

صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015
الواقع، التحديات والآفاق
Islamic Sukuk industry during the period 2001~2015
Reality, Challenges and Prospects

زيدان عبد الرزاق، دكتوراه في العلوم
الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك

zidane.a1991@gmail.com

ملخص:

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم أدوات التمويل الإسلامي التي شهدت انتشاراً ومثواً واسعاً في السنوات الأخيرة، بعد أن أثبتت المصرفية الإسلامية قوتها ومثابرتها بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، إذ تشير الإحصائيات أن الصكوك الإسلامية أصبحت الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي في الوقت الراهن، وقد تضاعف الاهتمام العالمي بصناعة الصكوك الإسلامية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث حظيت صناعة الصكوك الإسلامية باهتمام العديد من الدراسات في الدول الإسلامية والدول الغربية، الأمر الذي حدا بالكثير من هذه الدول إلى إصدار تشريعات جديدة أو تعديل تشريعاتها القائمة بما لا يمنع من إصدار وتداول الصكوك الإسلامية للحد من مخاطر هذه الأزمة وتجنب مسبباتها مستقبلاً. وقد تم التوصل إلى جملة من النتائج أهمها أن الصكوك الإسلامية عبارة أداة استثمارية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وكبديل لأدوات الاستثمار التقليدي التي تقوم على الغرر؛ تُعد الصكوك الإسلامية من بين الأدوات المالية التي لم تتأثر كثيراً بالأزمة المالية العالمية لعام 2008م مقارنة بالأدوات المالية الأخرى، ولكنها تأثرت بانخفاض أسعار النفط من حيث حجم الإصدار؛ أظهرت تجارب الدول الرائدة في مجال إصدار وتداول الصكوك الإسلامية أنها وسيلة ملائمة لتمويل مشروعات البنية التحتية، وأداة من أدوات السياسة النقدية والمالية.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، المصرفية الإسلامية، الأزمة المالية، إصدار الصكوك، الصناعة المالية الإسلامية.

Abstract :

The Islamic Sukuk considers of the most important Islamic financing instruments, which saw widespread and growing in recent years, after the Islamic banking proved its strength and durability after the global financial crisis in 2008, as statistics indicate that the Islamic Sukuk has become the fastest growing slide in the Islamic financing market at the moment.

The industry of Islamic Sukuk gained the attention of numerous studies in Islamic countries and Western countries, which prompted a lot of these countries to amend its legislation to not preclude the issuance and trading of Islamic Sukuk to reduce the risk of this crisis and avoid its causes in the future. It has been reached to a number of findings, including:

- That the Islamic Sukuk is kind of investment instrument that comply with Islamic Sharia phrase, it has been devised for the development of the Islamic financial industry and as an alternative to the traditional investment instruments;
- The Islamic Sukuk are among the items that have not been greatly affected by the global financial crisis in 2008 compared to other financial instruments;
- The experiences of leading countries In the field of Sukuk issuance and use showed that it is an appropriate means of financing infrastructure projects of the Prophet, and a tool of monetary and financial policy tools.

Key words: Islamic Sukuk, Islamic banking, financial crisis, sukuk issuance, Islamic financial industry.

JEL Classification: G10

Received : 05/09/2018

Accepted: 03/12/2018

Online publication date: 10/05/2019

المقدمة: تُعتبر الصكوك الإسلامية من أهم أدوات التمويل الإسلامي التي شهدت انتشاراً ونموً واسعاً في السنوات الأخيرة، بعد أن أثبتت المصرفية الإسلامية قوتها ومتماتها بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، إذ تشير الإحصائيات أن الصكوك الإسلامية أصبحت الشريحة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي في الوقت الراهن.

وقد تضايف الاهتمام العالمي بصناعة الصكوك الإسلامية خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث دفعت هذه الأزمة الحكومات والهيئات الدولية إلى البحث عن آليات جديدة للنهوض بالاقتصاد العالمي وإيجاد حلول بديلة، إذ تقوم الصكوك الإسلامية بدور كبير في تفعيل حركة الاقتصاد وتوفير السيولة اللازمة، وتحريك أموال الناس بما يفهم ولا يضرهم، لما فيها من تنوع في أبواب الاستثمار المختلفة، ومن وضوح في التشريع والتعليل، ومن وثاقة بين الناس.

فالصكوك باب من أبواب الاقتصاد الإسلامي المتعددة، وقد أثبتت المنتجات الإسلامية - وفي مقدمتها الصكوك - جداتها ونفعها، في وقت عصفت الأزمة المالية العالمية لعام 2008م بكثير من المؤسسات والبنوك الربوية والتي كانت مصنفة من قبل وكالات التصنيف الدولية على أنها ذات جدارة ائتمانية عالية.

وقد انطلقت الصكوك الإسلامية بمعيها الشامل من عاصمة الاقتصاد الإسلامي إمارة دبي، حيث أطلقت مبادرة دبي عاصمة للصكوك الإسلامية ليشع ظلها أسواق المال في العالم، بعد أن كانت تسير ببطء شديد، مع أنها كانت قد صدرت من نحو عقدين، إلا أن تفعيلها لم يكن بمستوى حاجة الناس إليها، وذلك لهيمنة السندات والأسهم التقليدية وغيرها على أسواق المال المحلية والدولية، فكان على دبي التي أنشأت المصرفية الإسلامية من العدم وأصبحت عاصمة للاقتصاد الإسلامي، أن تجعل هذا المنتج الإسلامي أول منتجاتها العالمية.

انطلاقاً من ذلك حظيت صناعة الصكوك الإسلامية باهتمام العديد من الدراسات في الدول الإسلامية والدول الغربية، الأمر الذي حدا بالكثير من هذه الدول إلى تعديل تشريعاتها بما لا يمنع من إصدار وتداول الصكوك الإسلامية للحد من مخاطر الأزمات المالية وتجنب مسيبتها مستقبلاً. **1\1\1 مشكلة البحث:** هناك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الصكوك الإسلامية والتي تناولت البحث في ماهيتها وضوابطها الشرعية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، وعليه فإن هذا سيتطرق إلى واقع صناعة الصكوك الإسلامية قبل وبعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، من ثمة تثار مجموعة من الأسئلة نسعى للإجابة عليها في هذا البحث وهي: ما هو واقع صناعة الصكوك الإسلامية والتطور الذي عرفته في الفترة 2001-2015م؟ وهل تأثرت هذه الصناعة بالأزمة المالية لعام 2008م؟ وماهي التحديات والعقبات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية؟ وماهي آفاقها المستقبلية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة؟

2\1\1 أهمية البحث: تأتي أهمية البحث في موضوع صناعة الصكوك الإسلامية إلى:

1- انتشار هذه الصناعة في العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية، حيث عرفت نمواً كبيراً وتطوراً ملحوظاً، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م؛

2- سعي الكثير من الدول العربية والإسلامية وحتى الدول الغربية إلى وضع تشريعات وقوانين لتنظيم المعاملات المالية الإسلامية ومنها الصكوك؛

3- التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى استشراف مستقبل هذه الصناعة في ظل الظروف الراهنة؛

3\1\1 منهج البحث: قصد معالجة البحث وتحقيق أهدافه تم استخدام كل من المنهج الاستنباطي وأداتيه الوصف والتحليل من خلال تناول الإطار النظري والمفاهيمي للصكوك الإسلامية، والمنهج الاستقرائي قصد استقراء واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتطورها، والتحديات التي تواجه هذه الصناعة وآفاقها المستقبلية.

4\1\1 أقسام البحث: للإجابة على مشكلة البحث سنحاول معالجة الموضوع من خلال تناول المباحث التالية:

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية: أنواعها، ضوابطها الشرعية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية؛

المبحث الثاني: واقع وتطور صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015م؛

المبحث الثالث: تحديات صناعة الصكوك الإسلامية وآفاقها المستقبلية.

المبحث الأول- الصكوك الإسلامية: أنواعها، ضوابطها الشرعية

ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية

تشهد الأدوات المالية الإسلامية انتشاراً وازدهاراً واسعاً، ومن أبرز هذه الأدوات الصكوك التي تمكنت من استقطاب العديد من المستثمرين، وأصبحت من أهم الأدوات التي استطاعت أن تجد لنفسها مكانة بارزة في الأسواق المالية المحلية والدولية.

أولاً- الصكوك الإسلامية: مفهومها وأنواعها:

الصكوك جمع صك، والصك في لغة العرب تعني الضرب، يقال صك فلان فلانا أي ضربه¹، وقد يقصد بالصك الكتاب، وجمعه أصك وصكوك وصكك، وعلى هذا المعنى فإن اللفظ فارسي معرب (1).

وقد ورد في تفسير قوله تعالى " فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صَرَءَ فَصَكَّتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ " الذاريات، الآية: 29، أن صكت وجهها بمعنى ضربته، أي وضعت يدها على وجهها على عادة النساء عند التعجب من أمر غريب، قاله سفيان الثوري وغيره، وقال ابن عباس: أن صكت بمعنى لطمت، واصل الصك الضرب (2).

وقد يُراد بالصك، وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه (3)، وبالتالي فإن الصك هو ورقة مكتوبة تثبت لملكها حقا في مال، وفي اصطلاح الفكر المالي التقليدي يطلق الصك على نوع من الأوراق المالية. قدم العديد من الفقهاء والباحثين المختصين والهيئات والمجامع الفقهية الداعمة للمصرفية الإسلامية تعريفات للصكوك الإسلامية، كما تم تقسيمها إلى عدة أقسام، حسب آجالها ومجالات توظيفها والجهات التي تصدرها.

1- تعريف الصكوك الإسلامية: نكتفي ببعض التعريفات التي قدمتها الهيئات والمجامع الفقهية الداعمة للمصرفية الإسلامية، وكذلك بعض الباحثين المختصين في المصرفية الإسلامية كما يلي:

عزفت الهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية من خلال المعيار 17 (4) بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقتل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله" (5)، وتعرف الصكوك الإسلامية في هذا المعيار بالصكوك الاستثمارية تميزا لها عن السهم وسندات القرض.

وعزفتها مجلس الخدمات المالية الإسلامية على أنها: "جمع صك ويُشار لها عادة بـ (سندات إسلامية)، وهي شهادات، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة محتلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة" (6).

وعزف مجمع الفقه الإسلامي في مؤتمره الرابع بمجدة الصكوك الإسلامية بأنها "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال بإصدار ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه" (7).

كما عزف مجمع الفقه الإسلامي الدولي من خلال القرار رقم 137 (3/15) التصكيك الإسلامي بأنه "إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا" (8)، وبهذا التعريف تخرج السندات التقليدية التي تمثل ديونا وفوائد، والتي صدر بحزمها بالقرار رقم (6/11) 62. (9).

وعزف الدكتور عبد الستار أبو غدة الصكوك الإسلامية على أنها " حصص شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته حتى نهايته، ويترتب على ذلك جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة" (10).

كما عزفها الدكتور سامي حسن حمود على أنها " الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النسب المعلنة على الشيوخ، مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب به عن طريق تخصيص الحصص المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئيا حتى السداد التام، وهذه السندات تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة أو القراض" (11).

بناء على ما سبق يمكن تعريف الصكوك الإسلامية، على أنها وثائق أو شهادات استثمارية متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلا (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وبشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط المتفق والخاصة بكل إصدار، والتي تكون موافقة مع أحكام الشريعة، كما أن هذه الصكوك تكون قابلة للتداول في الأسواق المالية ملم تمثل نقدا أو دينا محضًا، ويتم إصدارها على أساس عقد من العقود الشرعية المعروفة.

2- خصائص الصكوك الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى بخصائص عديدة، نذكرها فيما يلي: (12)

1-2 الصكوك وثيقة تثبت لصاحبها حق ملكية شائعة في موجودات: تمثل الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الممول من حصيلة هذه الصكوك، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد سواء أكانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً أو من الحقوق المعنوية، وبذلك لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها.

2-2 الصكوك تصدر على شكل أوراق مالية متساوية القيمة: تصدر الصكوك على شكل أوراق مالية متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع أو الاستثمار بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية.

3-2 الصكوك الإسلامية تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يجوز تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمل مالك الصك نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك، وفقاً لمبدأ الغم بالغرم.

4-2 قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: يمكن تداول الصكوك الإسلامية بأي وسيلة من الوسائل الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول يباعاً أم هبة أم رهناً، غير أن قابلية الصكوك الإسلامية لا تكون إلا بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى لا يجوز تداولها شرعاً لأنها تمثل ديناً في ذمة الغير، ولأنه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلا إذا تم تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع "المراجحة".

5-2 توافق الصكوك الإسلامية مع أحكام الشريعة: يجب أن تتوافق الصكوك الإسلامية مع أحكام الشريعة سواء في إصدارها أو في تداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات (13)، كما أنه يتم إصدارها على أساس عقد من العقود المشروعة الذي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثلها.

3- الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات (الصكوك التقليدية): هناك فروقات واضحة بين الصكوك الإسلامية والسندات (الصكوك التقليدية) نذكرها فيما يلي: (14)

- الصكوك الإسلامية هي ملكية شائعة في أصول أو منافع، وبالتالي فهي متوافقة مع القاعدة الاقتصادية الإسلامية التي تحرم الربا المتمثل في ضمان عوائد ثابتة بغض النظر عن الربح أو الخسارة، (فالصكوك الإسلامية) تعطي دخلاً للمالكين مقابل تجارة معينة أو تأجير لأصل أو غيره من أنواع الصكوك المتاحة، وهي عبارة عن أوراق (صكوك) تثبت حق ملكية في أصل معين، أما الصكوك التقليدية فهي تدر عوائد ثابتة بغض النظر عن الربح والخسارة؛

- يتميز (الصك) بضرورة وجود الأصل، أما (السندات التقليدية) فقد تصدر بضمان الهيئة المصدرة فقط؛

- تمثل الصكوك كالأسهام حصة في ملكية موجودات مشروع معين، فحق الصك أو السهم، حق عيني يتعلق بموجودات المشروع، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره، لا يتعلق بموجودات عينية؛

- الصك له حصة شائعة من الأرباح التي سوف تتحقق مستقبلاً، بينما السند مرتبط بالفائدة المثبتة عليه؛

- الصك يتأثر بنتيجة الأعمال، ويشارك في الأرباح والخسائر المتحققة، بخلاف حامل السند لا يتحمل نتيجة الأعمال للمشروع؛ لأنه سند دين

ثانياً- أنواع الصكوك الإسلامية:

يوجد أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية كما أشارت إلى ذلك هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتتنوع

الصكوك الإسلامية باعتبار آجالها ومجالات توظيفها، أم باعتبار الجهة التي تصدرها، ويمكن أن يميز بين أنواع الصكوك على النحو الآتي: (15)

1- حسب الآجال: تنقسم الصكوك الإسلامية حسب الآجال إلى صكوك قصيرة الأجل (ويطلق عليها البعض شهادات الإيداع أو الاستثمار) تكون مدتها في العادة ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة، كما يمكن أن تكون صكوك متوسطة الأجل أو طويلة الأجل.

2- حسب الصيغة: تتنوع الصكوك الإسلامية حسب الصيغة إلى صكوك الإجارة، وصكوك المشاركة، وصكوك السلم، وصكوك الاستصناع، وصكوك المضاربة وصكوك المتاجرة، وصكوك الأسهم، وصكوك القرض الحسن.

1-2 صكوك الإجارة: هي صكوك تمثل ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للمالكين الصكوك ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب السوق (16).

2-2 صكوك السلم: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وعليه تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

2-3 صكوك الاستصناع: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك، والمصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع) والمكتبتين فيها هم المشتريين للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع.

2-4 صكوك المراجعة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح 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 ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار، وتتخذ هذه الصكوك أشكالاً، منها: (17)

- **صكوك المشاركة:** هي عبارة عن صكوك استثمارية تمثل ملكية رأس المال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يُرجع إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية (18).

- **صكوك المضاربة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها، والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتبتون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

- **صكوك الوكالة بالاستثمار:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار والمكتبتون هم الموكّلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكّل باستثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها وعرغها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد، والمصدر (الوكيل) يحصل إما على نسبة من الربح أو على مبلغ محدد، سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق.

2-5 صكوك المزارعة: والتي هي عبارة عن وثائق تصدر متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك نصيب في المحصول وفق ما حدده العقد (19)، والمصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتبتون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتبتون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت بحصيلة اكتسابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.

3- حسب طبيعتها: يمكن أن تكون الصكوك ذات أجل محدد سواء أكان ذلك في شهر أو سنة أم سنتين أم ثلاث سنوات الخ، أو صكوك دائمة، حيث يتصف النشاط الاستثماري فيها بالاستمرارية، ويمكن أن تكون الصكوك متناقصة، بمعنى أنه يتم استرداد جزء من قيمتها سنوياً، وصكوك متزايدة يُعاد استثمار العائد منها.

4- حسب نشاط القطاع الاقتصادي: صكوك تستثمر في القطاع الزراعي، أو في القطاع الصناعي، أو في القطاع التجاري... الخ.

5- حسب التخصيص: وتنقسم إلى صكوك عامة وأخرى خاصة، فالصكوك العامة توزع حصيلتها على جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف، والصكوك الخاصة هي التي تصدر لتمويل مشروع محدد.

6- حسب طبيعة الأصول: تنقسم إلى صكوك مدعومة وصكوك معتمدة على أصول، فالصكوك المدعومة هي صكوك يتحمل حاملها مخاطر الصكوك مباشرة، إذ أن عوائدها تأتي من الأصول وفي حال التعثر فلحملة الصكوك النفاذ مباشرة عن طريق الشركات ذات الغرض الخاص (SPV) إلى الأصل والتصرف فيه كصكوك المشاركة وصكوك المضاربة، أما الصكوك المعتمدة على الأصول فإن حامل الصك لا يتحمل مخاطر الصكوك مباشرة، بل يتحملها المصدر (الضامن) للصكوك، وفي حالة التعثر فليس لحملة الصكوك الحق في النفاذ إلى الأصول، بل لهم الحق فقط في مطالبة مصدر الصكوك (الضامن) بدفع المستحقات (20).

7- حسب الجهة المُصدرة: تنقسم إلى صكوك حكومية (صكوك سيادية) تصدرها الحكومات نتيجة عدم توفر السيولة لأغراض معينة كإنشاء مشروعات البنية التحتية أو توفير السلع والخدمات العامة، وصكوك شبه سيادية تصدرها جهات مرتبة بالحكومة، وصكوك خاصة تصدرها الشركات قصد توفير الموارد المالية لتمويل احتياجات رأس المال الثابت ورأس المال العامل وهي تتنوع فنجد منها صكوك المشاركة وصكوك المضاربة المطلقة والمقيدة (21)، والصكوك المصرفية التي تصدرها المصارف الإسلامية، سواء لتمويل العمليات الاستثمارية وغيرها، حيث تكون المصارف مسؤولة عن عمليات الاكتتاب وإدارتها لصالح الغير، وما يميز هذه الصكوك قدرتها على جذب المدخرات الصغيرة وتوجيهها نحو استثمارات مجدية (22).

8- حسب قابليتها للتداول: تتنوع الصكوك الإسلامية بحسب قابليتها للتداول إلى نوعين (23):

1-8 الصكوك القابلة للتداول: وهي الصكوك التي تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان ومنافع، وتشمل صكوك الإجارة، صكوك المشاركة، صكوك المضاربة، صكوك الوكالة بالاستثمار، صكوك المزارعة، صكوك المساقاة وصكوك المغارسة.

2-8 الصكوك غير القابلة للتداول: وهي الصكوك التي لا يجوز تداولها باعتبارها تقوم على الدين، وما كان هذا شأنه لا يجوز تداوله، لأنه يفضي إلى تأجيل البدلين (24). وتمثل هذه الصكوك في صكوك السلم، صكوك الإستصناع وصكوك المراجعة بعد بيع بضاعة المراجعة وتسليمها لمشتريها.

ثالثاً- أهمية الصكوك الإسلامية:

ازدادت أهمية الصكوك الإسلامية كأداة من الأدوات التمويلية لمختلف المشروعات، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث شهدت سوق الصكوك الإسلامية نمواً سريعاً وانتشاراً واسعاً في العديد من البلدان الإسلامية وغير الإسلامية، باعتبارها أداة تمويلية تحقق مكاسب كبيرة سواء لمصدري هذه الصكوك أو المستثمرين فيها أو المتفعين منها، وبالتالي فهي ذات أهمية كبيرة للاقتصاديات الوطنية.

1- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر الأصلي:

- تعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أماناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المتشددة التي تمارسها المؤسسات والأجهزة المستولة عن عمليات التصكيك (25).

- تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها (26).

- يعتبر تصكيك الأصول بديلاً لطرق التمويل الأخرى كالاقتراض أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي على كلاهما من قيود ومشاكل.

- تساعد الصكوك الإسلامية الأفراد والمؤسسات والحكومات من إدارة سيولتها بصورة مريحة.

- إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية.

2- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين:

- ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.

- تتميز الصكوك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هيكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى. بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة ذات الأغراض الخاص في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونياً في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك (27).

- توفر عمليات التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة.

- تقدم لصناديق الأوقاف وشركات الضمان التكافلي وصناديق التقاعد فرصة للاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت طويل الأجل التي تراعي أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي فهي تقدم لهم فرص استثمارية بديلة تنسجم مع كبيعة التزاماتهم الطويلة الأجل.

- للصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها.

3- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي:

- إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيتها التحتية. من هذه المؤسسات قيام شركات ذات الطبيعة الخاصة، وكالات التصنيف، خدمات المحاسبة والمراجعة الرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك (28).

- تفكيك دور الوساطة التقليدية وتقليص دورها بالنسبة للمقترضين كمصدر للتمويل، وذلك بعد انتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور وحسابه، مثل صناديق الاستثمار المشترك إلى جانب توجه المقترضين بإصداراتهم مباشرة إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية من خلال البنوك التجارية وبنوك الأعمال وغيرها (29)، مما يزيد من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد من حيث الأوراق المالية ومن حيث المتعاملين فيها.

- زيادة حجم عدد الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

- يميل التصكيك الإسلامي إلى إحداث بيئة تنافسية نتيجة لزيادة مصادر العرض (30).

رابعاً- الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية:

نظراً لاتساع تطبيق الصكوك عالمياً والإقبال المتزايد عليها، وما تناقلته وسائل الإعلام المختلفة من اتهامات وشبهات حول الصكوك الإسلامية، قام المجلس الشرعي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإعادة بحث موضوع إصدار الصكوك وتداولها في عدة اجتماعات، ليوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بما يلي (31):

1- عند إصدار الصكوك:

- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تتملك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء كانت أعياناً أم منافع أم خدمات، كما يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يقيها في موجوداته.
- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذم مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير المقصودة في الأصل.

2- عند تحديد سعر الأصول:

أصدر المجلس الاستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد سعر الأصول للصكوك الإسلامية لتسهيل عملية تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة باعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك، وقرر أن سعر بيع الأصول إذا كانت تباع بسعر أعلى من أسعارها فينبغي ألا تتجاوز 1.33 مرة من قيمة السوق، وعلى الجانب الآخر إذا كانت الأصول تباع بسعر منخفض يجب ألا يقل سعر البيع عن 0.67 مرة من قيمة السوق (32).

3- عند استخدام الإيرادات:

- يمكن استخدام الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية مادامت الأدوات المستخدمة موافقة مع الشريعة الإسلامية، وكذلك أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها من قبل الشريعة الإسلامية؛
- وكذلك يمكن استخدام هذه الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك لعمليات تجارية العامة التابعة للمؤسسات المالية التقليدية طالما أنها لا تنطوي في أي الأنشطة والأدوات المخالفة للشريعة؛

- تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار؛
- العائد بمثابة الربح وليس الربا؛

- استعمال رأس مال الصكوك بما يتوافق مع الشريعة اعتماداً على المبادئ الشرعية التي قررتها هيئة الرقابة الشرعية (33).

4- عند تداول الصكوك:

من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي انتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر هو من التصرفات الجائزة شرعاً، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثّلها الصك، فالنصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشريعة لا تضع قيوداً على التصرفات في العروض إلا إذا كانت أعيانها محرمة (كالخمر) أو شاب التعاقد ظلم أو غش...، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة.
فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا فيما يعرف من أحكام عقد الصرف، كذلك فإن التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط في الشريعة مثل تحريم بيع الدين بالدين، وتحريم بيع الدين بدين أكثر إلى أجل أطول، إلى غير ذلك من التفصيلات الفقهية (34).
والخلاصة هي أن المبدأ الذي يستقى من أحكام المعاملات المالية الإسلامية هو التوسع في التصرفات المتعلقة بالأعيان والتقييد في التصرفات المتعلقة بالنقود والديون.

خامساً- الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية:

إن الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية المنبثقة من الأعمال المصرفية الإسلامية هي كفيلاً بحماية الصكوك والأسواق المالية الإسلامية وكذلك الأسواق المالية العالمية في الوقت الحاضر، وفيما يلي أهم وأبرز الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية (35):

- التأكيد على توافر كافة ظروف ومستلزمات الإفصاح في السوق، وتجنب كفاية العمليات المبنية على الربا أو الغرر والجهالة والخذاع؛
- أن يكون التعامل مع مالكي الصكوك الحقيقيين، فالعامل مع المالكين الحقيقيين يقلل من الوسطاء والمضاربين الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمصالحهم؛
- فرض قيود كبيرة على المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار بحيث توجه أموالها للاستثمار وليس للمقامرة، ففي بورصة طوكيو مثلاً لا يسمح لمثل هذه المؤسسات باستثمار نسبة تزيد عما تحدده سلطة السوق؛
- المراقبة المستمرة لعمليات السوق، بحيث تكون عمليات حقيقية وليست صورية؛
- التأكيد على ضرورة منع البيع بالهامش أو بزيادة المدائنت على الأصول؛

- فرض قيود للحد من تقلبات الأسعار؛
 - التحكم في أوقات تداول الصكوك بزيادتها في الأحوال الطبيعية وخفضها في الظروف الاستثنائية؛
 - توفر سوق أوراق مالية كثوة تتميز بالعمق والانتساع حتى تجد الصكوك مجالاً للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية وتشجيع المؤسسات علي الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق عائد، أو اللجوء إليها لمعالجة نقص في السيولة.
 سادساً- دور الصكوك الإسلامية في دعم التنمية الاقتصادية:

تلعب الصكوك الإسلامية دوراً كبيراً في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تجميع وحشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى كمشروعات الغاز والنفط والطرق والموانئ والمطارات ومشروعات البنية التحتية الأخرى، وكذلك تساهم في تمويل التوسعات الرأسمالية للشركات والمشروعات التنموية الخيرية، ومن الأدوار التي تلعبها الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية ما يلي (36):

1- دور الصكوك الإسلامية في تجميع الموارد المالية: تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات، وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير ومتوسط وطويل، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية وتنوع أغراضها، وكذلك من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمه، إضافة إلى ما تتميز به الصكوك الإسلامية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة ومخاطر التضخم.

2- دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية: للصكوك الإسلامية القدرة على حشد وتعبئة الموارد المالية وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية، وبالتالي فإن كفاءة استخدام الموارد المالية التي يتم جمعها عن طريق الصكوك توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد وتوجيهها في تمويل المشروعات الاستثمارية نظراً لما تتميز به الصكوك الإسلامية، إذ تنوع بشكل يجعلها تلائم مختلف القطاعات الاقتصادية.

3- دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشروعات البنية التحتية: تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ لتمويل المشروعات الكبيرة، إذ يمكن الاستفادة منها في تمويل مشروعات البنية التحتية والمشروعات الضخمة التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة، لقدرتها على حشد وتجميع مدخرات مختلف الفئات، وهي بذلك تحقق منافع لكل من المصدر والمستثمر.

كما توفر عملية التصكيك وفقاً لأحكام الشريعة عدة مزايا اقتصادية نذكرها فيما يلي (37):

- تزيد من قدرة الشركات على توسيع أنشطتها دون الحاجة إلى زيادة رأسالها؛
 - تساعد في الرفع من نمو الناتج المحلي الإجمالي دون الحاجة إلى استثمارات إضافية؛
 - تزيد من درجة تعميق السوق المالية وتنشيطها؛
 - تشجع على تداول أدوات الملكية، الأمر الذي يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات، الذي يؤدي إلى ربط الاقتصادي الحقيقي بالاقتصاد المالي؛
 - تساهم في الحد من التضخم عن طريق مساهمة أدوات الملكية في إتاحة السيولة وتوفير التمويل طويل الأجل اللازمين لإيجاد فرص استثمارية جديدة؛

- تتيح فرص هائلة لسداد عجز الموازنة العامة بتوفيرها موارد حقيقية لا تؤثر سلباً على المستوى العام للأسعار.
 - يمكن استخدام الصكوك الإسلامية كأحد أدوات السياسة النقدية، حيث تتيح الصكوك الإسلامية الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدامها ضمن أطر السياسة النقدية، بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في إدارة فائض السيولة لديها.

المبحث الثاني- واقع وتطور صناعة الصكوك الإسلامية

خلال الفترة 2001-2015

مع أن حصة الصكوك الإسلامية لا تزال محدودة من حجم التمويل الإسلامي (15% حسب إحصائيات عام 2013م) مقابل 80% للمصرفية الإسلامية، إلا أنها تتطور بشكل سريع، إذ بلغ حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية في عام 2014م مبلغ 107 مليار دولار مقابل 119 مليار دولار عام 2013م و97.3 مليار دولار عام 2007م، مثلت حصة ماليزيا منها 69% تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 12% ودولة الإمارات العربية المتحدة بنسبة 6%، ثم اندونيسيا بـ 5% وتركيا بـ 3% و باقي الدول بـ 5%.

أولاً- تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2008م :

برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم الأدوات الاستثمارية الإسلامية في ماليزيا، ثم انتشرت في البلدان الأخرى الإسلامية وغير الإسلامية، بإصدارات قاربت المليار دولار عام 2001م، لتصل إلى 137 مليار في عام 2012م، لتتراجع بداية من عام 2014م نتيجة تباطؤ النمو الاقتصادي و بداية انخفاض أسعار النفط (38).

1- حجم إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2008م:

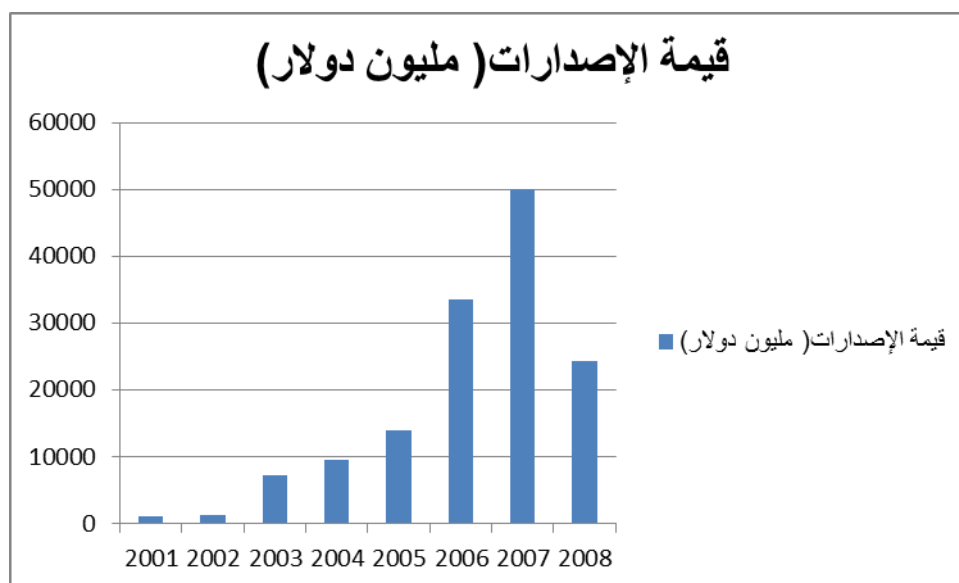
بدأ إصدار الصكوك الإسلامية في عام 1983 م، لكن البداية الفعلية كانت في عام 2001 م*، حين تم إصدار ما يقارب المليار دولار منها، ونما حجم الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية في نهاية عام 2007م ليصل إلى 97.3 مليار دولار، جاءت غالبيتها من ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي، وازداد حجم الإصدار الكلي للصكوك في أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا وآسيا بنسبة 71% ليبلغ 32.65 مليار دولار عام 2007م مقارنة بعام 2006م (39)، وفيما يلي تطور حجم الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001 - 2008م:

جدول (1): تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001 - 2008م

السنوات	قيمة الإصدارات (مليار دولار)
2001	1.172
2002	1.371
2003	7.207
2004	9.465
2005	14.008
2006	33.607
2007	50.041
2008	24.337

المصدر: تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، منشورات السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، 2016م، ص: 6.

والشكل البياني التالي يبين تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001 - 2008م
شكل (1): تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001 - 2008م



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

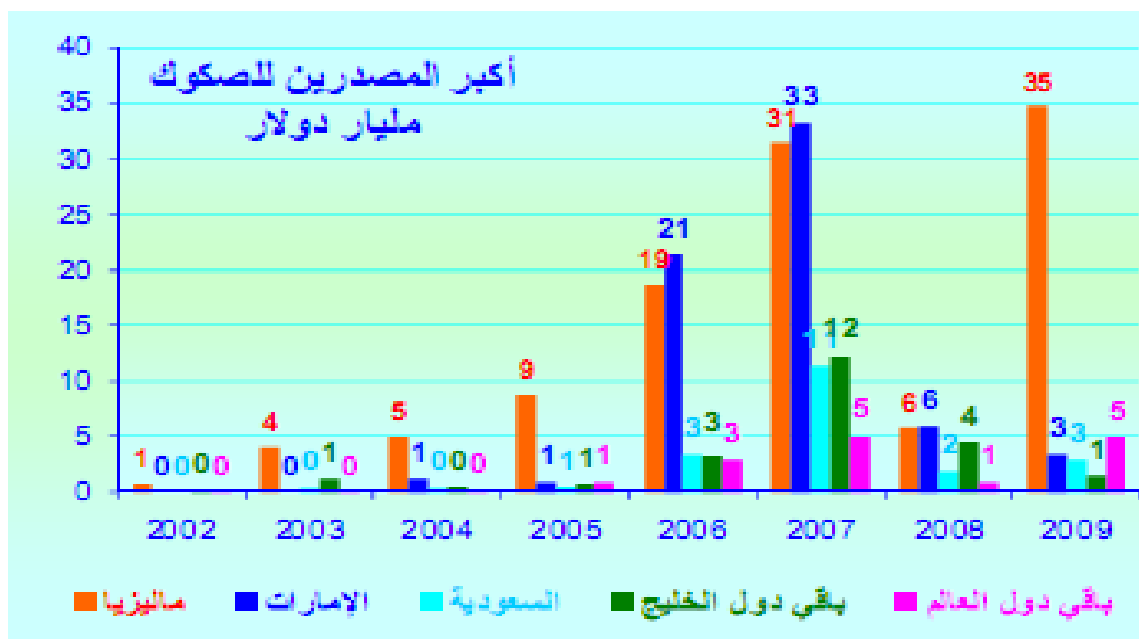
* تشير إلى أن بداية إصدار الصكوك كان في ماليزيا عام 1983م ثم في تركيا عام 1984م، ثم باكستان عام 1995م والسودان عام 1999م والبحرين عام 2001م.

ويُظهر الشكل (1) تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم، حيث نلاحظ الإرتفاع التدريجي لحجم الإصدارات بدء من 2001م، لترتفع بشكل ملحوظ في عامي 2006م و2007م، لتراجع من جديد نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م.

2- من حيث الدول المُصدرة للصكوك:

استمرت ماليزيا في الاحتفاظ بمركز المقدمة بين مصدري الصكوك حتى عام 2006م، وذلك راجع للخبرة التي اكتسبتها ومن تطور قطاعها المالي الذي ساعدها كثيرا في احتلال هذا المركز والسبق في إصدار الصكوك الإسلامية رغم التراجع في حجم وعدد الإصدارات**، وقد تمكنت دولة الإمارات العربية المتحدة من الوصول إلى المقدمة وتفوقت على ماليزيا في حجم إصدارات الصكوك عام 2006م و2007م على التوالي بفارق صغير، وجاءت المملكة العربية السعودية في المرتبة الثالثة بفارق كبير عن ماليزيا عام 2006م، وحلت دولة الكويت محل المملكة العربية السعودية في المركز الثالث عام 2007م، ولكن في عام 2009م عادت دولة ماليزيا لاحتلال الصدارة من جديد واستمرت في الصدارة حتى نهاية 2015م.

شكل (2): أكبر الدول المصدرة للصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2002-2009



المصدر: معبد علي الجارحي & عبد العظيم جلال أبو زيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 مايو 2010، ص: 11.

3- من حيث أنواع الصكوك المُصدرة:

احتلت صكوك الإجارة المرتبة الأولى من حيث حجم الإصدارات بنسبة 39%، حلت بعدها صكوك المشاركة بنسبة 23%، ثم صكوك المبادأة بنسبة 17%، فصكوك المضاربة بنسبة 13% وبقية أنواع الصكوك الأخرى بنسبة 8%.

** من بين الأسباب التي أثرت على حجم الإصدار في ماليزيا إلى جانب أزمة الديون العقارية في عام 2008م، هو أن الصكوك الماليزية بدأت في الغالب مبنية على البيوع العينة المحرمة وبيع الدين، وقيل لتبرير ذلك حينئذ أن المذهب الشافعي يسمح ببيع العينة. (أنظر: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 مايو 2010، ص: 10.)

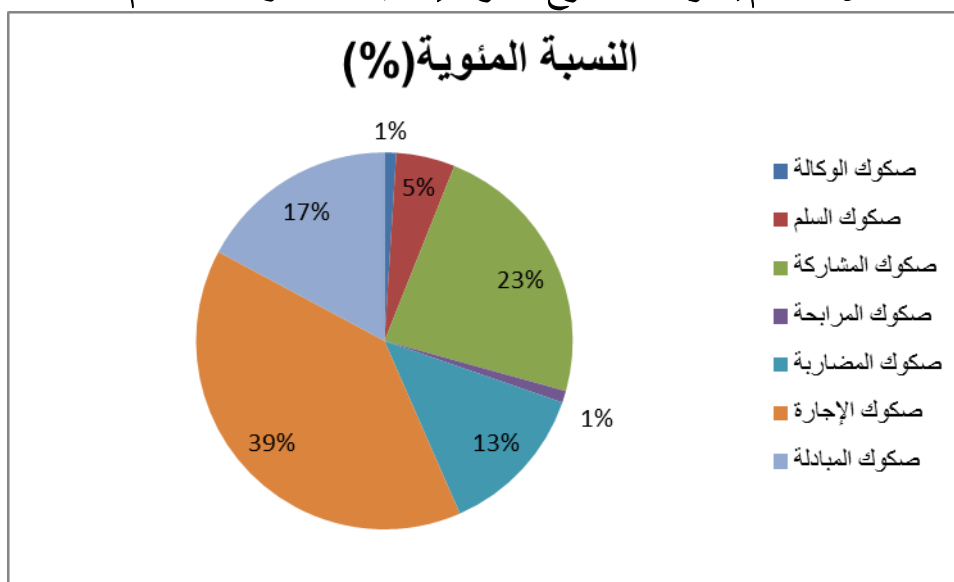
جدول (2): أنواع الصكوك المصدرة وقيمتها ونسبتها المئوية خلال الفترة 2001-2008م

النسبة المئوية (%)	القيمة (مليار دولار)	أنواع الصكوك
1%	0.395	صكوك الوكالة
5%	1.958	صكوك السلم
23%	8.693	صكوك المشاركة
1%	0.340	صكوك المراجعة
13%	4.725	صكوك المضاربة
39%	14.844	صكوك الإجارة
17%	6.190	صكوك المبادلة

المصدر: تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، منشورات السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، 2016

يبين الشكل الموالي استحواد صكوك الإجارة ثم صكوك المشاركة فصكوك المبادلة على إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية، خلال الفترة 2001-2008م.

شكل (3): حجم إصدارات مختلف أنواع الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2008م



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (2)

ثانيا- واقع سوق الصكوك الإسلامية بعد الأزمة المالية لعام 2008م خلال الفترة (2009-2015م):

1- من حيث حجم الإصدار:

واجهت سوق الصكوك الإسلامية كغيرها من أسواق الدين صعوبات كبيرة عام 2008م، أبرزها تداعيات الأزمة المالية العالمية وارتفاع كلفة الاقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأصول المالية والعقارية، إذ واجه إصدار الصكوك الإسلامية تحديات غير مسبوقة عام 2008م، فمن نمو كبير عام 2007م بحجم إصدار بلغ 33.5 مليار دولار تقريبا، تراجع في عام 2008م بأكثر من 40% ليبلغ 24.5 مليار دولار فقط (40)، ولكن سرعان ما تعافت سوق الصكوك الإسلامية إلى حد ما في عام 2009م ليبلغ حجم إصداراتها حوالي 38 مليار دولار بنسبة نمو فاقت 53% مقارنة بعام 2008م، وواصل هذا النمو زخمه ليسجل في عام 2010م انطلاقة غير مسبوقة في سوق إصدارات الصكوك الإسلامية بنسبة نمو بلغت حوالي 54% ليصل حجم الإصدارات إلى 57.8 مليار دولار (41).

وأرجع المراقبون انتعاش سوق الصكوك الإسلامية إلى التعافي من الأزمة المالية الذي عرفته اقتصاديات أغلب الدول الإسلامية فضلا عن التعافي النسبي للأسواق العالمية، وكذلك ارتفاع أسعار النفط، وهذا سجل عام 2010م رقما قياسيا جديدا في صناعة الصكوك الإسلامية متفوقا بذلك على عام 2007م.

وقد استمر هذا النمو خلال عام 2011م ليصل إلى حوالي 58% بحجم إصدارات بلغت 93.57 مليار دولار، وواصلت صناعة الصكوك الإسلامية نموها في عام 2012م ولكن بوتيرة أقل مقارنة بعامي 2010م و2011م، حيث نمت بنسبة 22.5% لتبلغ 137.6 مليار دولار، وطبقاً لتقرير أصدره بيت التمويل الكويتي فإن حجم إصدارات الصكوك لعام 2013م بلغ 119.7 مليار دولار بانخفاض قدره 8% مقارنة بعام 2012م الذي بلغت فيه الإصدارات مستوى قياسياً (42)، وواصل حجم إصدار الصكوك الإسلامية نموه في عام 2014م ليتجاوز 130 مليار دولار. وذكر تقرير صادر عن شركة كامكو للاستثمارات (الكويت) أن إجمالي حجم الصكوك المصدرة عالمياً سجل تراجعاً ملحوظاً خلال عام 2015م، حيث انخفض بنسبة 43% ليصل إلى 60.7 مليار دولار بالمقارنة مع 107 مليار دولار خلال عام 2014م نتيجة لتقلب أسعار الفائدة وانخفاض أسعار النفط والسلع الاستهلاكية، وفيما يلي تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة 2009 - 2015م

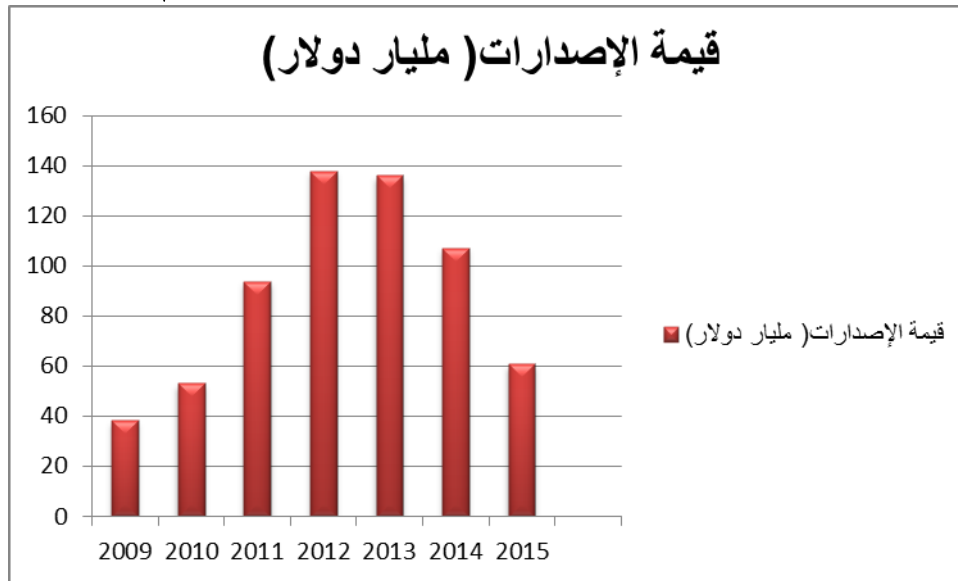
جدول (3): تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية 2009-2015م

السنوات	قيمة الإصدارات (مليار دولار)
2009	38.070
2010	53.125
2011	93.573
2012	137.599
2013	135.870
2014	106.960
2015	60.693

المصدر: تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، مرجع سابق، ص: 6.

يبين الشكل (4) تطور حجم إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2009-2015م، حيث يلاحظ تعافي صناعة الصكوك الإسلامية خلال هذه الفترة، إذ وصلت الإصدارات إلى مستوى قياسي في عام 2012م و2013م، لتتخفف من جديد بدءاً من عام 2014م، نتيجة تباطؤ النمو الاقتصادي وبداية انخفاض أسعار النفط.

شكل (4): تطور قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية للفترة 2009-2015م



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (3)

2- من حيث أنواع الصكوك المصدرة:

ارتفع عدد إصدارات الصكوك الإسلامية من 109 عام 2006م إلى 119 عام 2007م، بينما زاد متوسط حجم الصفقات من 175 مليون دولار عام 2006م إلى 270 مليون دولار عام 2007م، حيث تم إصدار الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية، إذ بلغت 31% من الحجم الإجمالي، تلتها العقارات بنسبة 25%، والطاقة والخدمات بنسبة 12%، وفي الوقت نفسه عززت صكوك المشاركة مركزها باعتبارها الصكوك المهيمنة من حجم الإصدار بإصدارات بلغت 12.9 مليار دولار، تلتها صكوك الإجارة بإصدارات بلغت 10.13 مليار دولار، لكن صفقات صكوك الإجارة المصدرة وصلت إلى 54 مقارنة بـ 22 إصدارا لصكوك المشاركة (44).

وأوضح أحد التقارير إلى أن الصكوك السيادية واصلت الاستحواذ على سوق الصكوك خلال عام 2015م ولكن حصتها من إجمالي الإصدارات قد تراجعت بنسبة تجاوزت الضعف خلال العام ذاته، حيث بلغ إجمالي قيمة الصكوك السيادية المصدرة 28.1 مليار دولار في عام 2015م بالمقارنة مع 62.9 مليار دولار خلال عام 2014م، في حين بلغت قيمة الصكوك شبه السيادية المصدرة 13.7 مليار دولار بالمقارنة مع 16.7 مليار دولار في عام 2014م، من جهة أخرى بلغت قيمة إصدارات قطاع الشركات من الصكوك 21.4 مليار دولار في عام 2015م بالمقارنة مع 23.4 مليار دولار في عام 2014م، ومن بين الإصدارات المهمة التي شهدتها منطقة الخليج العربي إصدار بنك الرياض ما قيمته 1.067 مليار دولار وإصدار حكومة رأس الخيمة ما قيمته 1 مليار دولار، وفيما يتعلق بأداء القطاعات، استحوذ قطاع البنوك على إصدارات الصكوك في القطاع الخاص تلاه قطاع النقل والمواصلات ثم قطاع البناء والتشييد، ومن ناحية أخرى فقد انخفضت قيمة الصكوك التي أصدرها قطاع الطاقة والخدمات إلى نحو الضعف بقيمة 3.2 مليار دولار بالمقارنة مع 5.9 مليار دولار في عام 2014م (45).

جدول (4): أنواع الصكوك المصدرة وقيمتها ونسبتها المتوية خلال الفترة 2009-2015م

الوحدة: مليون دولار أمريكي

2015		2014-2013		2012-2009		الفترة
النسبة (%)	القيمة	النسبة (%)	القيمة	النسبة (%)	القيمة	أنواع الصكوك
63%	13110	38%	18978	29%	11576	صكوك الوكالة
/	/	1%	391	6%	2605	صكوك المشاركة
/	/	/	/	/	/	صكوك السلم
3%	516	9%	4418	5%	1942	صكوك المراجعة
8%	1750	/	/	0.002%	1	صكوك المضاربة
12%	2500	4%	2214	13%	5408	صكوك هجينة
14	3004	2%	982	47%	19085	صكوك الإجارة

المصدر: تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، مرجع سابق، ص ص 28-29.

ثالثا- الصكوك المصدرة (حسب النوع والمنطقة) خلال الفترة 2001-2015م

1- أنواع الصكوك السيادية وشبه السيادية المصدرة:

بالنسبة للصكوك السيادية، فقد احتلت صكوك الإجارة المرتبة الأولى بإصدارات بلغت قيمتها 30.7 مليار دولار وبنسبة 77%، وحلت في المرتبة الثانية صكوك الوكالة بإصدارات بلغت 4.3 مليار دولار وبنسبة 11%، وبالنسبة للصكوك شبه السيادية، فقد جاءت صكوك الوكالة في المرتبة بقيمة إصدارات بلغت 2.62 مليار دولار بنسبة 68%، وحلت في المرتبة الثانية صكوك الإجارة بإصدارات بلغت 7.2 مليار دولار وبنسبة 19%، والجدول التالي يبين أنواع الصكوك السيادية وشبه السيادية المصدرة خلال الفترة 2001-2015م.

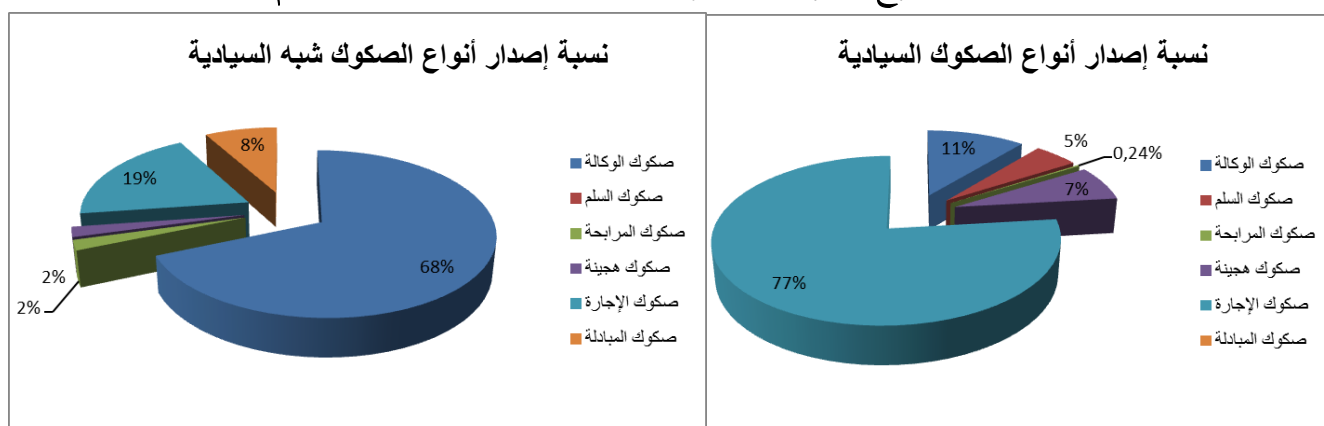
جدول رقم (4) أنواع الصكوك السيادية وشبه السيادية المصدرة خلال الفترة 2001-2015م.

الوحدة: مليون دولار أمريكي

النسبة (%)	قيمة الإصدارات	أنواع الصكوك شبه السيادية	النسبة (%)	قيمة الإصدارات	أنواع الصكوك السيادية
68%	26219	صكوك الوكالة	11%	4300	صكوك الوكالة
/	/	صكوك السلم	5%	1958	صكوك السلم
2%	777	صكوك المراجعة	0.24%	97	صكوك المراجعة
2%	600	صكوك هجينة	7%	2800	صكوك هجينة
19%	7200	صكوك الإجارة	77%	30711	صكوك الإجارة
8%	3132	صكوك المبادلة	/	3132	صكوك المبادلة

المصدر: تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، مرجع سابق، ص 31.

الشكل (5) نسبة إصدار أنواع الصكوك السيادية وكذا شبه السيادية خلال الفترة 2001-2015م.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول (4).

2- من حيث الدول المصدرة:

استحوذت ماليزيا على المركز الأول عالميا من حيث إصدارات الصكوك تلتها إندونيسيا و المملكة العربية السعودية، وكان صدور قرار البنك المركزي الماليزي بوقف إصدار الصكوك التي تعتبر إحدى أدوات إدارة السيولة في البنوك الإسلامية في ماليزيا من أهم الأسباب التي أدت إلى تراجع إصدارات الصكوك في عام 2015م، إضافة إلى ذلك فقد تسببت المخاوف من رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في ابتعاد بعض المصدرين عن السوق.

3- من حيث عدد الإصدارات:

أما من حيث توزيع عدد إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015م فقد كان أغلبها في منطقة الشرق الأوسط والخليج العربي بنسبة 67.7%، تليها منطقة آسيا والشرق الأقصى بنسبة 21.7%، ومنطقة أوروبا ودول أخرى بنسبة 10%، والجدول الموالي يظهر الدول المصدرة للصكوك وعدد الإصدارات.

جدول رقم (5): المناطق المصدرة للصكوك وعدد الصكوك خلال الفترة 2001-2015م

1-3 بالنسبة لمنطقة آسيا والشرق الأقصى:

النسبة (%)	القيمة (مليون دولار)	عدد الإصدارات	الدول
0.07	97	1	الصين
1.48	2196	4	هونغ كونغ
5.38	8003	11	إندونيسيا
0.127	190	3	اليابان

20.27	30165	53	ماليزيا
1.08	1600	2	باكستان
0.48	711	4	سنغافورة
28.87	42961	78	المجموع (1)

2-3 بالنسبة لمنطقة الخليج العربي والشرق الأوسط:

النسبة (%)	القيمة (مليون دولار)	عدد الإصدارات	الدول
5.28	7860	99	البحرين
1.43	2127	13	الكويت
6.51	9685	11	قطر
15.60	23218	39	م.ع السعودية
36.16	53819	81	الإمارات العربية المتحدة
64.98	96709	243	المجموع (2)

3-3 بالنسبة لمنطقة أفريقيا:

النسبة (%)	القيمة (مليون دولار)	عدد الإصدارات	الدول
0.34	500	1	جنوب أفريقيا
0.09	130	1	السودان
0.42	630	2	المجموع (3)

4-3 بالنسبة لمنطقة أوروبا والدول الأخرى:

النسبة (%)	القيمة (مليون دولار)	عدد الإصدارات	الدول
0	1	1	فرنسا
0.04	55	1	ألمانيا
0.19	280	3	لكسمبورغ
3.84	5716	17	تركيا
0.69	1028	8	المملكة المتحدة
0.92	1367	5	الولايات المتحدة
0.05	77	1	كازاخستان
5.73	8524	36	المجموع (4)

المصدر: تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، مرجع سابق، ص ص: 24-25.

والجدول الموالي عبارة عن حوصلة للجدول الأربعة السابقة يبين عدد الإصدارات وقيمتها ونسبة كل منطقة من هذه الإصدارات.

جدول رقم (6): عدد وقيمة الإصدارات حسب كل منطقة خلال الفترة 2001-2015م

النسبة (%)	القيمة (مليون دولار)	عدد الإصدارات	المناطق
28.87	42961	78	آسيا والشرق الأقصى
64.98	96709	243	الخليج العربي والشرق الأوسط
0.42	630	2	إفريقيا
5.73	8524	36	أوروبا والدول الأخرى
100	148824	359	المجموع

المصدر: تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، مرجع سابق، ص ص: 24-25.

4- أنواع الصكوك من حيث إصدارها حسب العملات:

تم إصدار الصكوك الإسلامية عن طريق 24 عملة محلية ودولية خلال الفترة 2001-2015م، إذ سيطر الرنحيت الماليزي على أغلب الإصدارات بنسبة 64%، وحل الدولار الأمريكي في المرتبة الثانية بنسبة 18.313% من الإصدارات، وجاء الدرهم الإماراتي في المرتبة الثالثة بنسبة 8.251%، والريال السعودي رابعا بنسبة 4.706% من الإصدارات، وحلت الروبية الاندونيسية في المرتبة الخامسة بنسبة 2.661%، أما بقية العملات الدولية والمحلية، فقد كانت متقاربة ولم تتجاوز العملة الواحدة نسبة 2% من مجموع الإصدارات (46)

المبحث الثالث- تحديات صناعة الصكوك الإسلامية

وأفاقها المستقبلية

لقد جاءت الأزمة المالية العالمية لعام 2008م وما نجم عنها من تداعيات خطيرة على النظام المالي العالمي، وعلى الصناعة المصرفية والمالية، حيث أكدت هذه الأزمة مجددا سلامة المبادئ التي تقوم عليها الصناعة المالية الإسلامية كونها تمتلك العديد من المقومات التي تحقق لها الأمن والأمان وتقليل المخاطر مثل الأمانة والمصداقية والشفافية والبنية والتيسير والتعاون والتكامل والتضامن، والصكوك الإسلامية رغم تأثرها النسبي بالأزمة المالية العالمية، إلا أنها عادت إلى النمو والتطور، ويتوقع لها مستقبلا زاهرا نتيجة انتشار إصدار وتداول هذه الصكوك في العديد من البلدان الإسلامية وغير الإسلامية.

وبالرغم ما للصكوك الإسلامية من مميزات وتوقعات للانتشار، إلا أن هناك مجموعة من التحديات والعراقيل التي تحد من نمو سوق الصكوك الإسلامية والتي يجب أخذها بعين الاعتبار حتى تحقق الصكوك الإسلامية المزيد من أهدافها المنشورة، ويمكن تقسيم هذه التحديات إلى:

أولا- تحديات مرتبطة بالجانب الشرعي والتشريعي: من هذه التحديات:

- 1- **الأزمة الشرعية***: تواجه الصكوك الإسلامية كسائر المنتجات المالية الإسلامية حملات متزايدة من الانتقادات من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، وبالتالي تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.
- 2- **تحدي الرقابة الشرعية**: من أبرز التحديات التي تعترض تجربة الصكوك الإسلامية قلة علماء الشريعة المؤهلين لتقييم المنتجات المالية الإسلامية قياسا بحجم النشاط الممارس، إضافة إلى نقص التنسيق بين الهيئات الشرعية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وغياب وحدة المرجعية الشرعية في كل بلد، ما يؤدي إلى تضارب الفتاوى الفقهية (47) التي تسند للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من جهات مختلفة؛
- 3- **غياب التشريعات والهيئات المنظمة لسوق الصكوك الإسلامية**: لا تزال الكثير من الدول العربية والإسلامية متأخرة في وضع تشريعات وقوانين خاصة بتنظيم سوق الصكوك الإسلامية (48)، ويؤكد خبراء مصرفيون أن من أكبر التحديات التي تواجهها صناعة الصكوك الإسلامية هو غياب الهيئات التنظيمية المستقلة التي تضمن هذه الصكوك من الناحية المالية والشرعية.

ثانيا- تحديات أخرى: إلى جانب التحديات الشرعية والتشريعية هناك تحديات أخرى تواجه نمو سوق الصكوك الإسلامية نذكرها أهمها فيما يلي:

- 1- **ارتفاع تكاليف الإصدار**: على مدير الاستثمار أو مدير الصندوق وهو عبارة عن شركة أو مؤسسة مالية أو بنك أن يعمل على تولى عملية الإصدار وتغطية تكاليفه وإدارة عمليات الاكتتاب، وفي هذا زيادة التكلفة وزيادة شبه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية (49).
- 2- **التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية**: ضرورة تصنيف الصكوك الإسلامية ائتمانيا قبل إصدارها من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك كلفة كبيرة على حملة الصكوك التي تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة (50).

3- **نقص الشفافية في بعض الإصدارات**: وهو ما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية، وذلك لتقليل المخاطر ومحاول الاكتتاب في بعض الإصدارات (51).

4- **عدم وجود سوق ثانوية كفاة**: حيث يجب توفر سوق مالي كفاء تتميز بالعمق والاتساع حتى تجد الصكوك الإسلامية مجالا للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية وتشجيع المؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق عائد، أو اللجوء إليها لمعالجة النقص في السيولة، كما تقوم السوق المالية بالتسعير الكفاء للأوراق المالية... الخ، والتخصيص الأمثل للموارد المالية، وتتيح

* في عام 2007م أصدر فضيلة الشيخ تقي عثاني تصريح مشهور انتقد فيه واقع الصكوك وخصوصا صكوك المشاركة التي رأى أن 85% منها لا يتوافق مع الشريعة الإسلامية، وفي بحث له وصف الصكوك بأنها اجتمعت فيها معظم خصائص السندات الربوية، وانتقد مسيرة هذه الصناعة، واستجابة لهذا البحث أعد المجلس الشرعي لهيئة المعايير المحاسبية في سبتمبر 2007 بيانا لصحيح الكثير من الانحرافات التي شابها الصكوك، خاصة صكوك المشاركة، ومن ذلك منع تعهد المضارب أو الشريك أو وكل الاستثمار بشراء الأصول بتمتتها الاسمية وكذلك منع إقراض المضارب أو الشريك حمة الصكوك عند تراجع الأرباح.

سوق الأوراق المالية تعبئة الموارد المالية عن طريق الإصدارات العامة بدلاً من اللجوء إلى المدخرين بصورة مباشرة، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق عدد من المزايا الاقتصادية.

ويدون توفير هذه السوق، وتمتع الصكوك بالتداول، فإن الاستفادة من الصكوك ستظل محدودة للغاية، ولا يقتصر الأمر على الصكوك فقط، بل إن عدم توفر هذه السوق يؤثر بالسلب على أداء المصارف الإسلامية في مجموعها.

5- زيادة البنوك الأجنبية: تصدر البنوك الأجنبية عملية إصدار الصكوك الإسلامية، نظراً لقلّة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية، وعدم توفر الموارد البشرية المؤهلة في مجال هذه الصكوك.

6- مخاطر الصكوك الإسلامية: الصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل موجودات تحتوى على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظراً لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي في مخاطر الائتمان، مخاطر السوق ومخاطر التشغيل وغيرها من المخاطر.

ثالثاً- مستقبل صناعة الصكوك الإسلامية:

رغم التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية إلا أنه يمكن استشراف مستقبل زاهر لهذه الصناعة بدليل إصدار وتداول هذه الصكوك في الكثير من الدول الغربية كبريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية واليابان، وفي هذا الصدد قام بنك الاستثمار الأميركي الشهير "جي بي مورغان" بإدراج الصكوك الإسلامية في مؤشراتته اعتباراً من 2016/10/31م، وأفاد البنك في تقرير حديث له بأن القرار شمل 8 أنواع من الصكوك مقومة بالدولار مصدرها تركيا وماليزيا وإندونيسيا، حيث يدير بنك "جي بي مورغان" معظم المؤشرات القياسية الأوسع استخداماً لديون الأسواق الناشئة.

وأظهرت دراسة قامت بها "تومسون رويترز" أنه من المتوقع أن ينمو حجم سوق الصكوك الإسلامية إلى 749 مليار دولار بحلول العام 2018م، ومن المتوقع أن تنمو الفجوة بين العرض والطلب في سوق الصكوك العالمية إلى 230 مليار دولار مع نهاية 2017م، لتتنقص بشكل تدريجي إلى 187 مليار دولار بحلول العام 2018م (52).

أما من ناحية الطلب، فقد أشارت الدراسة إلى أن 50% من المحافظ الاستثمارية ستخصص قسطاً من استثماراتها في المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ومن ضمنها ما نسبته 25% إلى 35% سيتم تخصيصها للاستثمار في الصكوك، كما أشارت الدراسة إلى أن أغلبية المستثمرين يفضلون إصدارات الصكوك المقومة بالدولار الأميركي.

وجاء في تقرير واقع الاقتصاد الإسلامي لعام 2015م، أن الثقة العالمية منحت التمويل الإسلامي والمصارف الإسلامية- باعتبارها أحد دعائم إصدار الصكوك- أفضلية جعلتها تنمو بمعدل 16% سنوياً منذ إطلاق مبادرة دبي عاصمة الاقتصاد الإسلامي، مقابل نمو 10% للمصارف التقليدية. نشير في الأخير إلى الدور الذي تلعبه السوق المالية الإسلامية الدولية باعتبارها أحد الهيئات الداعمة للعمل المصرفي الإسلامي ومؤسساته المالية، خصوصاً وهي تستعد للانطلاق بالصكوك الإسلامية إلى فضاء دولي واسع مع تعدد جهات الإصدار، سواء من قبل الحكومات أو من قبل مؤسسات القطاع الخاص، فالدور المنتظر من هذه السوق في تنظيم وضبط إصدارات الصكوك وتداولها يتطلب عدة أمور منها (53):

- وضع لوائح تنظيمية لإصدار وتداول الصكوك لطمأنة المستثمرين وقبولها كأداة تمويل بديلة للسندات التقليدية وملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية

- توحيد معايير الإصدار للأدوات المالية الإسلامية وكذلك معايير التداول، وخصوصاً فيما يتعلق بالصكوك وأنواعها؛

- ربط إصدارات الصكوك بأصول حقيقية لإزالة اللبس بينها وبين الإصدارات التي تتم على أساس الديون وهي المرفوضة شرعاً؛

- التأكد من أن إصدارات الصكوك لا تتم على أساس التورق المنظم والذي بالنتيجة يشوه الصناعة المصرفية الإسلامية ويبعدها عن رسالتها الحقيقية.

الخاتمة:

- تناولنا في هذا البحث بالدراسة و التحليل مفهوم الصكوك الإسلامية، أنواعها، أهميتها وضوابطها الشرعية، وواقع صناعة هذه الصكوك قبل وبعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م وحتى عام 2015م، بالإضافة إلى التحديات والعقبات التي تواجه هذه الصناعة ، وخلصت الدراسة إلى جملة من النتائج نذكرها فيما يلي:
- أن الصكوك الإسلامية عبارة أداة استثمارية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وبديل لأدوات الاستثمار التقليدي؛
 - عرفت سوق الصكوك الإسلامية تطورا ملحوظا منذ نشأتها واستمرت على هذا الحال، غير أنه بدأت تعرف انخفاضا منذ نهاية عام 2007م، بسبب الأزمة المالية العالمية وأثارها من انخفاض أسعار النفط وعوائده وشح السيولة وانخفاض أسعار الأصول وخاصة العقارية، والشكوك حول شرعية الصكوك المصدرة، إلا أنه منذ النصف الثاني من عام 2009م، عادت هذه السوق للانتعاش والنمو من جديد وحققت الصكوك مستويات قياسية ، ثم عادت للانخفاض من جديد بداية من عام 2014م؛
 - تعدد الصكوك الإسلامية من بين الأدوات التي لم تتأثر كثيرا بالأزمة المالية العالمية لعام 2008م مقارنة بالأدوات المالية التقليدية الأخرى؛
 - أظهرت تجارب الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية واستخدامها أنها وسيلة ملائمة لتمويل مشروعات البنية التحتية، وكأداة من أدوات السياسة النقدية والمالية؛
 - إن انتعاش سوق الصكوك الإسلامية مرتبط بتحسين أسواق الدين العالمية و باستقرار أسعار النفط والسلع الاستهلاكية؛
 - من المتوقع أن يحافظ سوق الصكوك الإسلامية على نموه وقوته نظرا لتوسع إصدار هذه الصكوك في العديد من الدول غير الإسلامية، وكذلك ازدياد شعبية هذه المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي ظل دعم الحكومات والدول للتمويل الإسلامي للاستفادة من هذا المنتج في تمويل التنمية ومشاريع البنية التحتية؛
 - لم يقتصر التمويل بالصكوك الإسلامية على الدول الإسلامية فقط، بل تعدى ذلك إلى دول غير إسلامية دخلت مجال التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية كالولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، ألمانيا، اليابان والصين وغيرها من الدول الأخرى؛
 - تعتبر التشريعات وقواعد الإفصاح والشفافية من أكبر التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية.
- وبناء على نتائج البحث تقدم التوصيات التالية:
- وضع معايير وآليات لإصدار الصكوك تكون موحدة في أغلب الدول المصدرة للصكوك الإسلامية؛
 - توفير البيئة التشريعية والتنظيمية الملائمة لإصدار الصكوك، كإصدار أنظمة ولوائح طرح الصكوك الإسلامية وتداولها، وإنشاء الجهة التنظيمية المشرفة على سوق المال في كل بلد، مع ضرورة إنشاء هيئة شرعية موحدة لها المرجعية الكاملة لإصدارات الصكوك التي يُراد طرحها، أو إدراجها في سوق المال لتضيق هوة الخلاف الفقهي، وتعزيز الشفافية واستقرار السوق وزيادة الثقة فيه، مع الاستفادة من خصوصيتها في التداول؛
 - العمل على إنشاء مؤشر للصكوك الإسلامية على المستوى المحلي والإقليمي والدولي؛
 - العمل على تطوير السوق الثانوية لتداول الصكوك حتى يمكن الاستفادة من سيولتها عند الحاجة؛
 - ضرورة ولوج المؤسسات المالية الإسلامية إلى سوق الصكوك الإسلامية للاستفادة من مزاياها الكثيرة؛
 - تطوير الهيئات الإسلامية الداعمة للمصرفية الإسلامية - ومنها الصكوك الإسلامية- من هيئات التصنيف والتقييم وهيئات الرقابة الشرعية والأسواق المالية الإسلامية، حتى تسهل عملية إصدار وإخراج وتداول الصكوك الإسلامية؛
 - العمل على نشر ثقافة التعامل بالصكوك الإسلامية في مجتمعات الأعمال وبيان مميزات.

المراجع:

1. أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، ط1، دار صادر، بيروت، 1990، ج 10.
2. الفيروز آبادي، القاموس المحيط، دار إحياء التراث العربي، بيروت، 2003.
3. أبو عبد الله بن محمد الأنصاري القرطبي، الجامع لأحكام القرآن، الجزء السابع عشر، دار الشعب، القاهرة، 2007.
4. أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور، مرجع سابق.
5. أعتمد المعيار 17 الخاص بصكوك الاستثمار الإسلامية بتاريخ 7 ربيع الأول 1424 الموافق 8 مايو 2003م من طرف المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، في اجتماعه العاشر، المنعقد بالمدينة المنورة.
6. عبد الرحمن النجدي " المعايير الشرعية "، منشورات شركة الامتياز، الكويت، 2010.
7. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، ماليزيا، جانفي 2009.
8. انعقد المؤتمر الرابع لمجمع الفقه الإسلامي بجدة خلال الفترة 18-23 جادي الآخرة الموافق لـ 6-11 فبراير 1988
9. قرار رقم 137(3/15)، الصادر ضمن قرارات الدورة الخامسة عشرة لمجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مسقط، 14-19 محرم 1425هـ الموافق 6-11 مارس 2004، من موقع المجمع <http://www.iifa-aifi.org>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 15/11/2016.
10. قرار رقم 62(11/6)، الصادر ضمن قرارات الدورة السادسة لمجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي، جدة، 23 - 17 شعبان 1410هـ الموافق 14-20 مارس 1990، من موقع المجمع <http://www.iifa-aifi.org>، تم الاطلاع عليه بتاريخ 15/11/2016.
11. عبد الستار أبوغدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مطبوعات شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، نقلا عن قرارات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية، الجزء الثاني، 2002.
12. ساي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، الطبعة الأولى، منشورات البنك الإسلامي للتنمية، جدة، 1996.
13. حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003م، أحمد محي الدين أحمد، الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية، مجلة المصارف العربية، العدد 163، المجلد 14، بيروت، كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف (الجزائر)، العدد الرابع عشر، 2014، أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنوي في الاقتصاد"، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، 2009.
14. عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31مايو-3 يونيو 2009.
15. فؤاد محمد أحمد محيسن، نحو نموذج تطبيقي إسلامي لتوريق الموجودات، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية، عمان، 2006.
16. عبد الرحمن النجدي، مرجع سابق، هنا محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 42، العدد 2، عمان، 2015، قتيبة عبد الرحمن العاني، نمو الصكوك الإسلامية بين التيسير الكمي والتحفيز النوعي، من الموقع: <http://www.aliqtisadalislami.net>، تم الاطلاع عليه في 25/04/2016
17. كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31مايو-3 يونيو 2009.
18. زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.
19. وليد خالد الشايحي & عبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، المؤتمر السنوي الرابع عشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15-17 مايو 2005.
20. زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي"، مؤتمر قوانين الأوقاف وإدارتها: وقائع وتطلعات، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، كوالالمبور، 20-22 أكتوبر 2009، ص: 11.
21. قتيبة عبد الرحمن العاني، مرجع سابق، من الموقع: <http://www.aliqtisadalislami.net>، تم الاطلاع عليه في 25/04/2016.
22. عبد الملك منصور المصعبي، مرجع سابق.

23. منذر خفف، "سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، م1، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 1989م.
24. عبد الكريم أحمد قندوز، "تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها، دراسة مقارنة بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الأول لكليات إدارة الأعمال بجامعة مجلس التعاون لدول الخليج العربية، جامعة الملك سعود، الرياض، 16-17/02/2014م.
25. أحمد أحمد عبد الصبور عبد الكريم، "الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، كلية الحقوق، جامعة المنوفية (مصر)، المجلد 23، العدد 40، 2014م.
26. كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مرجع سابق.
27. كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مرجع سابق.
28. فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية لإتحاد المصارف العربية، بيروت، 2008.
29. فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"، مرجع سابق.
30. فؤاد محمد أحمد محسين، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، عمان، جويلية 2006.
31. رساميل، "التوريق الإسلامي هو الحل وليس سبب الأزمة"، جريدة القبس الكويتية، العدد 12713، الصادر في 2008/10/20.
32. براضية حكيم، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة الشلف (الجزائر)، 2011.
33. صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي-3 يونيو 2009.
34. صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق.
35. عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مرجع سابق.
36. كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مرجع سابق.
37. أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، 2009م، سليمان ناصر & ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول "منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1(الجزائر)، يومي 5-6 مايو 2014م.
38. هناء محمد هلال الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق.
39. تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، منشورات السوق المالية الإسلامية الدولية، البحرين، 2016م.
40. شركة موديز للتصنيفات الائتمانية العالمية، "تقرير مراجعة 2007 والنظرة المستقبلية لعام 2008"، التمويل الإسلامي، فيفري 2008.
41. عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سوريا، جويلية 2009.
42. سليمان ناصر & ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية: الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، العدد الأول، عمان، 2013.
43. التقرير الشهري للصكوك، بيت التمويل الكويتي، يونيو 2014.
44. الصكوك العالمية، من الموقع: <http://www.alanba.com.kw/ar/economy-news>، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/11/02.
45. Andreas Jobast and Others, "Islamic bond issuance-what sovereign debt managers need to know", international monetary fund working paper, July 2008.
46. كامكو "تتوقع زخماً أكبر للصكوك في الفترة المقبلة، من الموقع: <http://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2016-01-07-1.2544933>، تم الإطلاع عليه بتاريخ 2016/11/04.
47. تقرير الصكوك الإسلامية، النسخة الخامسة، مرجع سابق.
48. ساي السويلم، "منتجات صكوك الإجارة"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 مايو 2010.
49. يعتبر قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم 30 الصادر في عام 2012م ونظام عقود صكوك التمويل الإسلامي في الأردن لعام 2014 من أهم التشريعات المنظمة لسوق الصكوك الإسلامية في الدول العربية والإسلامية.
50. كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مرجع سابق.

51. كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مرجع سابق.
52. صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سابق.
53. 749 مليار دولار إصدارات متوقعة بحلول 2018، من الموقع: <http://www.albayan.ae/economy/capital-markets/2013-11-21-1.2004187>، تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2016/11/20.
54. غسان الطالب، السوق المالية الإسلامية الدولية مبادرة لضبط أداء الصكوك، من الموقع: <http://www.alghad.com/articles/855632> ، تم الاطلاع على الموقع بتاريخ 2016/11/15.