

الصكوك الإسلامية مرونة وفعالية في الأداء رغم التحديات وتوالي الأزمات - التجربة البريطانية كدليل -

2020-2004

**Islamic instruments are flexible and effective in performance despite challenges and successive crises - British experience as a guide-**

د. هادف حيزية / Dr Hadeef hizia

جامعة محمد بوضياف، المسيلة hiziya.hadif@univ-msila.dz

تاريخ النشر: 31 / 12 / 2020

تاريخ القبول: 13 / 12 / 2020

تاريخ الاستلام: 13 / 09 / 2020

#### ملخص:

حققت المالية الإسلامية نجاحات كبيرة دفعت بالعديد من الدول إلى طرق باب السوق المالية الإسلامية بغية الاستفادة من الإستثمارات المقدمة في هذه السوق وخاصة الصكوك، هذا النمو السريع للمالية الإسلامية لاسيما في مجال إصدار الصكوك جعل دولاً كثيرة تُدمج التعاملات الإسلامية في منظومتها المالية وتستهدف هذه السوق الجديدة بغية تحقيق المزيد من الإزدهار الاقتصادي، وتوصلت الدراسة إلى أن إصدار المزيد من الصكوك الإسلامية قد ساهم في الحفاظ على مسار حجم الصكوك بشكل إيجابي، ومن المتوقع أن يستمر هذا الاتجاه في عام 2020 بالنظر إلى الإصدار القوي المتوقع في المستقبل، ولاشك أن الحدث، غير المسبوق لانتشار فيروس كورونا كوفيد 19 يهدد بالتأثير سلباً على إصدارات الصكوك وخاصة من قبل الشركات والمؤسسات المالية ومع ذلك من المتوقع أن تصدر الدول صكوكاً لتلبية عجز الميزانية المالية القصير الذي يدعم السوق بدوره.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، الأزمات المالية، التمويل الإسلامي.

تصنيف JEL : G01 ، G23

**Abstract :** Islamic finance has achieved great successes that have led many countries to turn to the Islamic financial market in order to benefit from investments offered in this market, especially the instruments. The new market is aimed at achieving greater economic prosperity, and the study concluded that the issuance of more Islamic instruments has contributed to maintaining the volume of instruments in a positive way. This trend is expected to continue in 2020, given the strong expected future release, and the event is, no doubt, The unprecedented spread of the Corona virus as a result 19 threatens to negatively affect the issues of instruments, especially by companies and financial institutions, yet countries are expected to issue instruments to meet the short budget deficit that supports the market in turn.

**Key words:** Islamic instruments, financial crises, Islamic finance

**Jel Classification codes:** G23, G01

#### **Résumé :**

La finance islamique a obtenu de grands succès qui ont conduit de nombreux pays à se tourner vers le marché financier islamique afin de bénéficier des investissements offerts sur ce marché, en particulier les instruments. Le nouveau marché vise à atteindre une plus grande prospérité économique, et l'étude a conclu que la délivrance de plus d'instruments islamiques a contribué à maintenir le volume d'instruments d'une manière positive. On s'attend à ce que cette tendance se poursuive en 2020, compte tenu de la forte diffusion future prévue, et l'événement est, sans aucun doute, La propagation sans précédent du coronavirus en conséquence 19 menace d'affecter négativement les questions d'instruments, en particulier par les entreprises et les institutions financières, Pourtant, on s'attend à ce que les pays émettent des instruments pour combler le déficit budgétaire à court terme qui soutient le marché à son tour.

**Mots clés :** Instruments islamiques, crises financières, finance islamique

**Codes de classification de jel:** G23, G01

المؤلف المرسل: هادف حيزية : hiziya.hadif@univ-msila.dz

## المقدمة :

شهدت السنوات الأخيرة تطورات سريعة في مجال صناعة الخدمات المالية الإسلامية وأحياناً فاقت التوقعات، وقد تكون الأزمة المالية العالمية أسهمت في لفت الأنظار إلى هذا النوع من الخدمات على الصعيدين المحلي والدولي حتى أصبحت حقيقةً راسخة وظاهرة توقف عندها العديد من الخبراء وصناع القرار على مستوى الاقتصاد العالمي.

وتعتبر الصكوك من أهم الأدوات المالية بالأسواق المالية الإسلامية وقد فرضت نفسها في العديد من الأسواق بالعديد من الدول العربية والإسلامية والغربية وبدأت في الانتشار في الأسواق العالمية، وأصبحت ذات أهمية كبيرة، فهي الطريق المكمل للأسهم والجناح الثاني للسوق الثانوي للأوراق المالية واعتبرت البديل الشرعي للسندات القائمة على سعر الفائدة كونها أوراقاً مالية تمثل حصة شائعة في ملكية أصل أو عين وقابلة للتداول، يلتزم مالكيها بتحمل مخاطر الاستثمار على مبدأ المشاركة في الربح أو الخسارة، كما أنها نافذة تمويلية تعمل على توظيف الفائض من السيولة لدى المصارف الإسلامية.

ولاقَت الصكوك الإسلامية انتشاراً واسعاً في كثير من دول العالم وذلك لما حققته من نتائج إيجابية في مجالات التمويل والاستثمار في كثير من القطاعات الاقتصادية، فأدى ذلك إلى زيادة قوة الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات التمويل الإسلامي، وهذا ما يعزز من تباتها ويقلل من مخاطرها، خصوصاً أن العالم اليوم يتحدث بقلق عن مستقبل القطاع المالي بعد التزايد الكبير في الديون السيادية للدول بصورة عامة.

مما سبق تم صياغة الإشكالية على النحو الآتي : هل حقيقة أن الصكوك الإسلامية أثبتت جدارة وفعالية في تحسين الأداء الاقتصادي؟ وماذا عن الأزمات المالية هل استطاعت عرقلة هذه الفعالية أم أثبتت مدى جدارتها في مواجهة التحديات ؟  
فرضيات الدراسة :

- تساهم الصكوك الإسلامية في فعالية الاداء الاقتصادي
- إعتبار الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المتداولة في السوق المالي الإسلامي.
- تساهم صناعة الصكوك الإسلامية بشكل إيجابي في إرساء وتطوير أسس تمويل مستدام كفى وفعال رغم الصدمات.

## أهداف الدراسة :

- لا يمكن أن تخلو هذه الدراسة من الغايات والمقاصد العلمية التي أقيمت من أجلها وهي :
- تحديد الإتجاهات الرئيسية في إصدارات الصكوك محلياً ودولياً.
- إبراز دور الصكوك الإسلامية في إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية.
- توضيح المخاطر والتحديات التي تواجه عمليات إصدار الصكوك الإسلامية و الإستثمار في الصكوك الإسلامية.
- إظهار مدى هشاشة النظام الرأسمالي وخاصة نظامه التمويلي التقليدي، وتبيان مدى نجاعة الصكوك الإسلامية في تحقيق الأمن والاستقرار، وتمنع كل مسببات الأزمات، وتؤدي إلى تحقيق النمو والتطور في شتى المجالات.
- تقديم تصور مفتوح حول طبيعة مختلف الأدوات التي يمكن إصدارها وتداولها في المصارف الإسلامية.

## منهجية الدراسة :

إعتمدت الدراسة على استخدام المنهج الوصفي للتعرف على الصكوك الإسلامية ومراحل إصدارها، وكذا استخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال تحليل البيانات المرتبطة بتطورها ومن ثم التعرف على أهم التحديات التي تواجهها في عالم التمويل الإسلامي.

## المحور الأول : الصكوك الإسلامية :

## 1. تعريف الصكوك :

- لغة : الصكُّ ضربُ الشيء بالشيء العريض، والصكُّ : الكتابُ الذي يُصكُّ للشَّيْءِ (إسماعيل، 1994، صفحة 124) والصكُّ هو الذي يُكتب للعهد، مُعربٌ أصله جَكُّ، وجمعه صكُّ وصكوكٌ وصكَّاك (المرسی أبو الحسن، 2000، صفحة 641)، وكانت

الأرزاق تسمى صكاً لأنها كانت تخرج مكتوبة (أحمد، 2001، صفحة 2136)، وعلى هذا فالصكُ يطلق في الأصل على ما يكتب فيه من الورق ونحوه من حقوق، لكنه يستعمل مجازاً في الحقوق أو الديون الثابتة فيه.

- الصكوك جمع صك، كفلس وفلوس، وتُجمع أيضاً على صكّ وأصك، مثل بحر وبُحور وأبحر وبِحار (منير، 2009، صفحة 10).

- والصكُ : كتابٌ وهو فارسي معرّب أصله جك، ومن معانيه، وثيقة إقرار بمال المقبوض، أو وثيقة تتضمن إثبات حق سواء أكان مالا أو غيره (دوابة، 2009، صفحة 9)، وقد عرّف المسلمون قديماً الصكوك على صفة الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه، بأن يكتب فيها الإنسان كذا وكذا من الطعام أو غيره (القري، 2008، صفحة 11).

- إصطلاحاً : تعرف الصكوك بأنها أوراق مالية تكون اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، وهي تمثل حقوق ملكية أصول نقدية أو عينية وذلك حسب شروط معينة متفق عليها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها، كما أنها قابلة للتداول ولا تمثل ديناً لحاملها في ذمة مصدرها، ويعتمد إصدارها على عقد من عقود الشرعية.

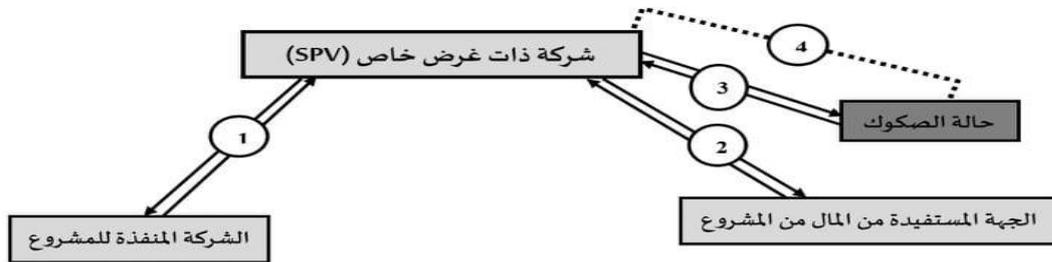
- كما عرّف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنها : " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدأ استخدامها فيما أُصدرت من أجله."

ولأن الدول في حاجة لمزيد من الابتكار في الأدوات المالية، لمواجهة مخاطر وتحديات التمويل لديها، فكانت الصكوك في هذا المجال هي بمثابة أداة تمويلية مبتكرة وشائعة، حيثُ يشكّل إصدار الصكوك وخاصة الإسلامية تغييراً جوهرياً في هيكل تمويل الدول ومصارفيها ومؤسساتها المالية الأخرى. بالإضافة إلى أنه بمثابة أداة جيّدة للتكامل بين مؤسسات التمويل جميع (WILSON, 2007).

2. مفهوم التصكيك الإسلامي: إن عملية إصدار الصكوك الإسلامية تسمى بالتصكيك، وهي تشبه عملية التوريق، إلا أن الفقهاء أوصوا باختيار تسمية التصكيك بدلاً لمصطلح التوريق، وذلك لأن كلمة التصكيك مشتقة من كلمة الصكوك وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة السندات التي تعني ضمناً التعامل بأداة مالية قائمة على الديون والفائدة المحرمة، كما أن التوريق في الفكر المالي التقليدي قائم بصفة أساسية على الديون، من خلال تحويل تلك الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، وهو ما ينهى عنه الشرع في التبادل (دوابة، 2009)، وهو تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول وذلك من خلال بعض الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر لأصول تدر دخلاً يمثل عائد الصك، وهناك آليات شرعية لتوفير التحوط (الحماية والأمان) للعميل دون الضمان الممنوع شرعاً في المشاركات.

3. مراحل إصدار الصكوك الإسلامية :

الشكل رقم (1) : يوضح آلية عمل الصكوك الإسلامية :



المصدر : Andreas A.Jobt ; The economics of Islamic Finance and Securitization WP/07/117 ,IMF,P20

مرحلة إصدار الصكوك : يتم في هذه المرحلة تكوين محفظة التصكيك وتأسيس الشركة ذات الغرض الخاص لغرض نقل تلك المحفظة إليها التي تقوم بإصدار الصكوك استناداً على ما موجود من أصول، تم جمعها في محفظة التصكيك ثم بيعها إلى أي جهة ترغب في شرائها وهم حملة الصكوك لتحصل منهم على ثمن هذه الصكوك وفق الاكتتاب المبرم.

إدارة محفظة الصكوك : وبذلك تنتقل ملكية تلك الأصول إلى حملة الصكوك وتقوم الشركة (SPV) بنقل ملكية منافع المشروع إليها كما تقوم بعد الانتهاء من المشروع بشراء كل أو بعض منافع المشروع.  
إطفاء الصكوك : أي دفع قيمة الصكوك إلى حاملها وحسب المدة المحددة في الإصدار (A.jobt).

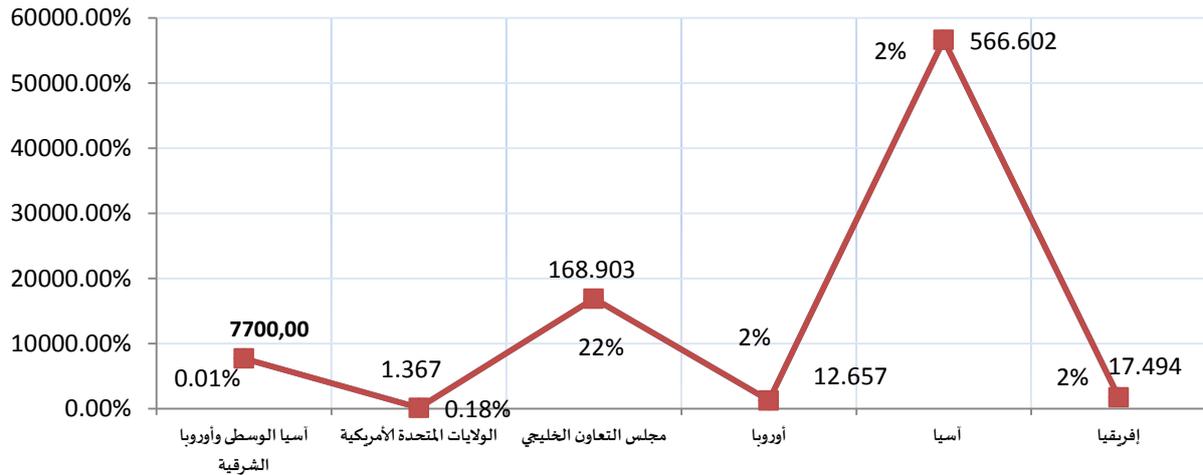
4. مميزاتها : تتميز الصكوك الإسلامية بعدد من الخصائص نذكر منها :

- الصكوك الإسلامية ورقة مالية مضبوطة بالضوابط الشرعية والقواعد المرعية، أثمرتها جهود خيرة في سبيل توسيع قاعدة المنتجات المالية الإسلامية. (العززي، 2010، صفحة 20).
- أنها وثائق إسمية أو لحاملها، تُصدّر على شكل أوراق مالية بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق في الموجودات أو المنافع أو الخدمات أو الحقوق المالية الصادرة (Jobast, 2008).
- الصك يمثل ملكية في حصة شائعة في المشروع التي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، ويملك حملة الصكوك من موجودات المشروع بقدر ما تمثله الصكوك، ولا يقتصر ملكهم على العائد أو الأرباح التي يدرّها المشروع، وإنما يتحملون تبعات الهلاك وما يصيب المشروع. (محمد، 2009، صفحة 23)
- إصدار الصكوك الإسلامية يتم بناء على أحد عقود فقه المعاملات و ضوابطها الشرعية، وتعتمد قابليتها للتداول على ما يمثله الصك من ملكية في الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو الحقوق المالية، وعلى صحة وشرعية العقود المستخدمة معها.
- عدم قبول التجزئة : لا يقبل الصك التجزئة في مواجهة الشركة، وفي حال أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الإتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد. (الدين، 2007، صفحة 339)
- تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل إجتذاب المدخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات البنية التحتية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية، كما تستخدم في مشروعات استثمارية في كافة مجالات التنمية، والصكوك كذلك بمختلف صيغها الإسلامية يمكن أن تستخدم أيضا لتعبئة ودائع قصيرة الأجل بهدف تطوير وتمويل تلك المشروعات.
- قابلية الصكوك للتداول : وهي من أهم أسباب نجاح الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية، وهذا لا يتأتى إلا إذا كانت هناك سوق ثانوية نشطة يمكن من خلالها تداول الصكوك.
- تختلف الصكوك عن الأسهم في أن السهم يخضع لأحكام عقد المشاركة ويمثل في العادة ملكية على المشارك في شركة معينة، كما أن حامل السهم له حقوق مباشرة على إدارة الشركة، فله صوت في تعيين الإدارة و عزلها، كما أن له صوت في إقرار الحسابات الختامية و توزيع الأرباح، فضلا عن أن السهم يمكن أن يمثل حصة شائعة في موجودات أكثر من شركة مساهمة حين يكون السهم حصة في شركة قابضة لها شركات تابعة (أمين، 2014).
- الصك عبارة عن ورقة مالية لإثبات الحق وليس مالا متقوما بذاته، ولكنه وثيقة بالحق ودليل عليه، ويقوم مقامه في الحيازة والقبض والتداول. (الغفار، صفحة ص4)

5. هيكلية الصكوك الإسلامية :

لقد تركّز إصدار الصكوك الإسلامية خلال الخمس عشرة سنة الماضية في جنوب شرق آسيا (ماليزيا أساسًا) بحجم إصدار بلغ أكثر من 599 مليار دولار وبنسبة 16 % من الإصدارات العالمية، وفي دول مجلس التعاون الخليجي بـ 891 مليار دولار، وبما نسبته 44 %، والشكل التالي يوضح باقي النسب المتعلقة بتواجد أسواق الصكوك الإسلامية حسب المناطق الجغرافية.

## الشكل رقم (2) : التوزيع الجغرافي لإصدارات الصكوك الإسلامية للفترة (2001-2015) بملايين الدولارات الأمريكية.



المصدر: IIFM Sukuk Database (5th Edition , March 2016) P 33

سجلت صكوك المرابحة الحصة الأعلى في إصدارات الصكوك خلال العام 2018 بنسبة 28% من إصدارات الصكوك بينما سجلت صكوك الإجارة نسبة 25%، وتسجل الصكوك ذات الهياكل الهجينة (والتي كانت الفئة الأبرز خلال عام 2017 بسبب الإصدارات السيادية كبيرة الحجم في السعودية) حوالي نسبة 21,4%، وصكوك الوكالة نسبة 20,8% ويتضح أن الأربع فئات السابقة تمثل نسبة 95% من إصدارات الصكوك، ويتبين أن الفئات الأربعة ذات توزيع متوازن من إصدارات الصكوك يتراوح ما بين 21% إلى 28% من إجمالي إصدارات الصكوك. ومن بين عقود الصكوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية الأقل استخداماً صكوك المشاركة والتي تم استخدامها من خلال دولة ماليزيا فقط، بينما صكوك المضاربة تم استخدامها من خلال عدد من الشركات والكيانات المرتبطة بالحكومات من خلال خمس دول متمثلة في ماليزيا، واندونيسيا، والإمارات، وإيرلندا، وتركيا. وبالنسبة لعقود صكوك السلم تم استخدامها من خلال إصدار سيادي وحيد لتسهيل إدارة السيولة قصيرة الأجل بالمؤسسات المالية الإسلامية.

## الجدول رقم (01) : هيكلية الصكوك الإسلامية المصدرة للمدة : 2018

بعض أنواع الصكوك	المرابحة	الإجارة	المشاركة	المضاربة	هجينة : مضاربة ومرابحة	الوكالة	السلم
النسبة المئوية	27.9%	25%	2.1%	2.5%	21.4%	21.7%	0%

Source : <http://www.iifm.net/user/login?destination=/documents/isdaiifm-mubadalatul-arbaah-ma-profit-rate-swap>

## ثانياً : أنواع الصكوك الإسلامية :

تضم الصكوك عدة أنواع نذكر منها :

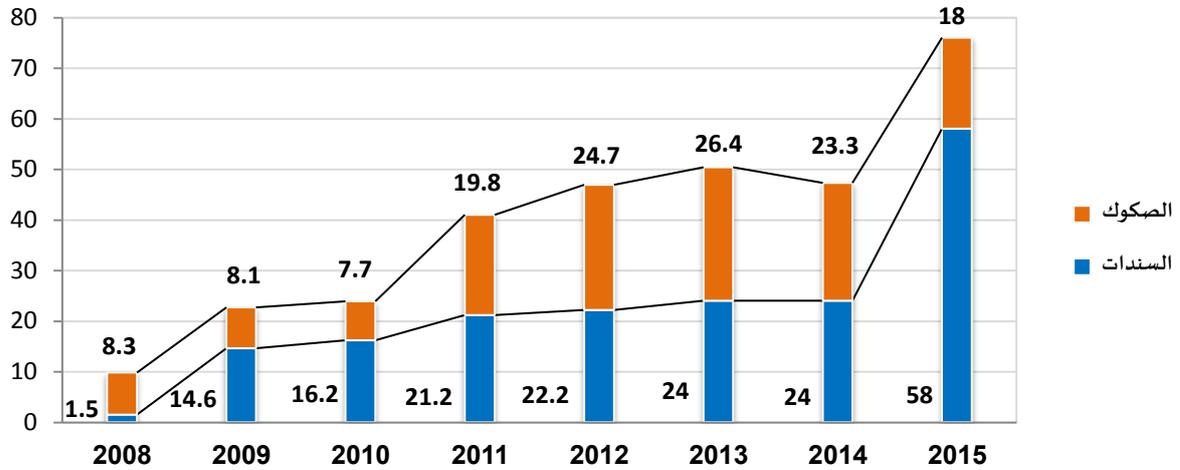
- صكوك المرابحة : هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، حيث يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما ثم بيعها في الأسواق، والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق. (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2007، صفحة 289)
- صكوك المضاربة : هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المقارضة (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه، وتعتمد هذه السندات أو الصكوك في أساسها الفقهي على المضاربة، لأنها تمثل حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة متساوية القيمة، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح.

- صكوك المشاركة: وهي صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الإدارة لجنة للمشاركين يُرجع إليهم لاتخاذ قرارات استثمارية (Jobst, 2007, p. 12) بحيث أن شروط تقاسم الأرباح محددة مسبقاً، وتوزيع الأرباح المحققة تناسبياً ويتبع السداد جدول يتضمن بالإضافة إلى رأس المال الأساسي، الأرباح التي يجنيها البنك من هذه العملية، ويتم تقاسم الخسائر وفقاً لمساهمة رأس المال المستثمر. (Principe de Musharaka, 2009)
- صكوك السلم: هو أداة تمويل من أدوات الإستثمار قصيرة الأجل، فهي تصلح بديلاً شرعياً للسندات الربوية، فيستفيد المنتج من تمويل مراحل الإنتاج برأس مال كافٍ لتغطية نفقات التشغيل، وإعانة شرائح متنوعة من المنتجين، فهي تساعد على التخلص من الفائدة المحرمة شرعاً والإمداد بالسيولة النقدية اللازمة. (الزحيلي، 2002، صفحة 301)، ويتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، لشراء سلعة مؤجلة التسليم، ومن تم تصبح سلعة السلم مملوكة ملكية شائعة لحملة الصكوك. وبمقتضى عقد بيع السلم يحصل البائع على المال عاجلاً مقابل إلتزامه بتسليم سلع موصوفة في وقت أجل، والسلم له ثلاثة أركان، العاقدان، وهما صاحب السلم (المشتري) والمسلم إليه (البائع) والمعقود عليه رأسمال السلم والمسلم فيه (السلعة). (بوبر، 2004، الصفحات 25-26)
- صكوك الاستصناع: هو وسيلة تمويل، يتضمن عقد تصنيع (أو بناء) يوافق المشارك (البائع) على تزويد المشتري، خلال فترة معينة وبسعر متفق عليه، بسلع محددة بعد تصنيعها (إنشائها) وفقاً للمواصفات، إجمالاً وبالفعل، يتعهد البائع بتوفير العقار خلال فترة زمنية محددة وبسعر متفق عليه مسبقاً وفقاً للشروط الصادرة أثناء إعداد المواصفات، في المقابل يتعهد المشتري بالدفع للبائع حسب تقدم العمل (Principie d'Istisna, 2009).

ثالثاً: حجم إصدارات سوق الصكوك الإسلامية :

الصكوك الإسلامية أحد المواضيع المهمة في المعاملات المالية الإسلامية، وقد تنامي الاهتمام العالمي بها فقد بلغ الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية 396.1 مليار دولار أمريكي في عام 2017 ، وهو ما يعكس أهميتها لتنمية رأس المال سواء بالاستثمار أو التمويل، وتعتبر الصكوك الإسلامية أحد البدائل الشرعية الناجحة للدول والمؤسسات الإسلامية في تمويل مشاريعها الكبيرة منها والمتوسطة وحتى الصغيرة، فقد أثبتت التجربة العملية للصكوك الإسلامية نجاحاً هائلاً في بعض الدول الإسلامية على غرار كل من ماليزيا والسودان وحتى الدول غير الإسلامية كبريطانيا وقد استطاعت منافسة إصدار السندات كما هو موضح في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (3) : إصدار الصكوك مقارنة بالسندات (2008-2015) - (بمليار دولار)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات سابقة.

على الرغم من حداثة التجربة، إلا أن سوق الصكوك الإسلامية تمكّنت من أن تجد لها موطناً قدم في أسواق المال العالمية، وسجلت معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها ونموها، وإن كانت قد تراجعت بعض الشيء بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 إلا أنها ما لبثت أن تعافت وشهدت رواجاً واسعاً من جديد، فقد نجحت الصكوك الإسلامية خلال السنوات العشر الماضية بتحقيق نمو ملحوظ، حيث بلغ إجمالي قيمة الإصدارات من 5 مليارات دولار تقريباً عام 2004 لتصل إلى 155 مليار دولار عام 2015، أي أنها تضاعفت بمقدار 31 ضعفاً، ومن المتوقع أيضاً أن ينمو حجم الطلب على إصدارات الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي خلال الأعوام القادمة لتصل إلى حوالي 959 مليار دولار بحلول عام 2019 وإلى حوالي 1103 مليار دولار بحلول عام 2020 ويمكن الوقوف على حجم الصكوك المصدرة عالمياً من خلال الإطلاع على الجدول أدناه:

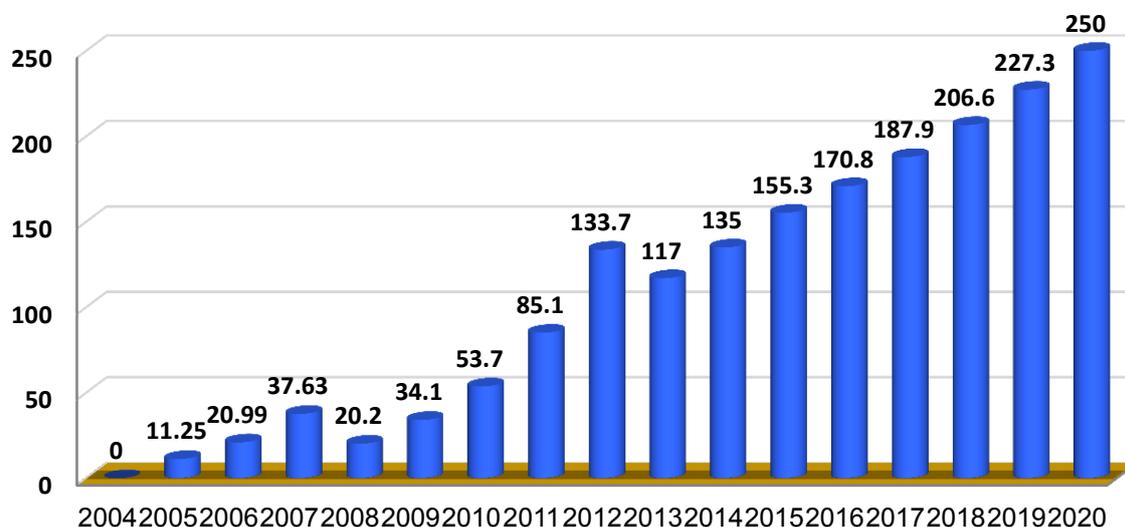
الجدول رقم (02): حجم إصدارات سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2004-2020)

السنة	مليار دولار	السنة	مليار دولار	السنة	مليار دولار
2004	4.98	2010	53.7	2016	170.8
2005	11.27	2011	85.1	2017	187.9
2006	20.99	2012	133.7	2018	206.6
2007	37.63	2013	117.0	2019	227.3
2008	20.2	2014	135.0	2020	250.0
2009	34.1	2015	155.3		

Source : <http://www.slideshare.net/ezzedineghlamallah/thomson-reuters-sukuk-perceptions-forecast-2015>. and: <http://www.cbj.gov.jo/EchoBusv3.0/SystemAssets/PDFs/2018/Aug/SUKUK-AR.pdf>

الشكل رقم (4): تطور حجم إصدارات سوق الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2004-2020)

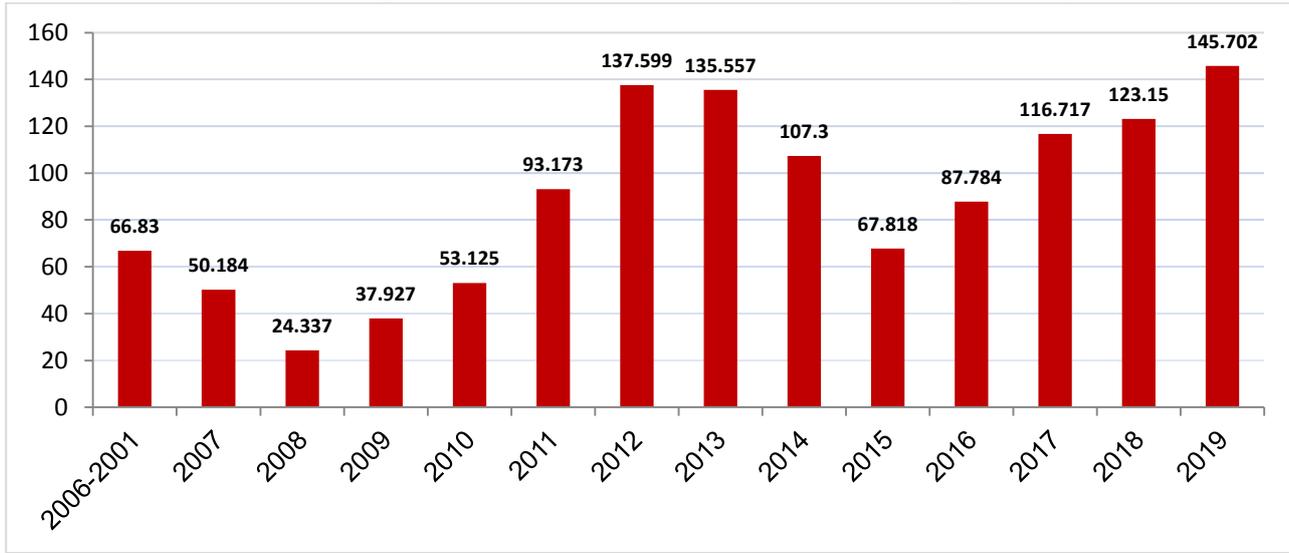
(مليون دولار)



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على المعلومات المقدمة في الجدول (02)

كما قدر إجمالي الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية 145.70 مليار دولار أمريكي في عام 2019، وهي أعلى قيمة للصكوك السنوية منذ إطلاقها لأول مرة في عام 2001، كما هو موضح في الشكل أدناه، زيادة بنحو 18.32٪ سنوياً أو 123.15 مليار دولار أمريكي في 2018 إلى 145.70 مليار دولار أمريكي في 2019 ويعود ثبات حجم الإصدارات خلال عام 2019 بشكل رئيسي إلى إصدارات الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي، أفريقيا وبعض الدول الأخرى بينما تستمر ماليزيا في الهيمنة على سوق الصكوك، بالإضافة إلى دول مثل إندونيسيا والإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية وتركيا.

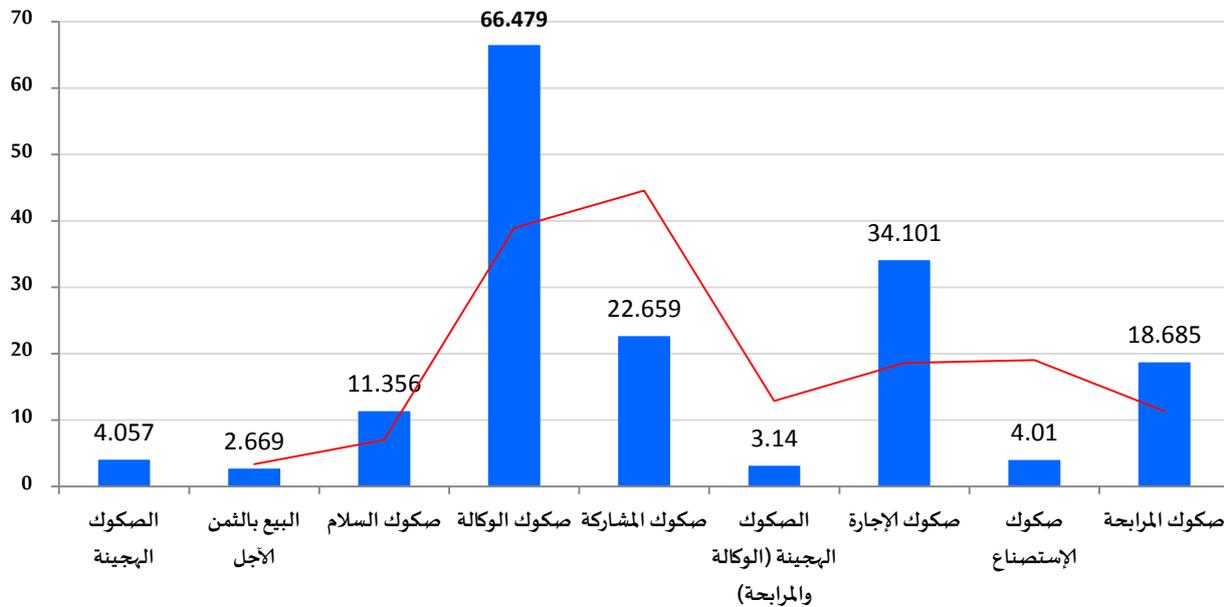
الشكل رقم (5): إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (يناير 2001 - ديسمبر 2019) جميع العملات بملايين الدولارات.



المصدر: IIFM Sukuk Report (9th Edition , July 2020) P 28

لقد ظلت صكوك المرابحة بالبلدان العربية خلال سنة 2019، الهيكل الأكثر استخداماً بالرغم من انخفاض حصتها السوقية من هذا الهيكل إلى 30% (32.20 مليار دولار أمريكي) مقارنة بـ 41% (37.44 مليار دولار أمريكي) سنة 2018، وتلها صكوك الإجارة بنسبة 20% (21.20 مليار دولار) تم صكوك الهجينة ( المرابحة/المضاربة) وصكوك الوكالة وصكوك المضاربة وصكوك وكالة مرابحة هجينة بنسبة 17% (18.70 مليار دولار أمريكي)، 12% (12.5 مليار دولار أمريكي)، 11% (12.10 مليار دولار) و 5% (4.90 مليار دولار أمريكي) على التوالي، إن عام 2019 قد أوجد هياكل متوازنة إلى حد ما، وهو أمر مرغوب ومشجع لسوق الصكوك، حيث تم معالجة المخاوف والقلق من الإعتماد على هيكل معين. (أنظر الشكل)

الشكل رقم (6): إصدارات الصكوك قصيرة الأجل (12 شهراً) بالبلدان العربية (يناير 2001 - ديسمبر 2019، المبلغ بالمليون دولار أمريكي)



المصدر: IIFM Sukuk Report (9th Edition , July 2020) P 33

على الصعيد الدولي في عام 2019، حافظ هيكل صكوك الوكالة على صدارته مقارنة بهيكل صكوك الإجارة والهياكل الأخرى باعتباره الأكثر استخداماً من قبل المصدرين في السوق الدولية بحصة تبلغ 56% (21.75 مليار دولار أمريكي) في السوق مما أدى

إلى زيادة بنحو 6% وتليت ذلك صكوك الإجارة بتراجع حصتها في السوق إلى 11% (4.21 مليار دولار أمريكي) ثم صكوك المضاربة 9% (3.5 مليار دولار أمريكي) بينما ارتفعت الصكوك الهجينة (المرابحة/المضاربة) وصكوك الإجارة/المرابحة) إلى 8% (3 مليار دولار أمريكي) على التوالي، وبلغت حصة الصكوك الهجينة للوكالة والمضاربة وكذا صكوك المرابحة 1% (0.30 مليار دولار أمريكي) و 3% (1.10 مليار دولار أمريكي).

#### رابعاً: التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية :

- الاختلافات الشرعية: تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، حيث يبالغون أحياناً في تشددهم ويحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.
- نقص الشفافية في بعض الإصدارات: الأمر الذي يستدعي الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني التي ذكرناها سابقاً، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.
- غياب الإطار التشريعي والتنظيمي: ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.
- نقص الموارد البشرية المؤهلة: فقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطوراً سريعاً، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه أن ضعف العاملين سيفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية (أمين، 2014)
- التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية: فلا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية. وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة (حطاب، 2009، صفحة 28).

#### خامساً: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية :

- لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العديد من العوامل، من أبرزها:
- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظرياً وعملياً، أما نظرياً فهي إستكمال لحلقات الاقتصاد بجانب شركات التأمين والمصارف الإسلامية، أما عملياً فإن وجودها يساعد على رفع الحرج عن المستثمرين الذين يطلبونها.
- تلي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.
- دعم وإثراء للأسواق المالية الإسلامية، لأنها الطرف المكمل للأسهم، والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة.
- تعتبر من الأدوات الهامة لتنوع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة اللازمة للأفراد والمؤسسات والحكومات.
- تغطي عدداً كبيراً من الشركات التي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل.
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها (الناصر، 2017)

#### المحور الثاني: فعالية الصكوك الإسلامية في مواجهة التحديات :

المراد بالتحديات هو جملة العوامل التي تحد من التوسع في الصكوك وتؤثر على تقدمها وازدهارها وأهمها ما يلي :

أولاً: محاكاة السندات التقليدية: إن بعض إصدارات الصكوك ما زالت تحاكي السندات التقليدية من حيث ضمان مدير الإصدار في حالة نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع أو إعطائه حوافز مربوطة بسعر الفائدة، وليس مربوطاً بناتج نشاط المشروع، مما يؤدي إلى أن تكون الصكوك محدودة السيولة.

ثانياً: المصدقية الشرعية: لا تلتزم بعض الجهات المصدرة للصكوك بالضوابط الشرعية التي يجب مراعاتها في جميع مراحل إصدارها والاكتتاب بها وتداولها وهو أمر يضعف المصدقية الشرعية للتعامل بها وقد أدى ذلك إلى تعرض بعض إصدارات الصكوك إلى انتقادات كبيرة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وإن مثل هذه الانتقادات قد تؤثر على فقدان الثقة بها، وتراجع الإقبال عليها، لذلك فيجب الالتزام بالضوابط الشرعية للصكوك في جميع مراحلها.

ثالثاً: الأزمة المالية العالمية المعاصرة: على الرغم من قيام بعض الدول الغربية بإصدار الصكوك مثل ألمانيا، وقبولها في السوق المنظمة الفرنسية، إضافة إلى ما صرح به البنك الإسلامي الأوروبي بأن حجم حيازة المستثمرين غير المسلمين لها وصل إلى 80% من إجمالي الإصدارات، فإن الأزمة المالية أثرت عليها تأثيراً سلبياً، بدليل أن حجم الإصدار فيها لعام 2008م أقل من عام 2007م ، وقد يكون ذلك بسبب قيام بعض الدول بتجميد مشاريعها إلى إشعار آخر.

رابعاً: البيئة التشريعية والتنظيمية للصكوك: إن نقص الشفافية في بعض الإصدارات وعدم توفر البيئة القانونية لها يؤثر عليها تأثيراً سلبياً مما يجعل تداولها محصوراً بين مجموعة معينة من الأفراد لذا لا بد من الحصول على تصنيف ائتماني من شركات التصنيف الائتمانية، بهدف التقليل من مخاطرها ووضع التشريعات القانونية الخاصة بها بما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية (أبو بكر صالح، 2015).

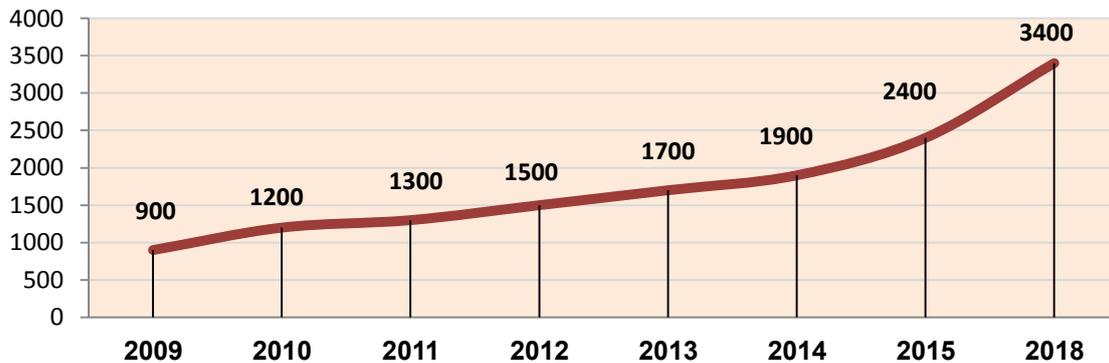
#### المحور الثالث : إصدار الصكوك الإسلامية في بريطانيا وواقع تطبيقها :

سعت الكثير من الدول إلى تطبيق الصكوك الإسلامية حول العالم، نظراً لأهمية ودور الصكوك في تنمية الاقتصاد، فاتجهت الكثير من الدول إلى استخدام الصكوك في توفير الاحتياجات التمويلية سواء في تمويل المشروعات الاستثمارية أو مشروعات البنية التحتية ونظراً لأهمية دور الصكوك في الاقتصاد، إنتشر استخدام الصكوك بين دول كثيرة ومنها سنقوم في هذا الفصل بتوضيح تجربة تطبيق الصكوك في بريطانيا.

#### أولاً: التمويل الإسلامي في بريطانيا :

1. تطور التمويل الإسلامي: كشف تقرير لدليويت أن حجم الأصول الكلية للصيرفة الإسلامية عام 2013 وصل إلى أكثر من 1.66 ترليون دولار أمريكي، كما بلغ معدل النمو المركب للصناعة CAGR 16.4 % وصنفت الصيرفة الإسلامية العالمية على أنها أكثر القطاعات جذبا وفرصا للمستثمرين، كما قدر مجموع الأصول المالية العالمية في صناعة التمويل الإسلامي 2 ترليون دولار أمريكي عام 2015، ومن المتوقع أن تتجاوز 3 ترليون دولار أمريكي بحلول عام 2018.

الشكل رقم (7): تطور أصول التمويل والصيرفة الإسلامية (2009-2018) - (مليون دولار)



Source : islamic finance,financials markets series, march 2012 <http://www.londonstockexchange.com>

وعلى مستوى الدول الغربية، فإن السباق على أشده من قبل البنوك الأوروبية للتعرف على أسس عمل البنوك الإسلامية والعمل على تبنيها وتطبيقها وذلك بهدف رفع مستوى الإيداعات الإسلامية على المدى البعيد، وفي هذا الإطار فقد تم إنشاء أول بنك إسلامي في بريطانيا (بنك بريطانيا الإسلامي) الذي يقدم خدماته لأكثر من مليوني ونصف مسلم مقيمون في إنجلترا، إضافة لغير المسلمين الذين يفضلون التعامل مع البنوك الإسلامية، أما فيما يخص الأدوات المالية الإسلامية فقد أطلق بنك الاستثمار السويسري UBS أدوات استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية ورغبات المستثمرين وذلك بهدف الاستفادة من أموال العرب والمسلمين المودعة لديه والتي تحاط بسرية تامة. ولقد أصبحت ولاية "Anhalt Saxony" الألمانية أول مصدر غير إسلامي يستغل سوق الديون الإسلامية من خلال إصداره لصكوك إسلامية سنة 2004 بقيمة تقدر 100 مليون أورو في جهد مبتكر لجذب مجموعة كبيرة من المستثمرين، وكذلك فعل البنك الدولي وشركة نفط في "تكساس"، حيث يؤكد بنك الإستثمار الإسلامي الأوربي أن حجم حيازة المستثمرين الأجانب من الصكوك الإسلامية وصل اليوم نحو 80% من إجمالي الإصدارات، بعقد مؤتمر عالمي حول الصرافة الإسلامية كما قام البنك المركزي بلكسمبورغ Luxembourg نوفمبر 2005 مما يدل على الإهتمام المتزايد والانتشار الواسع للتمويل الإسلامي حيث تعتبر هذه الدولة من المناطق غير الإسلامية التي تفتح مجالات واسعة للمنتجات المالية الإسلامية (صالحه، 2007). وبدأ ظهور التمويل الإسلامي في بريطانيا عام 1980، كما أنه أنشأ أول بنك إسلامي في بريطانيا عام 1982 وهو بنك البركة الدولي، وتتبع ذلك نمو منتجات تتوافق مع الشريعة الإسلامية في التمويل والتأجير (صالحه، 2007) وفي مطلع الألفية الثانية بدأت حكومة بريطانيا تتخذ خطوات جديدة في مجال التمويل الإسلامي وذلك بتطوير برنامج عمل لجعل قوانين الخدمات المالية متوافقة مع نمو التمويل الإسلامي، ولا يقتصر تقديم الخدمات المالية في المملكة المتحدة على البنوك الإسلامية فقط أيضاً يوجد بنوك تقليدية في المملكة المتحدة تقدم خدمات مالية إسلامية (بشوندة، 2015، صفحة 18) في عام 2014 أصبحت بريطانيا أول دولة خارج العالم الإسلامي تصدر صكوكاً ذات سيادة، حيث أصدرت الحكومة صكوكاً إسلامية تقدر بحوالي 200 مليون جنيه إسترليني تستحق في 22 يوليو 2019 وقد تم بيع هذه الصكوك للمستثمرين المقيمين في المملكة المتحدة وفي المراكز الرئيسية للتمويل الإسلامي في جميع أنحاء العالم (بدران، 2014، صفحة 153) وقد تلقت الصكوك السيادية الأولى في المملكة المتحدة طلباً قوياً جداً، حيث بلغ مجموع الطلبات حوالي 2.3 مليار جنيه إسترليني، وقد تم تخصيص هذه الصكوك لمجموعة واسعة من المستثمرين بما في ذلك صناديق الثروة السيادية والبنوك المركزية والمؤسسات المالية المحلية والدولية (السيد، 2016، صفحة 22)، وتم تحديد معدل الربح على الصكوك بنسبه 2.036% بما يتماشى مع العائد على الصكوك ذات نفس فترة الاستحقاق.

#### ثانياً : حجم الصكوك الإسلامية المصدرة في بريطانيا :

سعت بريطانيا منذ عام 2003 إلى عدم وجود تفرقة بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية فيما يتعلق بالقوانين والتسهيلات المقدمة لكل قطاع، واتضح ذلك في إعطاء تراخيص لأول بنك إسلامي من فئة بنوك التجزئة المتجهة إلى الجمهور، وتمت مراجعة القوانين المتعلقة بالضرائب والتسهيلات الخاصة بهذه البنوك وبذلك أصبحت بريطانيا المركز الغربي للصيرفة الإسلامية، وبعد عام 2008 تم إصدار قرارات جديدة خاصة بمنح إعفاءات ضريبية على الصكوك الإسلامية وهو ما اعتبره الخبراء أهم إجراء اتخذته لندن لتشجيع نمو المصارف الإسلامية ولجذب رؤوس أموال المدخرين (هادي، 2015، صفحة 118). إن أول صك إسلامي تم إصداره في بريطانيا هو Uscorporate و Keveyt Sukuk Turk من طرف بنك أوروبي، وتعد هذه العملية الأولى من نوعها، أما النوع الآخر من الصكوك فكان صكوك المشاركة التي تم إصدارها سنة 2010 من طرف IIT International (Innovate Technologies)، فسوق الصكوك الإسلامية هو المحرك الرئيسي لسوق التمويل الإسلامي، وبورصة لندن مركز رئيسي لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وكان أول إصدار للصكوك الإسلامية في بورصة لندن كان لدولة الإمارات لشركة (تبريد) وذلك بقيمة 200 مليون دولار عام 2007.

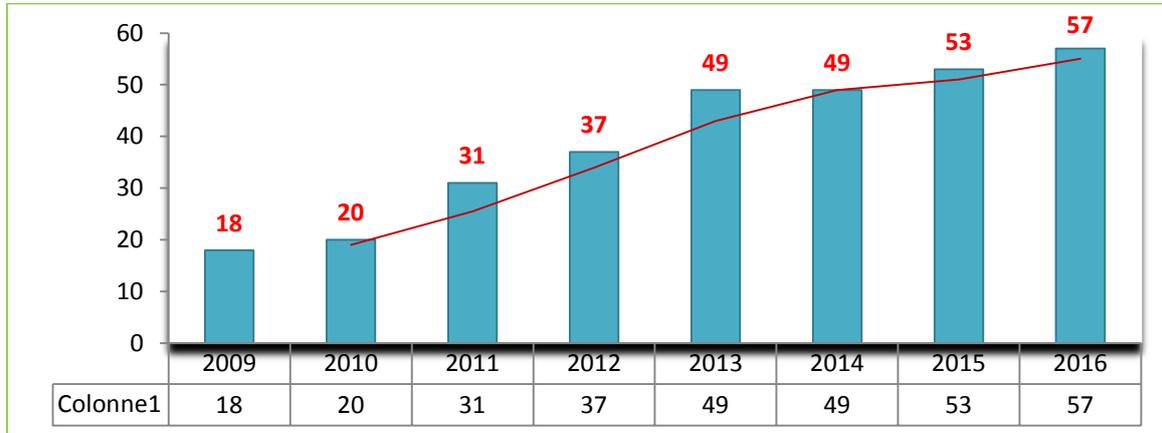
ووفق تقرير نشره مركز الإعلام والتواصل الإقليمي التابع للحكومة البريطانية، فإن أكثر من عشرين بنكا في بريطانيا تقدم خدمات مالية إسلامية، كما أن خمسة بنوك متوافقة مع أحكام الشريعة، في وقت يبلغ فيه حجم صافي الأصول الإسلامية في بريطانيا 728 مليون دولار.

وكانت المملكة المتحدة أول دولة غربية تصدر صكوكا ذات سيادة، وفي عام 2014 باعت الحكومة البريطانية 200 مليون جنيه إسترليني من الصكوك المستحقة في 2019 للمستثمرين المقيمين في المملكة المتحدة وفي المراكز العالمية الرئيسية للتمويل الإسلامي.

و نجد أن إصدار الصكوك في بورصة لندن غير مستقر حيث أنه يتراوح بين الارتفاع والانخفاض، حيث أن إصدار الصكوك قد بلغ ذروته عام 2007، ثم انخفض انخفاضاً شديداً عام 2008 وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية، ثم بدأ يزداد مرة أخرى عام 2009، ولكنه انخفض مرة أخرى عام 2010 وذلك بسبب أزمة الديون السيادية في أوروبا، ثم بدأ مرة أخرى يتراوح بين الارتفاع والانخفاض وفي عام 2016 كانت لندن في مركز الريادة للتمويل الإسلامي في أوروبا الغربية، بعد المملكة العربية السعودية وماليزيا والإمارات العربية المتحدة والكويت وقطر وتركيا واندونيسيا والبحرين وباكستان والشكل التالي يوضح عدد الصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصة لندن. (هند، 2011)

وتقوم وزارة التجارة الدولية البريطانية بحملة واسعة في العالم تشمل منطقة الشرق الأوسط والخليج لتشجيع الاستثمار في المملكة المتحدة التي تحتل الآن المركز الأول في الدول الغربية بمجال الصيرفة الإسلامية والاستثمار وفق الشريعة الإسلامية، كما تعتبر لندن أكبر سوق للتمويل الإسلامي خارج العالم الإسلامي، أين تم جمع 48 مليار دولار من إصدار 65 برنامج صكوك. وبذلك تحتل بريطانيا المرتبة 22 من أصل 124 دولة في العالم تستخدم الصيرفة الإسلامية، وهذا يضعها في المرتبة الأولى في أوروبا، والرابعة من بين الدول ذات الأغلبية غير المسلمة (سنغافورة، وسريلانكا وجنوب أفريقيا).

الشكل رقم (8) : عدد الصكوك الإسلامية المدرجة والمتداولة في بورصة لندن بين 2009 - 2016



Source: The statistics portal, Islamic finance: Sukuk bonds traded on London stock exchange 2009-2016, <https://www.statista.com/statistics/324366/sukuk-issues-uk-london-stock-exchange/>

نلاحظ أنه بين سنتي 2009 و 2016 يوجد نمو مطرد في عدد الصكوك الإسلامية المعروضة في بورصة لندن، فقد ارتفعت من 18 صكاً تم تداولها في عام 2009، إلى 57 صكاً اعتباراً من سنة 2016.

وبذلك فإن بورصة لندن أثبتت جدارتها في قدرتها على جذب المدخرات المالية واستثمارها على حد السواء، وبالتالي فإن التجربة البريطانية أثبتت نجاحها في استخدام الصكوك الإسلامية وكفاءتها في جذب الأموال من أصحاب الفوائض المالية، واستقطاب المستثمرين من أصحاب العجز المالي وذلك بقيامهم بإصدار الصكوك الإسلامية. (ahmad, 2013)

وعلى حسب التقرير الذي كان حول التمويل الإسلامي، والذي أصدرته مؤسسة الخدمات المالية الدولية في لندن IFSL، أنه تم إصدار صكوك إسلامية بإجمالي تراكمي 18 إصدار تم من خلالها جمع 10 مليارات من الدولارات كمدخرات مالية، وأدرجت في

سوق لندن الأوراق المالية، محتملة بذلك المركز الثاني بعد دبي، ومع وجود 55 مؤسسة تقدم منتجات تعليمية وتدريبية للتمويل الإسلامي.

#### النتائج :

- شكّل ظهور المالية الإسلامية في الدول الآسيوية فرصة كبيرة لهذه الدول للاستفادة مما يقدمه هذا النظام المالي الجديد من فرص استثمارية كبيرة، إضافة إلى ما يتسم به هذا النظام من المرونة والصمود أمام المطبّات والأزمات المالية المتوالية.
- استفادت دول كثيرة من برامج الصكوك الإسلامية ومنحتها فرصة كبيرة في إنجاز مشاريع ضخمة كمشاريع البنية التحتية وتمويل مشاريع حكومية مدرة للدخل ومكافحة الفقر.
- إن الصكوك الإسلامية تعتبر ابتكاراً لأداة تمويلية شرعية تستوعب القدرات الإقتصادية الكبيرة، فقد تعدّدت مجالات تطبيق الصكوك ومنها استخدامها أداة فعالة من أدوات السياسة النقدية وفي تمويل موارد المصارف الإسلامية، واستثمار فائض سيولتها، وفي إعمار الممتلكات الوقفية.
- كثير من الدول والهيئات والمؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية لجأت في الفترة الأخيرة إلى إصدار الصكوك التي تتوافق مع أحكام الشريعة، نظراً لأهميتها في التنمية الاقتصادية.
- من خلال عرض التجربة البريطانية، إتضح أن بريطانيا أول دولة خارج العالم الإسلامي تصدر صكوكاً إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما يعني رغبة الحكومة البريطانية في أن تصبح المركز الغربي للتمويل الإسلامي.

#### التوصيات :

- العمل على النهوض بسوق الصكوك الإسلامية، وذلك بزيادة عدد الإصدارات وتنظيم تداولها.
- عمل دراسات لمواجهة تحديات سوق الصكوك الإسلامية.
- تشجيع التداول الإلكتروني للصكوك الإسلامية والبعد عن الإجراءات الورقية المعقدة.
- حث الدول النامية على إصدار الصكوك للتغلب على مشاكل التمويل بها.
- حث البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية على التوسع في إصدار أوعية إدارية متوسطة وطويلة الأجل وتوجيهها لتمويل المشروعات ذات النفع العام.
- شهدت سوق الصكوك في السنوات الأخيرة اعتماداً مبالغاً فيه على هياكل معينة للصكوك مثل الوكالة والمرابحة، ويجب مراقبة هذا التطور بشكل خاص، لأن سوق الصكوك العالمية في أمس الحاجة إلى التنوع في الهياكل، علاوة على ذلك تحتاج سوق الصكوك أيضاً إلى المزيد من إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول وربما يمكن إدخال هيكل السندات المغطاة لإصدار الصكوك.
- قد تستمر المحاولة في استخدام الذهب في إصدار الصكوك من قبل الدول مثلما تقوم به الخزنة التركية، وكذلك إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول على الرغم من أن الحجم قد يكون محدوداً نظراً للتوافر المحدود للأصول القابلة للتحويل بالكامل والمسائل الهيكلية والتحديات القانونية وخاصة متطلبات نقل الملكية وكذلك إدارة مخاطر الأصول الأساسية في هذه المعاملة تحتاج إلى معالجة.

#### الخاتمة :

لقد حافظت الصكوك على نمط نموها الإيجابي خلال سنة 2019 مع اهتمام متزايد من جهات الإصدار والمستثمرين في مختلف المناطق والمراكز المالية والمشاركين الجدد في إصدار الصكوك، وقد جعل إدراج هذه الأداة المهمة (الصكوك) من قبل مزودي المؤشرات الرئيسيين ليس فقط أكثر جاذبية، بل المحرك المفضل لسوق رأس المال لهذه الصناعة.

كما استمر اتجاه إصدار الصكوك بمعدل ربح ثابت نظرا لحقيقة أن قاعدة المستثمرين تعد أكثر تنوعًا بكثير مقارنة بالسنوات الأولى من إصدار الصكوك وتقدم الصكوك الصادرة بمعدلات ربح ثابتة المزيد من فرص التداول وتساعد في تطوير سوق الصكوك الثانوية ، وبالتالي حققت الصكوك العالمية حالة استثنائية من النمو، وهذا دليل على أن تجربة الصكوك ناجحة، وتواصل احتلال مساحات متزايدة على خريطة الاقتصاد العالمي و لولا النجاح المهر للصكوك لما شهدنا هذا التنامي، في وقت يمر الاقتصاد العالمي في حالة غموض وترقب ومخاوف (G.walmsley, 2009).

والجدير بالذكر تجربة بريطانيا التي شهدت نجاحا في اهتمامها بالتمويل الإسلامي بصفة عامة، والتعامل بالصكوك الإسلامية بصفة خاصة، والتي أثبتت نجاعتها وكفاءتها في جذب الأموال أصحاب الفوائض المالية، واستقطاب المستثمرين من أصحاب العجز المالي (مصارف إسلامية) وذلك من خلال إصداراتهم للصكوك الإسلامية.

إلا أن هناك تحديات تواجه تداول الصكوك الإسلامية والتعامل بها ولعل أهمها غياب سوق ثانوية لتداولها غير تلك الوحيد والمعروفة بالليزية، كفيل بأن يضعف من حجم التداول والذي هو أحد المخاطر التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية، فضلا عن نقص الكوادر البشرية والإطارات المؤهلة مع ازدياد أعداد المصارف الإسلامية في أوروبا ونمو حجمها.

▲ المراجع باللغة الفرنسية :

- A.Jobt, A. (s.d.). The economics of eslamic finance and securitizatin. Récupéré sur GOV.UK: <http://www.gov.uk>
- Ahmad, S. r. (2013). " volatility behavior of sukuk market : an empirical analysis of the dow jones Citi group -sukuk index". Récupéré sur <http://www.questia.com/library/p61736/the-middle-east-journal>
- G.walmsley. (2009). another year of growth and devepement for the london stock exchange markets for -islamic finance.
- Jobast, A. (2008). Islamic bond issuance-what sovereign debt managers need to know. international monetary fund working page.
- Jobst, A. A. (2007). "The Economics of Islamic Finance and Securitization. published as IMF Working Paper.
- Principie d'Istisna, H. S. (2009). e guide de la finance islamique.
- WILSON, R. (2007). Islamic finance in Europe. Dans RSCAS Policy papers (Robert Schuman Centre for Advanced Studies) (p. p 29).

▲ المراجع باللغة العربية :

- أحسين عثمان، خولة الناصري. (2017). أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل مشاريع البنية التحتية تجارب عربية وعالمية مختارة. المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية ، 13 (3).
- أحمد جابر بدران. (2014). الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق. مجلة المسلم المعاصر ، 153.
- أحمد فؤاد أمين. (2014). إستثمار المصارف الإسلامية. مجلة البنوك الإسلامية (38).
- أحمد ماجد السيد. (2016). دراسة قطاع الاقتصاد الاسلامي بدولة الامارات العربية المتحدة. وزارة الاقتصاد بدولة الإمارات العربية المتحدة.
- الأزهري أبو منصور مُجَّد بن أحمد. ( 2001). معجم تهذيب اللغة، ط1. بيروت: دار المعرفة .
- الشريف مُجَّد عبد الغفار. صكوك المشاركة، حكمها الشرعي وترتيباتها القانونية والإدارية. عمان: مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة عشرة.
- الفرة داغي، علي محي الدين. (2007). بحوث في فقه البنوك الإسلامية. بيروت: دار البشائر، ط1.
- المصباح منير. (2009). الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. تأليف ورقة بحث مقدمة إلى الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي. الشارقة: الإمارات العربية المتحدة.
- ربحان بوبكر. (2004). تأليف صيغ التمويل والإستثمار في البنك الإسلامي الأردني (الصفحات 25-26). فلسطين.

- سامي عبيد و عدنان هادي. (2015). "الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (الصكوك الإسلامية) - تجربة ماليزية. تأليف مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد (صفحة 118). العدد الثامن والثلاثون: مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد.
- سعود بن ملوح العنزي. (2010). الصكوك الإسلامية، ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة. الأردن: الجامعة الأردنية.
- شرف محمد دواية. (2009). الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. القاهرة: دار السلام للطباعة والنشر والترجمة، مصر.
- عبد السلام معمر، مرعي ضو أبو بكر صالح. (2015). "أسواق المال الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية - سوق الأوراق المالية - الأسلامية الماليزية نموذج. مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، كلية الاقتصاد والتجارة، الجامعة الإسلامية.
- عبد الصاحب إسماعيل. (1994). المحيط في اللغة. تأليف، ط1، دار علم الكتب (صفحة 124). لبنان.
- علي بن إسماعيل المرسي أبو الحسن. (2000). المحكم والمحيط الأعظم. تأليف ط1، دار الكتب العلمية بيروت (صفحة 641).
- كمال توفيق حطاب. (2009). "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول تأليف دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، (صفحة 28). دبي.
- محسن فؤاد محمد. (2009). لصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. الشارقة: مجمع الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة.
- محمد بن علي القرني. (2008). كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية. تأليف ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. البحرين.
- مهدي هنداوي. (2011). واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية. ملتقى حول الإقتصاد الإسلامي.
- موسى بن منصور، أحمد بن السيليت. (2017). قدرة الصكوك الإسلامية على التوسع في التمويل، تجارب دولية مختارة، الوطني حول "الصكوك الإسلامية كبدائل تمويلية مناسبة، عرض وتقييم تجارب دولية. جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة، الجزائر.
- نوال سمير ورفيق بشوندة. (2015). دور الصكوك المالية الإسلامية في معالجة السيولة النقدية - الصكوك الإسلامية نموذجاً. تأليف ورقة عمل المؤتمر الدولي الثاني للمالية والصيرفة الإسلامية (صفحة 18).
- هاني أنور صالح. (2007). شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية. تأليف رسالة ماجستير. غزة: الجامعة الإسلامية.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2007). المعايير الشرعية، (صفحة ص 289). المنامة، البحرين.
- وهبة الزحيلي. (2002). تأليف المعاملات المالية المعاصرة (صفحة 301). بيروت: دار الفكر.