

## صناعة الصكوك الإسلامية بين الواقع والتحديات

لمسلف عبلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري

### Abstract

The present paper aims to shed light on the status quo of the Islamic bonds industry "Sukuk" through analyzing of its total issuances both globally and locally, classifying these issuances according to the issuers as well as the type of bonds. Furthermore, the major future challenges that this industry may encounter will be tackled.

The author concluded that, under the characterized by different interpretations of the Islamic laws "Sharia", the diversity of financial instruments, it is of great importance to harmonize the legal and regulatory framework that governs the Islamic securitization in order to provide Islamic idiosyncratic bonds that differ from conventional ones, comply with the Sharia and meet the criteria of economic efficiency on the one hand, and avoid biased interpretations of the "Sharia" (Islamic jurisprudence) on the other hand.

**Key words:** Sukuk, Islamic capital market, sukuk industry.

### ملخص

يهدف هذا البحث إلى إلقاء الضوء على واقع صناعة الصكوك الإسلامية، باستعراض تطورات الحجم الإجمالي لإصداراتها دولياً ومحلياً، وكذا توزيع هذه الإصدارات حسب جهة الإصدار، نوعية الإصدار، والتوزيع الجغرافي، بالإضافة إلى أهم التحديات التي تواجهها.

وخلص إلى ضرورة توحيد الأطر القانونية والتشريعية لعمليات التصكيك الإسلامي، في ظل تعدد تفسيرات الشريعة الإسلامية، وتنوع نظم التمويل، من أجل ابتكار وتطوير صكوك إسلامية تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية، وتبتعد عن محاكاة وتقليد السندات التقليدية، وعن تطويع النصوص الفقهية لإيجاد مخارج شرعية لها.

**الكلمات المفتاحية:** صكوك، سوق رأس المال الإسلامية، صناعة الصكوك.

**مقدمة:**

تشهد المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية ازدهارا وانتشارا واسعا تعدى الحدود العربية والإسلامية، ليصل إلى الدول الغربية، ويبلغ عددها حاليا حوالي 600 مؤسسة، تعمل في أكثر من 75 دولة، بمعدل نمو يبلغ حوالي 20% سنويا<sup>(1)</sup>، حيث تراكمت لديها أصولا ضخمة من الاستثمارات بجانب موجوداتها الأخرى، أدت إلى ظهور حاجات جديدة لها تتمثل في أدوات تمويلية إسلامية لإدارة السيولة والمخاطر من جهة، ودعم الربحية من جهة أخرى.

ونتيجة الاستفادة من إبداع وابتكار الهندسة المالية، والاجتهاد المالي وفق المنهج الإسلامي، أصبحت الفرصة ملائمة للمؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية للإقبال على القيام بعمليات تحرير الأصول وتسييلها في شكل أدوات تمويلية إسلامية، وظهرت الصكوك كإحدى منتجات الصناعة المالية الإسلامية، التي تم طرحها في الأسواق المالية المحلية والعالمية، لتكون بديلا عن أدوات الدين التقليدية (السندات) التي تقوم على سعر الفائدة (الربا)، في تمويل مختلف الاستثمارات بصيغ متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

**مشكلة الدراسة:** يأتي هذا البحث للإجابة على التساؤل الرئيسي الآتي:

ما هو واقع صناعة الصكوك الإسلامية؟ وما هي أهم التحديات التي تواجهها؟

**فرضيات الدراسة:** نسعى في هذا البحث إلى اختبار صحة الفرضيتين الآتيتين:

**الفرضية الأولى:** تحظى صناعة الصكوك الإسلامية بإقبال كبير، وتعرف

انتشارا واسعا في العديد من الدول، مما يؤكد ثقة المستثمرين بهذا المنتج.

**الفرضية الثانية:** تعترض صناعة الصكوك الإسلامية عدة تحديات أهمها

التحديات الشرعية.

**أهداف الدراسة:** يهدف البحث إلى:

- التعرف على ماهية الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، خصائصها، ضوابطها الشرعية، وأنواعها.

- دراسة وتحليل تطور إصدارات الصكوك الإسلامية خلال الفترة (جانفي 2001م - جويلية 2014م).

- إبراز أهم التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية.

**أهمية الدراسة:** تبرز أهمية الدراسة في أهمية الصكوك الإسلامية، لانفرادها بعدة خصائص تميزها عن باقي الأدوات المالية التقليدية.

**منهج الدراسة:** من أجل اختبار صحة فروض البحث نعلم على المنهج الوصفي التحليلي، حيث نقوم بجمع البيانات والإحصائيات، واستخلاص أهم النتائج.

**خطة الدراسة:** للإجابة على إشكالية البحث يمكن تقسيمه إلى محورين، نعالج ضمن المحور الأول الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية، وفي المحور الثاني نتعرض لواقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها.

### 1- الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية:

تمثل الصكوك الإسلامية إحدى البدائل الشرعية للأدوات المالية التقليدية، وستناول في هذا الجزء من البحث تعريفها، خصائصها، ضوابطها الشرعية، ومختلف أنواعها:

#### 1-1- تعريف الصكوك الإسلامية والتصكيك:<sup>(2)</sup>

الصك لغة: هو الضرب الشديد، صككت الباب إذا أطبقته، والصك كتاب يشتمل على معلومات خاصة به، وجمعه أصك، وصكاك، وصكوك<sup>(3)</sup>، أما اصطلاحاً: الصك هو وثيقة متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب واستخدامها فيما أصدرت من أجله.<sup>(4)</sup>

يطلق على الصك الإسلامي عدة تسميات منها: شهادة استثمار، شهادة وكالة، أو سند إسلامي لتمييزه عن السند التقليدي الذي يعتمد على القرض بفائدة.<sup>(5)</sup> وإذا كان التوريق التقليدي هو تحويل الديون إلى أوراق مالية (سندات)، وهذه السندات تمثل ديناً بفائدة لحاملها ولا يجوز إصدارها ولا تداولها شرعاً، فإن التصكيك (التوريق الإسلامي) هو إصدار وثائق أو شهادات مالية إسلامية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو مزيجاً منها) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.<sup>(6)</sup> مما سبق يمكن استنباط التعريف الآتي:

"الصك الإسلامي هو أداة تمويلية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أصل معين أو نشاط استثماري محدد، تعطي لحاملها حق المشاركة في الأرباح المحققة، وتحمل الخسائر المحتملة، وتصدر بأجال متفاوتة، وقدرة مختلفة على التداول، ويطلق على عملية إصدار الصكوك الإسلامية مصطلح التصكيك".

## 2-1- الخصائص العامة للصكوك الإسلامية:

تتفرد الصكوك الإسلامية بعدة خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية نوردتها فيما يلي:<sup>(7)</sup>

- \* يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية.
- \* يصدر الصك على أساس عقد شرعي ويأخذ أحكامه.
- \* انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك)، وتحمل مخاطر الاستثمار كاملة، مع الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الصك.
- \* أن تشترك الصكوك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة وتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك.

هذه الخصائص تمكننا من استنتاج أوجه اختلاف الصكوك الإسلامية عن كل من الأسهم والسندات، حيث يعتبر حامل السهم شريكاً في الشركة ويمثل شخصيتها

الاعتبارية، ويملك حق الإدارة والتصويت، أما الصك فلا يعطي لحامله هذه الحقوق لأنه عبارة عن منتج له تاريخ بداية ونهاية.

أما بالنسبة للسند فهو يمثل مديونية بسعر فائدة محددة مسبقا وثابتة ومضمونة، بينما يمثل الصك ملكية حقيقية ويتنفي فيه الضمان، ويستحق حامله الربح بالنسبة المحددة، ويتحمل الخسائر بقدر حصته.

### 1-3- الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية:

أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشر المنعقدة بالشارقة عدة ضوابط شرعية تتعلق بالصكوك الإسلامية نوجزها فيما يلي:<sup>(8)</sup>

\* لا يجوز أن يتعهد مدير الصكوك بإقراض حملة الصكوك أو بالتبرع عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع.

\* مدير الصكوك أمين لا يضمن قيمة الصك إلا بالتعدي أو التقصير.

\* يراعى في الصكوك من حيث قابليتها للتداول الالتزام بالضوابط المنصوص عليها، فإذا كانت مكوناتها لا تزال نقودا تطبق عليها أحكام الصرف، أما إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديونا فيطبق على تداول الصكوك أحكام الدين، من حيث المنع إلا بالمثل على سبيل الحوالة، وإذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقا للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا أو منافع.

\* لا يجوز إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية بل يكون الإطفاء بقيمتها السوقية أو بالقيمة التي يتفق عليها عند الإطفاء.

\* لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها كأن يتحول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع، ويجعل شيء من السلع في الصندوق حيلة للتداول.

**4-1- أنواع الصكوك الإسلامية:**

تنقسم الصكوك حسب صيغ التمويل الشرعية المعتمدة في المصارف الإسلامية إلى الأنواع الآتية:

**1-4-1- صكوك المشاركة:**

تنقسم صكوك المشاركة إلى مشاركة على أساس الشركة، أو على أساس المضاربة الشرعية (المقارضة أو القراض)، أو على أساس الوكالة بالاستثمار:

**أ- صكوك الشركة:**

صكوك الشركة هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكتتبون هم الشركاء في عقد الشركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.<sup>(9)</sup>

**ب- صكوك المضاربة:**

صكوك المضاربة هي وثائق مالية متساوية القيمة تمثل موجودات لرأس مال المضاربة تدار على أساس عقد المضاربة، وهي تعبر عن ملكية أصحابها، تكون قابلة للتداول في الأسواق المالية، يشترك أطرافها في نتائج الاستثمار ربحاً وخسارة.<sup>(10)</sup>

**ج- 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، والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل باستثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت، والمصدر يحصل إما على نسبة من الربح أو مبلغ محدد، سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق.<sup>(11)</sup>

**1-4-2- صكوك البيوع:**

وتتضمن كل من صكوك المرابحة، السلم، والبيع الآجل:

**أ- صكوك المرابحة:**

يقوم هذا البيع على أمر المستفيد من التمويل للبنك بأن يشتري له سلعة بسعر معروف بالنسبة لهما، ثم يبيعهما له بسعر أعلى ويؤجل في الثمن، على دفعة واحدة أو على دفعات.<sup>(12)</sup>

**ب- صكوك السلم:**

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصيح سلعة السلم مملوكة لجملة الصكوك، والمصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون فيها هم المشترين للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شرائها (رأس مال السلم)، ويملك جملة الصكوك سلعة السلم، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد.<sup>(13)</sup>

**ج- صكوك البيع الآجل:**

البيع الآجل هو اتفاق على شراء منتجات أو سلع في المستقبل، ويكون الثمن فيه مؤجلاً، على عكس بيع السلم، والبيع الآجل من الاستخدامات قصيرة الأجل.<sup>(14)</sup>

**1-4-3- صكوك الاستصناع والإجارة:**

وتتضمن كل من صكوك الاستصناع والإجارة.

**أ- صكوك الاستصناع:**

هي صكوك يتم طرحها من أجل جمع مبلغ معين، بغية إنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من إحدى المؤسسات، بمبلغ يفوق المبلغ اللازم لصناعتها، ويكون ثمن هذه الصكوك هو حقوق جملة الصكوك، أما الربح فيمثل الفرق بين ثمن البيع وتكلفة الصناعة.<sup>(15)</sup>

**ب-صكوك الإجارة:**

هي صكوك ذات قيمة متساوية، تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع، أو خدمات، تدر إيرادا، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي تتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق الثانوية.<sup>(16)</sup>

كما يمكن تقسيم الصكوك حسب المدة إلى: قصيرة، متوسطة، وطويلة الأجل، وحسب قابليتها للتداول إلى: صكوك قابلة للتداول، وأخرى غير قابلة للتداول.

وعموما تتميز الصكوك الإسلامية بتعدد هياكلها وتنوعها، حسب تعدد صيغ التمويل الإسلامية، مما يميزها عن باقي الصيغ التقليدية، ويعطيها مرونة أكبر من حيث العائد والمخاطرة.

**2- واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها:**

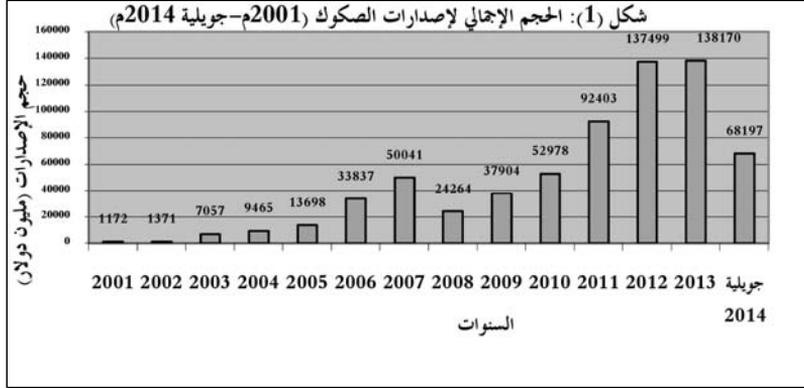
تحتل الصكوك الإسلامية أهمية كبيرة من الناحية الاقتصادية، وتتجلى هذه الأهمية في الواقع العملي من خلال التطورات التي يشهدها حجم الإصدارات في سوق الصكوك.

**1-2- واقع صناعة الصكوك الإسلامية:**

نستعرض تجربة الصكوك الإسلامية من خلال تتبع تطورات الحجم الإجمالي لإصداراتها، وكذا توزيع هذه الإصدارات حسب جهة الإصدار، حسب نوعية الإصدار، وحسب التوزيع الجغرافي، وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2001م إلى غاية جويلية سنة 2014م.

**1-1-2- الحجم الإجمالي ومعدلات نمو إصدارات الصكوك ما بين 2001م وجويلية 2014م:**

يمكننا تتبع تطورات الحجم الإجمالي لإصدارات الصكوك الإسلامية ما بين سنة 2001م وجويلية 2014م من خلال الشكل رقم (1):



**Source:** International Islamic financial market sukuk report (4th Edition), <http://www.iifm.net>, 12/03/2015.

يتضح من الشكل رقم (1) أن الحجم الإجمالي لإصدارات الصكوك عرف تزايدا ملحوظا، حيث انتقل من 1172 مليون دولار سنة 2001م، إلى 138170 مليون دولار نهاية سنة 2013م، ليسجل بذلك أعلى حجم إصدار للصكوك منذ انطلاقتها.

من خلال معطيات هذا الشكل، نحصل على الجدول الآتي الذي يوضح معدلات نمو سوق الصكوك ما بين سنة 2001م وجويلية 2014م:

## جدول(1) : معدلات نمو إجمالي إصدارات الصكوك (2001م-جويلية 2014م)

الوحدة: مليون دولار

السنة	حجم الإصدار الإجمالي للصكوك الإسلامية	معدل النمو السنوي (%)
2001	1172	-
2002	1371	17
2003	7057	414.7
2004	9465	34.1
2005	13698	44.7
2006	33837	147
2007	50041	47.9
2008	24264	51.5-
2009	37904	56.2
2010	52978	39.7
2011	92403	74.4
2012	137499	48.8
2013	138170	0.48
2014 <sup>(17)</sup>	68197	-

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

International Islamic financial market sukuk report (4th Edition), <http://www.iifm.net>, 12/03/2015

نلاحظ من الجدول(1) أن معدلات نمو سوق الصكوك مرتفعة تفوق في معظمها نسبة 40%، وبلغت ذروتها سنة 2003م بمعدل نمو قدره 414.7%، مما يدل على الإقبال المتزايد على إصدار الصكوك، غير أن الحجم الإجمالي لإصدارات الصكوك عرف تراجعاً ملحوظاً بعد سنة 2003م، ليسجل أدنى معدل نمو سنة 2008م قدره

(-51.5%)، ويرجع ذلك إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية، والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأصول المالية والعقارية. غير أن إصدارات الصكوك سرعان ما استعادت نموها منذ بداية سنة 2009م بمعدل 56.2%، وتستمر بعدها في النمو، حيث كان تأثير الأزمة ظرفياً، ولا يرجع إلى الصكوك في حد ذاتها، بل إلى الظروف الاقتصادية المرافقة للأزمة والتي تتمثل في شبه الركود الذي عرفته معظم القطاعات الاقتصادية والمالية في العالم، ونضوب السيولة من الأسواق المالية، بالإضافة إلى تراجع الإقبال على بعض الصكوك بسبب بعض المخالفات الشرعية التي بينتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (البحرين).

ويرجع انخفاض إجمالي إصدارات الصكوك سنة 2013م إلى تباطؤ النمو العالمي، بالإضافة إلى محدودية المنتجات الإسلامية القابلة للإدراج في البورصة.

2-1-2- توزيع إصدارات الصكوك حسب جهة الإصدار ما بين 2001م وجويلية 2014م:

يمكننا تتبع توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهة إصدارها ما بين سنة 2001م وجويلية سنة 2014م ضمن الجدول الآتي:

## جدول (2): توزيع حجم إجمالي إصدارات الصكوك

حسب جهة الإصدار (2001م - جويلية 2014م)

الوحدة: مليون دولار

جهة الإصدار	حجم الإصدارات المحلية	حجم الإصدارات الدولية	حجم إجمالي الإصدارات	نسبة حجم الإصدار %
حكومية	348016	31898	379914	56.9
شبه حكومية	31784	24946	56730	8.5
شركات	171390	60024	231414	34.6
المجموع:	551190	116868	668058	100

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتقاد على:

International Islamic financial market sukuk report (4th Edition), <http://www.iifm.net>,  
12/03/2015

نلاحظ من الجدول (2) أن حجم إجمالي إصدارات الصكوك من طرف الجهات الحكومية وشبه الحكومية يمثل نسبة أكثر من 65% من مجموع إجمالي الإصدارات، وهو بذلك يفوق بكثير حجم إجمالي إصدارات الشركات الذي لا يتعدى نسبة 35% من مجموع إجمالي الإصدارات. وذلك نظرا للأزمة الائتمانية التي تمر بها الشركات الخاصة والمؤسسات المالية، بسبب التعثر في سداد التزاماتها، مما أضعف ثقة المستثمرين بالقطاع الخاص.

بالإضافة إلى زيادة إقبال حكومات العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية على إصدار الصكوك بغية علاج عجز الموازنة وإدارة السيولة.

3-1-2- توزيع الإصدار الدولي والمحلي حسب نوع الصكوك ما بين 2001م وجويلية 2014م:  
 يمكننا تتبع توزيع الإصدار الدولي والمحلي حسب نوع الصكوك الإسلامية ما بين سنة 2001م وجويلية 2014م ضمن الجدول الآتي:

جدول (3): توزيع الإصدار الدولي والمحلي

حسب نوع الصكوك (2001م-جويلية 2014م)

الوحدة: مليون دولار

نوع الصكوك	الإصدار الدولي	نسبة الإصدار الدولي %	الإصدار المحلي	نسبة الإصدار المحلي %
صكوك الإجارة	50894	43.5	91636	16.5
صكوك المرابحة	7329	6.3	298394	53.8
صكوك المضاربة	6325	5.4	13652	2.5
صكوك المشاركة	11689	10	75573	13.6
صكوك السلم	1958	1.7	4685	0.8
صكوك الاستصناع	-	-	3487	0.6
صكوك الوكالة	24623	21	3035	0.5
صكوك البيع الآجل	-	-	34775	6
الصكوك المهجنة (Hybrid)	7859	6.7	28555	5
الصكوك القابلة للاستبدال (Exchangeable)	6190	5.3	408	0.07

Source: International Islamic financial market sukuk report (4th Edition),  
<http://www.iifm.net>, 12/03/2015

من استقراء معطيات الجدول (3) نلاحظ أن صكوك الإجارة تحتل الصدارة من حيث حجم الإصدار الدولي للصكوك بنسبة 44% مقارنة بباقي أنواع الصكوك، تليها

صكوك الوكالة بنسبة 21% ثم صكوك المشاركة بنسبة 10%، أما باقي الأنواع فتمثل نسبة ضئيلة لا تتعدى 10%.

ويمكن تفسير الإقبال الدولي المتزايد على إصدار صكوك الإجارة إلى تميزها بعدة خصائص تتمثل في قدرتها على تعبئة الموارد المالية الضخمة، بعائد مستقر، ومخاطر أقل، لأن الأجرة معلومة مسبقاً، والعين المؤجرة مؤمن عليها، هذا بالإضافة إلى قابليتها للتداول في السوق الثانوية.

أما من حيث حجم الإصدار المحلي فتعود حصة الأسد لصكوك المربحة بنسبة 54%، تليها صكوك الإجارة بنسبة 16%، ثم صكوك المشاركة بنسبة 14%، مقارنةً بباقي أنواع الصكوك التي لا تتجاوز نسبتها 10%.

ويرجع سبب التوسع في نشاط المربحة إلى تميزها بسهولة ومرونة أكبر في الاستخدام، مع تحمل مخاطر استثمارية أقل، حيث يأخذ المصدر بالإضافة إلى هامش الربح مختلف الضمانات اللازمة لتسديد العميل ما عليه من ثمن آجل.

غير أن كل من نشاط الإجارة أو المربحة لا يحقق بفعالية الهدف الذي أنشئت من أجله المصرفية الإسلامية، والمتمثل أساساً في المشاركة الحقيقية التي تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وتحقيق التنمية بما يخدم الاقتصاد الإسلامي.

#### 2-1-4- توزيع الإصدار الدولي للصكوك حسب المناطق الجغرافية (2001م-جويلية 2014م):

يمكننا تتبع عدد وحجم الإصدار الدولي للصكوك الإسلامية وذلك حسب المناطق الجغرافية من سنة 2001م، إلى غاية جويلية 2014م ضمن الجدول الآتي:

جدول (4): توزيع الإصدار الدولي للصكوك  
حسب المناطق الجغرافية (2001م-جويلية 2014م)

الوحدة: مليون دولار

النسبة %	حجم الإصدار	عدد الإصدارات	البلد	المنطقة
13.98	16339	32	ماليزيا	دول آسيا
4.95	5785	7	اندونيسيا	
0.51	600	1	باكستان	
0.61	711	4	سنغافورة	
0.17	196	2	هونج كونج	
0.08	97	1	الصين	
0.16	190	3	اليابان	
5.84	6830	94	البحرين	دول التعاون الخليجي والشرق الأوسط
7.65	8935	10	قطر	
18.43	21542	30	السعودية	
39.35	45986	68	الإمارات	
1.82	2127	13	الكويت	
0.11	130	1	السودان	دول إفريقيا
4.92	5753	12	تركيا	دول أخرى
0.05	55	1	ألمانيا	
0.59	687	8	بريطانيا	
0.001	0.65	1	فرنسا	
0.66	767	3	الولايات المتحدة	
0.07	77	1	كازاخستان	
0.05	60	2	لوكسمبورغ	

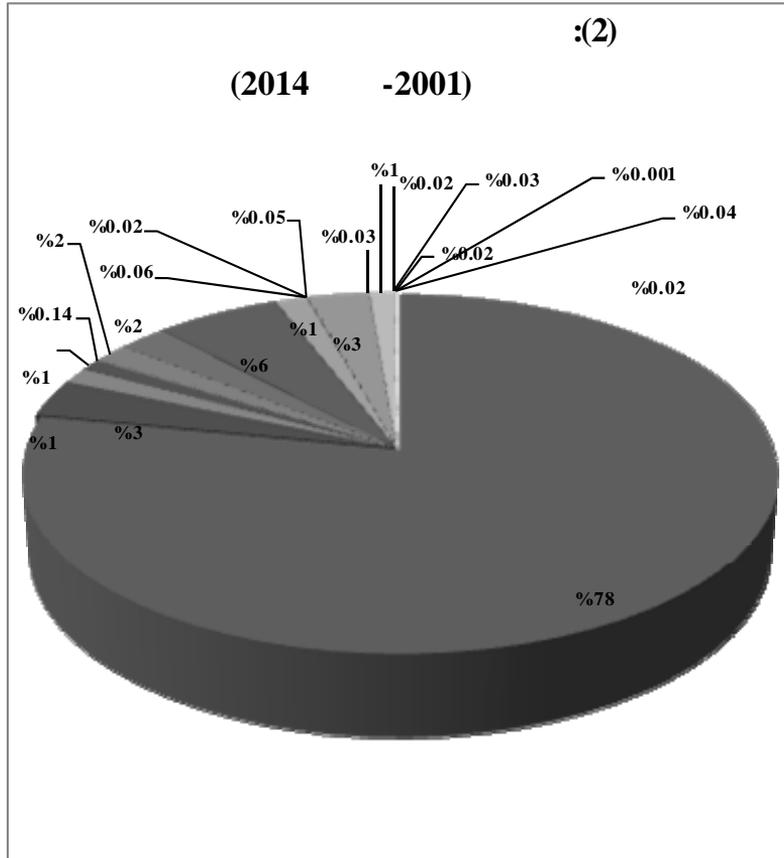
Source: International Islamic financial market sukuk report (4th Edition), <http://www.iifm.net>, 12/03/2015

نلاحظ من الجدول (4) أن ماليزيا ودول التعاون الخليجي تحتل الصدارة من حيث عدد وحجم الإصدار الدولي للصكوك، وعلى رأسها الإمارات بنسبة 39.35% من حيث حجم الإصدار، تليها السعودية بنسبة 18.43%، ثم ماليزيا بنسبة 13.98%.

كما نلاحظ انضمام عدة دول إلى سوق الصكوك الإسلامية، منها دول عربية تمثلت في السعودية والسودان، ودول آسيوية تمثلت في سنغافورة وهونج كونج والصين، ودول أوروبية تمثلت في فرنسا وألمانيا، هذه الأخيرة التي تعتبر أول دولة أوروبية أصدرت صكوكا في ولاية "سكسونيا أنهالت" بقيمة 100 مليون يورو، بالإضافة إلى لوكسمبورغ وكازاخستان التي تبنت قانونا للتمويل الإسلامي.

5-1-2 توزيع الإصدار المحلي للصكوك حسب المناطق الجغرافية (2001م- جويلية 2014م):

يمكننا تتبع توزيع الإصدار المحلي للصكوك الإسلامية حسب المناطق الجغرافية ما بين سنة 2001م، وجويلية 2014م ضمن الشكل الآتي:



**Source:** International Islamic financial market sukuk report (4th Edition), <http://www.iifm.net>, 12/03/2015.

نلاحظ من الشكل (4) أن ماليزيا تحتل الصدارة بالنسبة للإصدار المحلي للصكوك بنسبة 78% من حيث حجم الإصدار، تليها السعودية بنسبة 6%، ثم كل من اندونيسيا والسودان بنسبة 3%، ثم باقي دول التعاون الخليجي بنسب ضئيلة.

كما نلاحظ انضمام عدة دول إلى سوق الصكوك من حيث الإصدار المحلي تمثلت في الأردن بإصدار واحد محلي قيمته 119 مليون دولار، واليمن بإصدارين محليين قيمتهما 253 مليون دولار، وعمان بإصدار واحد قيمته 130 مليون دولار، وغامبيا

بحجم إصدار قدره 139 مليون دولار، بالإضافة إلى ألمانيا، والولايات المتحدة الأمريكية، المالديف، نيجيريا، والسنغال، غير أن إصدارات هذه الدول تشكل نسبة جد ضئيلة لا تتجاوز 1%.

أما ماليزيا فقد كانت السبابة من حيث إصدار وتداول الصكوك عالميا، وتعتبر من أكبر الأسواق للصكوك حيث تنشط فيها كبرى شركات الغاز والنفط مثل: شل ماليزيا، وبترو ناس الحكومية، كما أصدرت مؤشر للصكوك المحلية مما عزز مكائنها أكثر.

## 2-2- العوامل المساعدة على تطور الصكوك الإسلامية:

تعتبر الصكوك أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة، التي عرفت تطورا هائلا وانتشارا واسعا، تعدى الدول العربية والإسلامية، ليصل إلى الدول الغربية، لأن الصكوك الإسلامية تحتل أهمية كبرى من الناحية الاقتصادية، لا سيما بالنسبة للاقتصاد الكلي، حيث تؤدي إلى جذب المدخرات، تمويل المشاريع الاستثمارية ومشاريع البنى التحتية، حل مشكلة المديونية، تغطية عجز الموازنة، بالإضافة إلى تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي والمالي، أما بالنسبة للمصارف الإسلامية فهي توفر لها إدارة أفضل للسيولة والمخاطر، بالإضافة إلى تفعيل الاستثمار طويل الأجل، وأخيرا بالنسبة للأسواق المالية فإن الصكوك الإسلامية تساهم في زيادة كفاءتها، وتطويرها عن طريق إضافة أدوات ومؤسسات مالية جديدة لها.

ويرجع الإقبال المتزايد على إصدار الصكوك إلى عدة أسباب تتعلق بارتفاع عوائدها نسبيا مقارنة بباقي الصيغ، ارتفاع معدلات نموها التي تتجاوز 40% سنويا، وجود القوانين والضوابط الشرعية والمحاسبة التي تنظم عمليات إصدارها (الصادرة عن السوق المالية الإسلامية الدولية وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية)، إضافة إلى تراكم الفوائض النقدية العربية خاصة بالنسبة لبلدان مجلس التعاون الخليجي قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008م، وذلك بسبب الطفرة البترولية، والتي جعلت المؤسسات المالية الإسلامية في هذه الدول تبحث عن فرص لاستثمار أموالها من خلال منتجات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وبالمثل فإن الدول غير الإسلامية عرفت إقبالا متزايدا على سوق الصكوك الإسلامية، رغبة منها في استقطاب مدخرات دول مجلس التعاون الخليجي، بهدف زيادة عوائدها من جهة، وتنويع استثماراتها من جهة أخرى.

هذا وبالإضافة إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) سنة 2008م، والتي أدت إلى انهيار وإفلاس العديد من المصارف التقليدية العريقة، بينما لم تؤثر على المصارف الإسلامية ولا على المنتجات الإسلامية إلا بشكل طفيف، وسرعان ما تجاوزتها، مما عزز ثقة المستثمرين فيها، وزاد من حدة التنافس الغربي على الصيرفة الإسلامية بمختلف منتجاتها، وخاصة الصكوك الإسلامية.

### 2-3- تحديات الصكوك الإسلامية:

رغم الأهمية التي تحظى بها صناعة الصكوك الإسلامية وثقة المستثمرين بهذه الأداة، وانتشارها ليس فقط في السوق الإقليمية أو في الدول العربية والإسلامية، بل حتى في الدول غير الإسلامية، إلا أن هناك العديد من التحديات التي تعترضها لعل أهمها:

#### أ- الاختلافات الفقهية وصعوبات تصميم الصكوك:

هناك العديد من الاختلافات في المواقف الفقهية للهيئات الشرعية بخصوص الفتاوى الصادرة حول بعض أنواع الصكوك، مما يزيد من صعوبات تصميمها بالرغم من الجهود المبذولة في مجال الهندسة المالية، والاجتهاد وفق المنهج الإسلامي.

ولعل أكبر صعوبة تعترض القائمين على تصميم الصكوك هي مسألة "ضمان أصل القرض" لسببين<sup>(18)</sup>

السبب الأول: لا يمكن في الشريعة الإسلامية ضمان أصل القرض كجزء من العقد، مما يحد من مميزات الصكوك فيما يتعلق بالمخاطر المنخفضة والسيولة المرتفعة والضرورية لجعل عمليات السوق المفتوحة فعالة.

السبب الثاني: في حالة ضمان أصل القرض من خلال بيع حق خيار الشراء أو البيع بدون مقابل مع بيع الدين بالسعر الاسمي، في إطار ما يسمى "قرض جر منفعة"، وهو أمر جائز إن لم يحصل المشتري على وعد بمنفعة إضافية، غير أن بعض الفقهاء اعتبروا مثل هذه الأدوات مكروهة.

بالإضافة إلى الاختلاف الفقهي المثار حول مسألة بيع العينة وبيع الدين، حيث نجد أن المذهب الشافعي في ماليزيا يميز التعامل بكليهما لا سيما في إصدار الصكوك بضمن آجل وصكوك المرابحة، بينما تحرمه معظم الدول العربية والإسلامية استنادا إلى آراء جمهور الفقهاء، مما جعل إصدارات ماليزيا لا تحظى بالقبول الدولي، وتحتل الصدارة أكثر من حيث الإصدارات المحلية.

بالإضافة إلى الجدل الفقهي حول طريقة تصميم الصكوك بشكلها الحالي، والتي تشبه السندات من حيث العائد، كونه مرتبطا بمؤشر اللايبور، ومن حيث المخاطر الائتمانية، ومن حيث نظام الطرح عن طريق السماسرة، دون اللجوء إلى الطرح العام للجمهور.

#### ب- غياب الإطار التنظيمي والتشريعي الموحد،

إن وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، واللوائح والتعليمات الصادرة عن السوق المالية الإسلامية الدولية التي تقنن وتنظم عمليات إصدار الصكوك، بالإضافة إلى مختلف القوانين الصادرة عن الحكومات والبنوك المركزية في بعض الدول، يعتبر أمرا غير كاف إلا بعد توحيد مختلف القوانين والضوابط، خاصة بعد ظهور العديد من الاختلافات الفقهية حول بعض الأنواع من الصكوك.

#### ج- نقص الشفافية في بعض الإصدارات واللجوء إلى التصنيف الائتماني،

إن نقص الشفافية في بعض الإصدارات يؤدي إلى ضرورة القيام بتصنيف ائتماني للصكوك قبل إصدارها، من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة

صندوق النقد الدولي، ومؤسسات مالية دولية أخرى، وفي ذلك تكلفة أكبر على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة.<sup>(19)</sup>

#### د- ضرورة إيجاد سوق ثانوية؛

إن إيجاد سوق ثانوية للتداول وفق أحكام الشريعة الإسلامية أصبحت ضرورة حتمية، لاستمرارية الصكوك، ونشاط هذه السوق الثانوية يعتمد على حجم ونوع الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها.

#### هـ- نقص الموارد البشرية المؤهلة؛

إن نقص الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، يشكل تهديدا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك.<sup>(20)</sup>

حيث أدى عدم توفر الكوادر البشرية المؤهلة لدى المصارف الإسلامية إلى استحواذ المصارف الأجنبية على معظم إصدارات الصكوك الإسلامية.

### خاتمة:

الصك الإسلامي هو أداة تمويلية تمثل حصصا شائعة في ملكية أصل معين أو نشاط استثماري محدد، تعطي لحاملها حق المشاركة في الأرباح المحققة، وتحمل الخسائر المحتملة، وتصدر بأجال متفاوتة، وقدرة مختلفة على التداول، ويطلق على عملية إصدار الصكوك الإسلامية مصطلح التصكيك.

تفرد الصكوك الإسلامية بعدة خصائص، وتتميز بتعدد هياكلها وتنوعها، مما يميزها عن باقي الصيغ التقليدية، ويعطيها مرونة أكبر من حيث العائد والمخاطرة. عرفت صناعة الصكوك الإسلامية تطورا هائلا، وبمعدلات نمو مرتفعة تتجاوز في معظمها نسبة 40% سنويا، وكانت الإصدارات الحكومية وشبه الحكومية هي

المحرك الرئيسي لسوق الصكوك، بسبب الأزمة الائتمانية التي تمر بها الشركات الخاصة، بالإضافة إلى زيادة إقبال العديد من الدول على إصدار الصكوك بغية علاج عجز الموازنة وإدارة السيولة.

تحتل صكوك المرابحة والإجارة الصدارة من حيث أنواع الصكوك المصدرة لتميزها بسهولة ومرونة أكبر من حيث الاستخدام، بعائد مستقر ومخاطر أقل.

وتحتل ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي الصدارة من حيث عدد وحجم إجمالي الإصدارات، وعلى رأسها الإمارات ثم تليها السعودية.

إذا تخطى صناعة الصكوك الإسلامية بالانتشار الواسع والقبول العام في مختلف دول العالم، مسجلة تطورات كبيرة في الحجم الإجمالي لإصداراتها، وهذا يدل على ثقة المستثمرين بهذا المنتج، مما يؤكد صحة الفرضية الأولى للبحث.

ويرجع هذا الإقبال المتزايد على إصدار الصكوك وانتشارها عالميا، لكونها تحتل أهمية كبيرة لاسيما بالنسبة للاقتصاد ككل، أو المصارف الإسلامية أو الأسواق المالية، هذا بالإضافة إلى وجود عدة عوامل ساعدت على تطورها تتمثل في ارتفاع عوائدها، ارتفاع معدلات نموها، وجود قوانين تنظم عمليات إصدارها، بالإضافة إلى تراكم الفوائض النقدية العربية خاصة بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي، وصمود الصكوك أمام تداعيات الأزمة المالية العالمية.

لكن رغم الأهمية التي تحظى بها صناعة الصكوك الإسلامية، إلا أن هناك العديد من التحديات التي تعترضها أهمها التحديات الشرعية المتعلقة بالاختلافات الفقهية خاصة فيما يتعلق بمسألة ضمان القرض، ومسألة بيع العينة وبيع الدين، بالإضافة إلى الجدل الفقهي حول طريقة تصميم الصكوك والتي تشبه السندات التقليدية في عدة نقاط، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية للبحث.

هذا بالإضافة إلى تحديات أخرى تتمثل في: غياب الإطار التنظيمي والتشريعي الموحد، نقص الشفافية في بعض الإصدارات واللجوء إلى التصنيف الائتماني، ضرورة إيجاد سوق ثانوية، ونقص الموارد البشرية المؤهلة.

وعليه يجب توحيد الأطر القانونية والتشريعية لعمليات التصكيك الإسلامي، في ظل تعدد تفسيرات الشريعة الإسلامية، وتنوع نظم التمويل، من أجل ابتكار وتطوير صكوك إسلامية تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والالتزام بقواعد الشريعة الإسلامية، وتبتعد عن محاكاة وتقليد السندات التقليدية، وعن تطويع النصوص الفقهية لإيجاد مخارج شرعية لها.

### هوامش وإحالات:

- (1)- أسبوعية الشاهد الإلكترونية من الموقع الإلكتروني: [www.alshahed.com/index.php](http://www.alshahed.com/index.php) بتاريخ: 2015/03/15
- (2)- إن مصطلحات التصكيك والتوريق والتسنييد هي كلمات مترادفة، كما جاء في المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية " التوريق ويطلق عليه التصكيك والتسنييد"، غير أن البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرين المنعقدة عام 2002/هـ1423م أوصى بضرورة اختيار التصكيك بديلاً عن التوريق الذي يقصد به تحويل الديون إلى سندات. راجع في ذلك: أبو بكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية، وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2015م، ص: 32
- كما اصطلح الفقهاء تسمية التوريق الإسلامي بالتصكيك لسببين: الأول أن كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، وهي البديل الإسلامي لكلمة سندات، القائمة على الفائدة المحرمة شرعاً، أما السبب الثاني فكلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة على الديون، وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل تفاضلاً. راجع في ذلك: فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008، ص: 5.
- (3)- ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، القاهرة، 1981م، الجزء الثامن والعشرون، المجلد الرابع، ص: 2474
- (4)- المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007م، ص: 288

- 5)- biyathulla Ismath Bacha and Abbas mirakhor, Islamic Capital Markets, A Comparative Approach, published by John Wiley and Sons Singapore, pte-Ltd, 2013, p:173
- (6)- قرار رقم 19/4/178 صادر عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة 19، الإمارات العربية المتحدة، أبريل، 2009م، ص: 1، من الموقع الإلكتروني: بتاريخ: 2015/04/15م  
www.islamtoday.net/bohooth/sitemap.htm
- (7)- نفس المرجع، ص 1
- (8)- قرار رقم 4/3/30 صادر عن مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 31، العدد: 359، 2011م، ص: 110
- (9)- زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، عماد الدين للنشر، عمان، 2009م، ط 1، ص: 125
- (10)- أحمد محمد أحمد كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة إصدارا وتداولاً، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط 1، 2015م، ص: 28
- 11)- Kabir Hassan and Michael Mahlkecht, Islamic Capital Markets, Products and Strategies, published by John Wiley and Sons Singapore, pte-Ltd, 2011, p:191
- 12)- Wan Abdul Rahim Kamil Wan Mohamed Ali, Understanding Sukuk, IBFIM Kuala Lumpur, 2014, p:10
- (13)- زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سابق، ص: 129
- 14)- Obiyathulla Ismath Bacha and Abbas mirakhor, opcit, p:181
- 15)- Muhammad ayub, securitization sukuk and fund management potential to be realized by islamic financial institutions, p353  
www.kantakji.com/fiqh/markets.16/03/2015
- (16)- عبد المجيد عبد الله ديه، نحو نموذج إسلامي لصكوك الإجارة المنتهية بالتملك، مجلة جامعة مؤتة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 27، العدد الخامس، الأردن، 2012م، ص: 111-113
- (17)- لا يمكننا حساب معدل النمو السنوي لسنة 2014م لأن حجم إجمالي إصدارات الصكوك فيها لمدة ستة أشهر فقط.
- (18)- أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006م، ص 163
- (19)- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، عدد 9، 2011م، ص: 258
- (20)- نفس المرجع، ص: 258