبر الإنفاق على البنية التحتية احد العوامل الرئيسية لتحفيز الاقتصاد.<sup>29</sup> في منطقة الخليج والمملكة العربية السعودية ، يعتبر سوق الصكوك المحلية الأكثر نشاطا بسبب نظامها المصرفي أكثر انعزالية، والسيولة الوفيرة والاقتصاد المحلي الواسع، ومن المتوقع ارتفاع النشاط في منطقة الخليج في عام 2014، الامر الذي سيجعل الشركات والبنوك المحلية تستفيد من الطلب القوي والتسعير مشددة لإصدار صكوك طويلة الأجل.<sup>30</sup> إلى جانب منطقة الخليج ، بدأت تركيا هي الأخرى العمل على تطوير سوق الصكوك المحلية، حيث دعمت الحكومة بشدة هذا القطاع واتخذت خطوات في ذلك من خلال إصدار تشريعات خاصة بالإضافة إلى إصدارها حجم كبير من الصكوك السيادية على المستوى الدولي ، أولها كان في عام 2012 ، لقد كانت هذه الإصدارات بمثابة معلما رئيسيا في تشجيع الشركات والمؤسسات المالية للحصول على رأس مال دولي بعيدا عن المقرضين المحليين، وثاني الإصدارات الدولية كانت في أكتوبر 2013 ومن المتوقع المزيد من الإصدارات والتنظيمات لهذه السوق.<sup>31</sup> رابعا: توزيع الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل:

رغم أن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية أقرت 14 نوعا من الصكوك، إلا أن هيكل هذه الصكوك يعتمد على شكل واحد من الأشكال الثلاثة المشروعة في التمويل الإسلامي، وهي المرابحة (سندات الدين المخلّقة/ أوامر الشراء) و المشاركة (ترتيبات اقتسام الأرباح) والإجارة (التي ترتبط في العادة بمشاريع البيع وإعادة التأجير للمعدات أو العقارات، وبموجب هذا الترتيب، يقوم مُصدِر الأصول ببيعها لأحد الكيانات الاستشارية ذات الغرض الخاص ثم يعيد استئجارها لمدة المشروع، وعندما يحل موعد استحقاق الصكوك، يعيد الملتزم شراء الأصل المعني) أو مزيج مما سبق<sup>32</sup> ، وقد أسهم قبول هذه الهياكل الاستشارية الإسلامية

إسهاما كبيرا في سوق الصكوك الإسلامية والشكل التالي يوضح توزيع الصكوك الإسلامية  
حسب صيغ التمويل خلال الفترة 2001 / 2013

شكل رقم "11" توزيع الصكوك الإسلامية حسب صيغ التمويل خلال الفترة  
2013/2001



نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن صيغة الإجارة الأكثر استخداما وشيوعا في سوق  
الصكوك الإسلامية على المستوى الدولي بنسبة 45٪ لتأتي بعدها كل من المشاركة والوكالة بنسبة  
14٪ ، أما على المستوى المحلي فالأكثر استخداما هي المرابحة بنسبة 50٪ لتأتي بعدها كل من  
الإجارة والمشاركة بنسبة 17٪ و 16٪ على التوالي.

المحور الثالث: صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون  
الخليجي

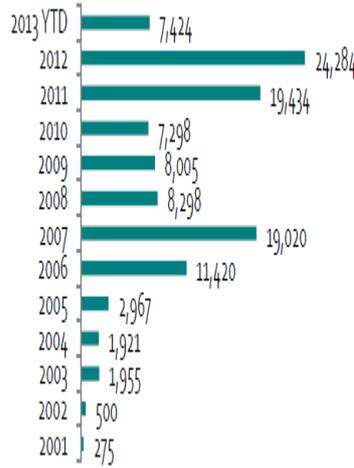


## أولاً: حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي.

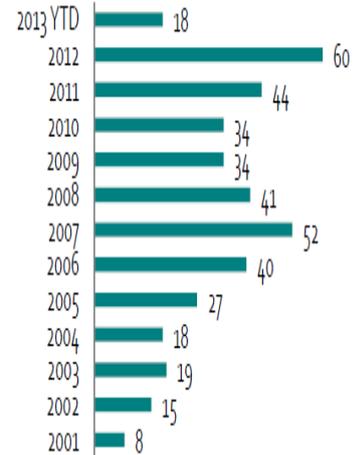
هناك ثلاث مراحل متميزة في تطور سوق الصكوك لدول مجلس التعاون الخليجي، حيث تزامنت المرحلة الأولى (2001-2007) مع الطفرة النفطية والتطور السريع للسوق العالمي ؛ فحوالي 44٪ من إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة إلى يومنا هذا كانت خلال هذه الفترة ، و 27٪ فقط من إجمالي الصكوك المصدرة حتى الآن كانت في المرحلة الثانية (2008-2010) وكانت منخفضة بسبب الأزمة المالية العالمية. أما المرحلة الثالثة (2011 فصاعدا) فكانت الأفضل منذ عام 2001 من حيث إصدار الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث وصل عدد الإصدارات إلى 60 إصدار في العام 2012، وهو أعلى إصدار عرفته دول مجلس التعاون الخليجي حيث وصلت قيمة الإصدارات رقما قياسيا جديدا، وكسر مستويات 2007 بهامش كبير. وقد كانت بداية عام 2013 بداية جيدة لسوق الصكوك الإسلامية لدول مجلس التعاون الخليجي حيث وصل عدد الإصدارات 18 في غضون 3 أشهر فقط. وهذا يمكن أن يعزى إلى الوفرة المالي لدول مجلس التعاون الخليجي، بالإضافة إلى أسعار الفائدة المنخفضة، وارتفاع و استقرار أسعار النفط الخام، والشكلين التاليين يوضحان عدد وحجم إصدار سوق الصكوك الإسلامي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة الزمنية 2001 / 2013.



حجم الإصدارات في سوق الصكوك الإسلامية لدول  
مجلس التعاون الخليجي للفترة 2001 / 2013



عدد الإصدارات في سوق الصكوك الإسلامية لدول  
مجلس التعاون الخليجي للفترة 2001 / 2013



Source :saudi hollandi capital, Sukuk Market in Saudi Arabia, may 2013, p16.

**ثانيا: حجم الصكوك الإسلامية حسب الجهة المصدرة في دول مجلس  
التعاون الخليجي.**

**1. على المستوى الدولي :**

تحتل الإمارات العربية المتحدة الصدارة من حيث حجم الإصدارات على المستوى  
الدولي خلال الفترة 2001 / 2013، بحوالي 34.536 مليار دولار أمريكي ، تليها كل  
من السعودية وقطر من حيث حجم الإصدار الذي سجل 9.99 مليار دولار، و 7.685 مليار  
دولار على التوالي، أما من حيث عدد الإصدارات فقد تصدرت القائمة البحرين ب 93 إصدار  
بحجم 6.78 مليار دولار أمريكي، والجدول التالي يوضح ذلك.



**جدول رقم "04": حجم الإصدارات على المستوى الدولي خلال الفترة  
2013/2001**

Bahrain	93	6,780	8.7%
Qatar	9	7,685	9.8%
Saudi Arabia	15	9,990	12.8%
United Arab Emirates	50	34,536	44.1%
Kuwait	13	2,127	2.7%
Total	180	61,119	78%

Source :international islamic financial market,Sukuk réport, A comprehensive study of the Global Sukuk Market, 3rd édition ,bahrain, p20.

**2. على المستوى المحلي:**

تحتل السعودية الصدارة من حيث حجم الإصدارات على المستوى المحلي خلال الفترة 2001/ جانفي 2013، بحوالي 18.712 مليار دولار أمريكي، تليها كل من قطر والإمارات العربية المتحدة بحجم إصدار قدر على التوالي ب 9.548 مليار دولار، و8.218 مليار دولار، أما من حيث عدد الإصدارات فقد تصدرت القائمة البحرين هي الأخرى كما هو الحال بالنسبة للإصدارات الدولية ب 193 إصدار بحجم 5.675 مليار دولار أمريكي، والجدول التالي يوضح ذلك.

**جدول رقم "05": حجم الإصدارات على المستوى المحلي خلال الفترة  
2013/2001**

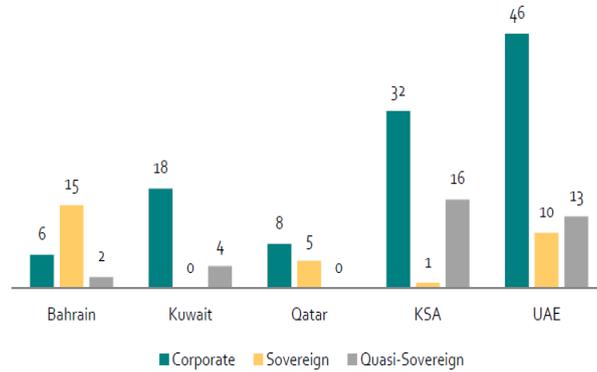
Bahrain	173	5,675	1.4%
Qatar	3	9,548	2.4%
Saudi Arabia	26	18,712	4.7%
United Arab Emirates	13	8,218	2.1%
Kuwait	1	332	0.08%
Jordan	1	119	0.03%
Yemen	2	253	0.06%
Total	219	42,856	10.9%

Source :international islamic financial market,Sukuk réport, A comprehensive study of the Global Sukuk Market, 3rd édition ,bahrain, p22.

**ثالثا: عدد إصدارات سوق الصكوك حسب الجهة المصدرة في دول مجلس التعاون الخليجي.**



لقد تم استبعاد جميع الصكوك الأقل من سنة واحدة في دول مجلس التعاون الخليجي، وقد تم تصنيف الإصدارات في دول مجلس التعاون الخليجي إلى إصدارات الشركات والإصدارات والإصدارات السيادية التي تصدرها الحكومة وشبه سيادية والتي تتمتع بصفة سيادية ، والشكل التالي يوضح إصدارات سوق الصكوك الإسلامية حسب الجهة المصدرة خلال الفترة 2001 / 2013 .



من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الإمارات العربية المتحدة تصدر قائمة الإصدارات بين دول مجلس التعاون الخليجي ب 69 إصدار حيث تمثل إصدارات الشركات النسبة الكبيرة من إجمالي إصدارات الصكوك في الإمارات العربية المتحدة العرب ب 46 إصدار وتأتي الإصدارات السيادية في المركز الأخير ب 10 إصدارات ونفس الشيء يمكن قوله من يؤدي المملكة العربية السعودية والتي تحتل المرتبة الثانية ب 49 إصدار حيث تمثل الإصدارات السيادية 2٪ من إجمالي الإصدارات، ونلاحظ كذلك أن الإصدارات شبه سيادية في الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية تحتل المركز الثاني بعد إصدارات الشركات ، في حين نرى أنها تنعدم في بعض الدول مثل قطر ، وتحتل المركز الأخير في باقي دول مجلس التعاون الخليجي .

أكبر الإصدارات في دول مجلس التعاون الخليجي

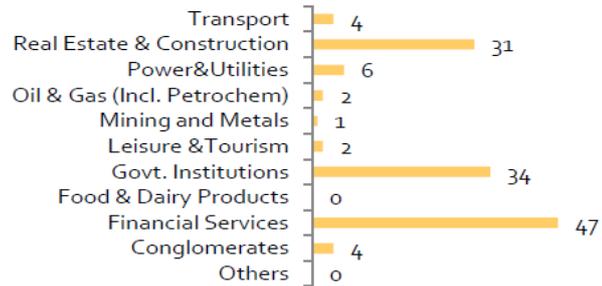


تمتلك الإمارات العربية المتحدة أكبر الإصدارات بقيمة 1مليار دولار أمريكي من بين دول مجلس التعاون الخليجي؛ وتتبعها كل من قطر والمملكة العربية السعودية، حيث تصدر معظم الصكوك في المملكة العربية السعودية من قبل الشركات؛ في المقابل إصدار الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى هي عادة من قبل جهات سيادية "الحكومة". ومن المحتمل أن النمو في الصكوك قد يكون بقيادة المملكة العربية السعودية وقطر نظرا لأن الإصدارات شبه السيادية ونمو الائتمان هو الأقوى في هذه البلدان. وقد كان أكبر الصكوك الصادرة حتى الآن 2014 الصكوك السيادية من قبل مصرف قطر المركزي في عام 2011 حيث وصلت قيمتها 9 مليار دولار أمريكي لمدة ثلاث وقد كان هيكل الإصدار هو عبارة عن صكوك الإجارة، وكذلك الصكوك المصدرة من قبل المملكة العربية السعودية ب 4 مليار دولار لصالح هيئة الطيران المدني وتعتبر ثاني أكبر إصدار حتى الآن، حيازة لمدة 10 سنوات ولها هيكل المرابحة، والجدول التالي يوضح أكبر الإصدارات في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2001 / 2012.

**جدول رقم "06": أكبر الإصدارات في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2012/2001**



Issuer Name	Country	Subsc. Date	Issue Size (USD million)
Qatar Central Bank	Qatar	17-Jan-11	9,064
General Authority of Civil Aviation	Saudi Arabia	10Jan12 - 15Jan12	4,000
Nakheel Development Limited	UAE	Dec06 - 14Dec06	3,520
Dubai Customs	UAE	14Jan06 - 23Jan06	3,500
Aldar Funding Limited	UAE	8-Mar-07	2,530
Saudi Basic Industries Corporation	Saudi Arabia	11Jul07 - 25Jul07	2,133
Jafz Sukuk Limited	UAE	11Nov07 - 20Nov07	2,042
SoQ Sukuk A QSC	Qatar	11-Jul-12	2,000
SoQ Sukuk A QSC	Qatar	11-Jul-12	2,000
Saudi Electricity Company	Saudi Arabia	10-May-10	1,867
Saudi Electricity Company	Saudi Arabia	6-Jul-09	1,867
DP World Sukuk Limited	UAE	Jun07 - 02Jul07	1,500
Qatar Central Bank	Qatar	1-Jun-10	1,373
Saudi Basic Industries Corporation	Saudi Arabia	26-May-08	1,333
Saudi Electricity Company	Saudi Arabia	30Jun07 - 11Jul07	1,333
Saudi Electricity Global SUKUK Co.	Saudi Arabia	28-Mar-12	1,250
Dubai DOF Sukuk Limited	UAE	28-Oct-09	1,250
Dubai Sukuk Centre	UAE	01Jun07 - 13Jun07	1,250
ANKA'A Sukuk Limited	UAE	25-Aug-11	1,035
Sukuk Funding (No.2) Limited	UAE	17-Jun-08	1,021



- 1-دراسات اقتصادية، الصكوك الإسلامية، أنواعها ومخاطرها،مقال منشور على الموقع الالكتروني :  
<http://www.icn.com/ar/> ، نشر يوم 14 فيفري 2012، على الساعة 10:56 ، وأطلع عليه يوم 10 مارس 2014 على  
الساعة 19:42.
- 2 - أحمد التلاوي ،الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية،الجزيرة نت،قطر،27/04/2012،  
<http://www.aljazeera.net/books/pages/917fdc5f-23da-40dd-9621-fe9189cad645>، نشرت على الساعة 13:38،  
أطلع عليها يوم 10 مارس 2014، على الساعة 19:24.
- <sup>3</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية"المعايير الشرعية"، معيار رقم 17 ، البحرين، 2007 ، ص 288 .
- <sup>4</sup> - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية -  
البحرين-،مجلة الباحث، العدد التاسع، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011، ص 255.
- <sup>5</sup> - عبد الله علي عجبتنا فضل،محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال-دراسة حالة التجربة  
السودانية 1998/2011-،مذكرة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا-كلية الدراسات العليا-، السودان،  
جوان 2012، ص 66.
- <sup>6</sup> -المرجع السابق، ص 67.
- 7-دراسات اقتصادية، الصكوك الإسلامية، أنواعها ومخاطرها،مرجع سابق.
- 8 -خلو بوخاري، وليد عايب،آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية و أثر الأزمة المالية على سوق  
الصكوك الإسلامية ، الملتنقى الدولي الأول حول:الاقتصاد الإسلامي ، الواقع ..ورهانات المستقبل،جامعة غرداية ،  
الجزائر،ص 5.
- <sup>9</sup> - نوال بن عمارة، مرجع سابق،ص 256.
- <sup>10</sup> -المرجع السابق، ص 256.
- <sup>11</sup> -سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، دور الحوكمة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية،المؤتمر الدولي الثامن حول: دور الحوكمة في  
تفعيل أداء المؤسسات والاقتصاديات،جامعة الشلف، الجزائر، يومي 20،19 نوفمبر 2013، ص 5.
- <sup>12</sup> - عبد الله علي عجبتنا فضل،مرجع سابق، ص 75.
- <sup>13</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 239
- 14 -صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول،دائرة الشؤون الإسلامية  
والعمل الخيري دبي، 31ماي/ 3 جوان 2009، ص 12.
- <sup>15</sup> -المرجع السابق، ص 12.



<sup>16</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها -دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية-، بحوث علمية متخصصة في مجال المال والأعمال في دول مجلس التعاون، ص 5.

<sup>17</sup> -المرجع السابق، ص 6.

<sup>18</sup> - أندي جويست، بيتر كونزويل وبول ميلز، وأمادو سي، التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا، صندوق النقد الدولي، 19 سبتمبر 2007، ص 2.

<sup>19</sup> - عبد الله علي عجينا فضل، مرجع سابق، ص 5.

<sup>20</sup> -ألية ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، 2013، ص 55.

<sup>21</sup> - الكاتب غير مذكور، تقرير «بيتك للأبحاث» عن صناعة الصكوك الإسلامية - 80 مليار دولار إصدارات الصكوك خلال 2011-، جريدة الرأي، العدد 11835، 26 نوفمبر 2011، ص 9.

<sup>22</sup> - رقابة لاستشارات المالية الإسلامية، تقرير بيتك: 120 مليار دولار إصدارات الصكوك خلال 2013،

<http://www.raqaba.co.uk>

<sup>23</sup> -p26.

<sup>24</sup> - الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، الصكوك في 30 سؤال وجواب، مجلة التمويل الإسلامي، القاهرة، ص 5.

<sup>25</sup> - أندي جويست، بيتر كونزويل وبول ميلز، وأمادو سي، مرجع سابق، ص 4.

\* كشفت مؤسسة التمويل الدولية، إحدى مؤسسات مجموعة البنك الدولي، يوم 21 أكتوبر 2009 أنها ستدرج ولأول مرة صكوكا إسلامية تسمى شهادات الاستثمار المالي طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وصكوك الهلال لمؤسسة التمويل الدولية في إصدار غير قابل للاستهلاك بقيمة 100 مليون دولار وأجل استحقاق لمدة خمس سنوات، وقالت المؤسسة في مؤتمر صحافي عقد في بورصة ناسداك دبي إن من شأن صكوك المؤسسة أن تساعد على تنمية سوق الصكوك الحديثة العهد في المنطقة وتشجيع جهات الإصدار السيادية والمؤسسات الأخرى على الانخراط في المشاركة مع الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي، وأصدرت مؤسسة التمويل الدولي أول سند إسلامي لها في عام 2004 وبلغت قيمة إصدار هذه السندات المقومة بالرينغت الماليزي، 132 مليون دولار بما يعادل سندات واجبة السداد دفعة واحدة بعد ثلاث سنوات، وفي أوائل عام 2008، أنشأت المؤسسة فريق عمل معنياً بالتمويل الإسلامي بهدف وضع وتطوير نهج استراتيجي خاص بأنشطة التمويل الإسلامي، وللמיד من المعلومات الإطلاع على : مجلة الإلكترونية الاقتصادية، مقال تحت عنوان: تدرج في "ناسداك" دبي وسوق البحرين -البنك الدولي يصدر أول صكوك إسلامية ب ١٠٠ مليون دولار، للكاتب عبد الرحمان اسماعيل، العدد 5855 بتاريخ 2009/10/22.

<sup>26</sup> - al-khwarizmi groub,p14.

<sup>27</sup> -islamic finance news, février 2014,p8.

<sup>28</sup> -islamic finance news, février 2014,p 8-9.

<sup>29</sup> -مجلة الصيرفة الإسلامية، دور مهم ومؤثر للصكوك في تمويل مشاريع البنى التحتية بالخليج، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

http://www.islamicbankingmagazine.org ، نشرت يوم 1 أكتوبر 2012، على الساعة 12:22 ، وأطلع عليها يوم 2014/03/18 على الساعة 18:26 .

<sup>30</sup> - p9.

<sup>31</sup> - p9.

<sup>32</sup> - آندي جويست، بيتر كونزويل وبول ميلز، وأمادو سي، مرجع سابق، ص3.

