

مساهمة الصكوك الاسلامية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية

The contribution of Islamic sukuk to the development of  
the Islamic financial industry

<sup>1</sup> د. طهراوي أسماء

أستاذة محاضرة أ / مخبر MECAS / جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان-الجزائر-

Email: tahraoui.asma@univ-tlemcen.dz

قُدِّم للنشر في: 06-04-2024 & قُبِل للنشر في: 05.05.2024, نشر في: 02.06.2024

الملخص:

تهدف الدراسة إلى تسليط الضوء على الصكوك الإسلامية بديل للسندات وأهم منتج من منتجات الصناعة المالية الإسلامية والتي شهدت تطورا كبيرا على المستوى الدولي في الآونة الأخيرة، حيث سيتم تعريف الصكوك الإسلامية وذكر أهم أنواعها ومدى تطورها، لكن رغم ضخامة سوق الصكوك اليوم، إلا أنه لا زال يعاني من العديد من المشاكل والتحديات أهمها التطور التنظيمي والتشريعي.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، البنوك الإسلامية، الصناعة المالية الإسلامية، الواقع والتحديات.

تصنيف O16, G2; E5:JEL

**Abstract :**

The aim of this study is to highlight on Islamic sukuk, an alternative to bonds and the most important product of the Islamic financial industry, which has witnessed great development in size internationally in recent times. Islamic sukuks will be defined and the most important types and extent of their development mentioned. Despite the huge size of the sukuk market today, it suffers from Among many problems and challenges, the most important of which ara regulatory development.

**.Keywords:** Islamic sukuk, islamic banking, Islamic financial industry, Reality and challenges

**Jel Classification Codes: O1**

مقدمة:

شهدت صناعة التمويل الإسلامي تطورات كبيرة حيث برزت المنتجات المالية الإسلامية بشكل خاص في أعقاب الأزمة المالية العالمية الكساد العالمي في عام 2008. بما في ذلك سوق الصكوك الذي حقق مكاسب شعبية كبيرة كمصدر مهم لرأس المال للقطاعين العام والخاص، وقد تم الاعتراف بسوق الصكوك كبديل للسندات التقليدية من حيث مميزاته كأداة دخل ثابت مع الحفاظ على رأس المال.

فالصكوك الإسلامية تفتح الباب على مصراعيه للمشاركة في تمويل المشاريع التنموية الضخمة، من خلال إشراك مختلف الفاعلين الاقتصاديين من أفراد ومؤسسات وبنوك وغيرها في هذه المشروعات عن طريق الاشتراك في شراء هذه الصكوك، وبذلك يشارك حملة هذه الصكوك في ربح تلك المشاريع الكبيرة، وعلى هذا الأساس يمكن لهاته الأداة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، أن يكون لها دور

<sup>1</sup> المؤلف المراسل

كبير في تنمية العمل المصرفي الإسلامي، وبالتالي المساهمة في تحقيق التنمية المستدامة والوصول إلى المقاصد النبيلة التي تهدف إليها الشريعة الإسلامية.

ومن هذا المنطلق تمت صياغة الإشكالية التالية: **مامدى مساهمة الصكوك الاسلامية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية؟**

#### الفرضيات:

-الصكوك الإسلامية منتج مهم ويساهم بشكل كبير في تطور الصناعة المالية الإسلامية.

- غياب إطار تشريعي وتنظيمي يحد من تطور ونمو الصكوك الاسلامية

#### المنهجية:

لقد اعتمدنا في دراستنا على المنهجين الوصفي والتحليلي وذلك لتوافق خصائص هاذين المنهجين مع طبيعة الموضوع، من خلال العرض الدقيق لتغيرات البحث وتتبع محاور الموضوع في مختلف المراجع وترتيبها وفق ما تقتضيه أهداف البحث وتحليلها للنتائج.

#### 1. الصكوك الإسلامية:

يتم استخدام الصكوك، البديل للسندات، بشكل متزايد لتمويل مختلف المشاريع، الصكوك هي أوراق مالية مدعومة بأصول تمثل ملكية في أصول ملموسة بدلا من الديون. وتوفر هذه الأدوات وسيلة للمستثمرين الإسلاميين للمشاركة في تطوير البنية التحتية مع الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية.

وفي إطار التمويل الإسلامي، تمثل الصكوك آلية أساسية لجمع التمويل في سوق رأس المال الدولي. وكبديل للتمويل المشترك، فإن الصكوك لها جمهور في الشركات المتعددة الجنسيات والهيئات السيادية والشركات الحكومية والمؤسسات المالية.

#### 1.1 تعريف الصكوك:

كلمة الصكوك هي جمع الكلمة العربية صك، وتعني وثيقة بمال أو نحوه أو الصك<sup>1</sup>.

قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي (أكاديمية الفقه)، وهي أكاديمية للدراسات المتقدمة في الإسلام ومقرها جدة بالملكة العربية السعودية، بتقديم مفهوم سوق الصكوك من خلال بيان صدر في عام 1988 أعلن فيه ما يلي:  
"يمكن تمثيل أي مجموعة من الأصول (أو حق الانتفاع بهذه الأصول) في شكل أدوات مالية مكتوبة يمكن بيعها بسعر السوق بشرط أن تتكون تركيبة مجموعات الأصول التي تمثلها الصكوك من أغلبية الأصول الملموسة".  
أما بالنسبة لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوبي) الصكوك أنشأت في 1991 قدمت مفهوم للصكوك بأنها :  
"شهادات متساوية القيمة تمثل حصصاً غير مجزأة في ملكية الأصول الملموسة والمنفعة والخدمات أو (في ملكية) أصول مشاريع معينة أو أنشطة استثمارية خاصة".

إذن فإن الصكوك إما أن تكون مبنية على أصول أو مدعومة بأصل.

ومستثمر الصكوك ليس "مقرض المال" لأن إقراض المال يفرض تقييد الحصول على عائد (ربا) وهو أمر غير مسموح به (حرام) في الإسلام. ويعتبر مستثمر الصكوك شريكاً في منافع ومخاطر المشروع الذي يتم الاستثمار فيه. وعلى عكس السندات، لا يتم تحديد قيمة الصكوك بناء على الجدارة الائتمانية للمصدر، بل على قيمة الأصل.

<sup>1</sup> حسام توفيق راغب طباح. (2009). " استخدام الصبغ المالية المتنوعة في عمل المصارف الإسلامية والآثار الناجمة عنه". مشروع بحث مقدم إلى قسم المصارف الإسلامية الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.

هناك ثلاثة متطلبات لكي تعتبر الصكوك متوافقة مع الشريعة الإسلامية:

أولاً، يجب أن تمثل الشهادات ملكية الأصول الملموسة أو حقوق الانتفاع أو الخدمات المقدمة من الشركات المدرة للدخل.

ثانياً، تأتي المدفوعات للمستثمر من الأرباح بعد خصم الضرائب.

ثالثاً، يجب أن تتبع القيمة المدفوعة في تاريخ الاستحقاق سعر السوق الحالي للأصل الأساسي وليس المبلغ الأصلي للمستثمر.

ومن بين فوائد الصكوك يمكننا أن نشير إلى ما يلي: الصكوك هي منتج قابل للتداول في سوق رأس المال يوفر معدلات عائد ثابتة أو متغيرة متوسطة إلى طويلة الأجل. ويتم تقييمها وتصنيفها من قبل وكالات التصنيف الدولية، والتي يستخدمها المستثمرون كمبدأ توجيهي لتقييم معايير المخاطر/العائد لإصدار الصكوك. كما يتمتع بتدفقات دخل دورية منتظمة خلال فترة الاستثمار مع تسوية سهلة وفعالة وإمكانية زيادة رأس مال الصكوك. وأخيراً، فإن الصكوك هي أدوات سائلة وقابلة للتداول في السوق الثانوية.

## 2.1 تطبيق التصي ك في المصارف الإسلامية:

### 1.2.1 صكوك المضاربة (المقارضة):

تتم وفق نمط الشراكة، حيث يقوم مصدر الصكوك بدور المضارب (رجل الأعمال) وحاملي الصكوك بدور رب المال (مزود رأس المال). ويتم توزيع الأرباح الناتجة عن المضاربة أو المشروع بين حاملي الصكوك وفقاً لنسبة المشاركة في الأرباح المتفق عليها.<sup>1</sup>

### 2.2.1 صكوك المشاركة:

يستثمر المصدر وحامل الصكوك بشكل مشترك في مشروع مع التفاهم على تقاسم الأرباح والخسائر على أساس العقد المتفق عليه.

### 3.2.1 صكوك صكوك الاستصناع:

الاستصناع هو اتفاق تعاقد لتصنيع السلع، يسمح بالدفع النقدي مقدماً والتسليم في المستقبل أو الدفع المستقبلي والتسليم المستقبلي. يوافق المصنع أو البناء على إنتاج أو بناء سلعة أو بناء موصوف جيداً بسعر معين في تاريخ معين في المستقبل. يمكن دفع السعر على أقساط، خطوة بخطوة حسب الاتفاق بين الطرفين. يمكن استخدام الاستصناع لتوفير تسهيلات تمويل تصنيع أو بناء المنازل والمصانع والمشاريع وبناء الجسور والطرق والطرق السريعة<sup>2</sup>.

صكوك الاستصناع: بموجب اتفاقية الاستصناع يقوم المستثمر بالدفع مقدماً لشراء منتج في المستقبل في وقت معين متفق عليه. يتم نقل الملكية فوراً عند تسليم المنتج مقابل سعر البيع الحالي والذي قد يشمل أيضاً الربح.

<sup>1</sup> مريم خليفة المخمري. (بلا تاريخ). الإطار النظري للصكوك الإسلامية. دائرة المالية .

<sup>2</sup> Essia Ries Ahmed, Aminul Islam, Fathyah Hashim, 2020, Sukuk: History and Development, Handbook of Research on Theory and Practice of Global Islamic Finance (pp.704-731)Publisher: IGI Global, p724.

#### 4.2.1 صكوك الإجارة:

عقد الصكوك يقوم على مبدأ الإجارة، فهي شهادات استثمار تمثل ملكية الأصول المؤجرة أو حقوق الملكية في الإيجارات يحصل مستثمر على إيجار ثابت.<sup>1</sup>

#### خصائص صكوك الإجارة:

- تخضع صكوك الإجارة لمخاطر تتعلق بقدرة ورغبة المستأجر في سداد أقساط الإيجار. علاوة على ذلك، فهي تخضع أيضاً لمخاطر السوق الحقيقية الناشئة عن التغيرات المحتملة في أسعار الأصول وفي تكاليف الصيانة والتأمين.
- إن صافي العائد المتوقع على بعض أشكال صكوك الإجارة قد لا يكون ثابتاً تماماً ومحددأ مسبقاً، إذ قد يكون هناك بعض مصاريف الصيانة والتأمين التي لم يتم تحديدها بشكل كامل مسبقاً.
- صكوك الإجارة قابلة للتداول بشكل كامل ويمكن تداولها في الأسواق الثانوية.
- ستوفر صكوك الإجارة درجة عالية من المرونة من حيث إدارة إصدارها وتسويقها. يمكن للحكومة المركزية أو البلديات أو الأوقاف أو أي مستخدمين آخرين للأصول، خاصة أو عامة، إصدار هذه الصكوك. بالإضافة إلى ذلك، يمكن إصدارها عن طريق الوسيط الماليين أو مباشرة عن طريق مستخدم الأصول المؤجرة.
- يتحمل أصحاب صكوك الإجارة، بصفته مالكين، المسؤولية الكاملة عما يحدث لممتلكاتهم. كما يجب عليهم صيانتها بطريقة يمكن للمستأجر أن ينتفع بما قدر الإمكان.

#### 5.2.1 صكوك المرابحة:

وتعرف على أنها: " يقوم مصدر الصكوك بشراء أصل وبيعه لحاملي الصكوك بسعر أعلى، والذي يتضمن هامش ربح. ويحصل حملة الصكوك على الربح عند الاستحقاق ".<sup>2</sup>

#### 2. تطور الصناعة المالية الإسلامية:

أثبتت الصناعة المالية الإسلامية، التي تعتمد على الضوابط المالية المستمدة من الشريعة الإسلامية، فعاليتها كأداة فعالة في مشاريع التنمية على المستوى العالمي. وقد نمت الصناعة بسرعة لتشمل الأسواق غير الإسلامية، وبعد أن أثبتت فعاليتها كجزء من النظام المالي العالمي، حققت الصناعة ما يزيد عن 2 تريليون دولار أمريكي من الأصول الثابتة في القطاع المالي الإسلامي، والتي تغطي البنوك والمؤسسات المالية والأسواق المالية.

بين تقرير (IFSI) صناعة الخدمات المالية الإسلامية العالمية ، تبلغ قيمة مؤسسة الخدمات المالية الإسلامية العالمية 3.25 تريليون دولار أمريكي في عام 2022 (انظر الجدول 1)، مما يمثل نمواً أبطأ بنسبة 6.2٪ على أساس سنوي في الأصول بالدولار الأمريكي (2021: 3.06 تريليون دولار أمريكي).

<sup>1</sup> عبد الفتاح محمد فرح. (www.kantakji.com). "الصكوك وتمويل التنمية". موقع أبحاث فقه المعاملات المالية

<sup>2</sup> صفية أحمد أبو بكر. (2009). الصكوك الإسلامية ، دار الشؤون الإسلامية والعمل الخيري .

الجدول 1: توزيع الصناعة المالية الإسلامية حسب القطاع والمنطقة (مليار دولار أمريكي) (2021-2022)

2022						2021						المنطقة
النسبة %	المجموع	التكافل	أصول الصناديق الاستثمارية	الصكوك الإسلامية	أصول البنوك الإسلامية	النسبة %	المجموع	التكافل	أصول الصناديق الاستثمارية	الصكوك الإسلامية	أصول البنوك الإسلامية	
53.6 %	1740.4	16.7	24.1	356.6	1342.9	%	1.603.5	12.7	46	332.3	1.212.5	مجلس التعاون الخليجي (GCC)
23.3 %	757.4	6	32.8	411.4	307.2	%	720	4.7	37.5	390.3	287.5	جنوب شرق آسيا (SEA)
18.6 %	604.9	5.9	62.9	57.8	478.3	%	531.6	5.6	22	26.9	477.1	الشرق الأوسط وجنوب آسيا (MESA)
1.7 %	55.2	0.8	1.9	2.9	49.6	%	64.6	0.6	4	1.8	58.2	أفريقيا
2.7 %	87.7	0.6	14.9	1	71.2	%	139	0.7	45.1	24.4	68.8	أخرى
100 %	3245.5	30	136.6	829.7	2249.2	%	3.058.7	24.3	154.6	775.7	2.104.1	المجموع
	%100	0.9%	%4.2	%25.6	%69.3	%	%100	%0.8	%5.1	25.4	68.7	النسبة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات: Islamic Financial Services Industry STABILITY REPORT 2023

### 1.2 الصيرفة الإسلامية:

وتماشياً مع هيكل الصناعة المالية الإسلامية في السنوات السابقة، احتفظ قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية بمهيمنته من حيث حجم الأصول بقيمة 2.25 تريليون دولار أمريكي اعتباراً من نهاية عام 2022 (2.10 تريليون دولار أمريكي) وهو ما يمثل 69.3% من قيمة الأصول والخدمات المالية الإسلامية العالمية (2021: 68.7%). (انظر الجدول رقم 01) وفي عام 2022، سجل القطاع نمواً بنسبة 6.9% على أساس سنوي في الأصول حيث يوفر التمويل لكل من الأسر والشركات، ويدعم التعافي الاقتصادي، كما استفاد قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية من زيادة هوامش التمويل بسبب زيادة أسعار الفائدة على السياسة النقدية، محرك التنوع الاقتصادي، وعمليات الدمج والاستحواذ الكبيرة، والمبادرات الحكومية الداعمة وجداول أعمال التنمية، والكفاءة التشغيلية بسبب التحول الرقمي المتسارع في أعقاب جائحة كوفيد-19.

وتوجد معظم هذه المؤسسات في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي وجنوب شرق آسيا، بينما يتوزع العدد الآخر بين دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وجنوب آسيا ومناطق أخرى. بالنسبة للجزائر نسبة 1.2% نسبة ضئيلة جدا مقارنة مع الدول العربية الاخرى لكن نأمل زيادة هذه النسبة في المستقبل القريب خاصة بعد صدور النظام 02-20 في 23/03/2020 حيث أصبحت الخدمات المصرفية الإسلامية أخيراً متاحة أمام الجزائريين على مستوى البنوك الحكومية، بعد أن كانت حكراً على البنوك الخاصة، وتأتي هذه الخطوة في ظل الأزمة الاقتصادية الحادة التي تشهدها الجزائر بسبب تداعيات كورونا.

### 2.2. أسواق رأس المال الإسلامية (ICM)

في إطار التمويل الإسلامي، تمثل الصكوك آلية أساسية لجمع التمويل في سوق رأس المال الدولي. وكبدل للتمويل المشترك، فإن الصكوك لها جمهور في الشركات المتعددة الجنسيات والهيئات السيادية والشركات الحكومية والمؤسسات المالية.

سجل قطاع سوق رأس المال الإسلامي ( الصكوك والصناديق الإسلامية والأسهم الإسلامية) معدل نمو أبطأ للمرة الأولى منذ خمس سنوات، وتمثل القيمة السوقية الإجمالية لرأس المال الإسلامي البالغة 966.3 مليار دولار أمريكي (2021: 910.9 مليار دولار أمريكي) حصة قدرها 29.8% من أصول الخدمات المالية الإسلامية العالمية اعتباراً من نهاية عام 2022 (2021: 30.5 مليار دولار أمريكي). احتفظ قطاع الصكوك الفرعي بميتمته ضمن قطاع سوق رأس المال الإسلامي مسجلاً نمواً بنسبة 7.0% على أساس سنوي في عام 2022 (12.5%: 2021)، في حين نمت الصناديق الإسلامية بشكل هامشي بنسبة 1.0% على أساس سنوي خلال نفس الفترة.

### 3.2. التكافل

على الرغم من التطورات الهيكلية في قطاع التكافل، وخاصة عبر الرقمنة، إلا أن حصتها من أصول IFSI لا تزال هامشية 0.9%، حيث سجل القطاع نمواً بنسبة 16.1% على أساس سنوي ليصل إلى 30.0 مليار دولار أمريكي.

### 3. مساهمة الصكوك الإسلامية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية:

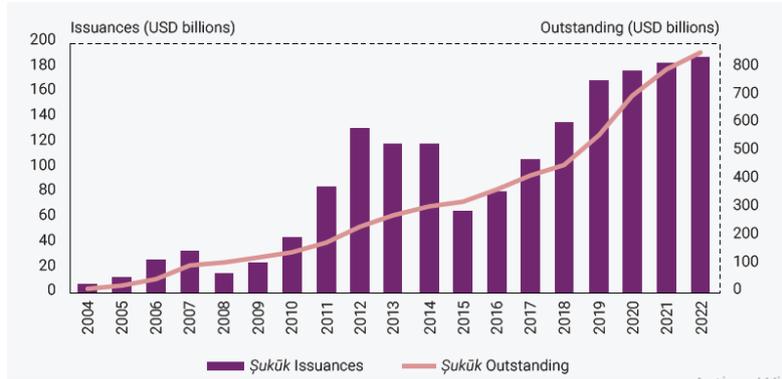
كانت للهندسة المالية الإسلامية دور كبير ومهم في تطوير المنتجات الحديثة في الصناعة المالية، وجمعها ما بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، لذلك يجد الدارس للهندسة المالية الإسلامية، أن هناك العديد من الابتكارات والمنتجات التي تم تطويرها من قبل الباحثين لتلائم المعاملات المالية المعاصرة، وقد أثبتت هذه المنتجات فعاليتها وقدرتها على تحقيق الاهداف المرجوة منها، كما تعتبر الصكوك الإسلامية أهم ما أفرزته الهندسة المالية الإسلامية، فهي أداة مالية مُبتكرة لخدمة التنمية و تساهم بقوة في مجال الاستثمار الاقتصادي.<sup>1</sup>

من الشكل 1 نلاحظ أن الصكوك الإسلامية لا تزال تحافظ على مسار النمو التصاعدي المتتالي الذي لوحظ منذ عام 2015، وهي أعلى قيمة لإصدارات الصكوك العالمية، وشهدت الإصدارات في عام 2022 نمواً على أساس سنوي بنسبة 2.3% فقط (2021: 4%)، مع التباطؤ الناجم عن عدد من العوامل، بما في ذلك ارتفاع أسعار النفط، وارتفاع أسعار الفائدة.

<sup>1</sup> صابر رشيد، نورين بومدين. (2022). تقييم دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين المالي خلال الفترة 2008-2020. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 18، العدد 28، ص 175.

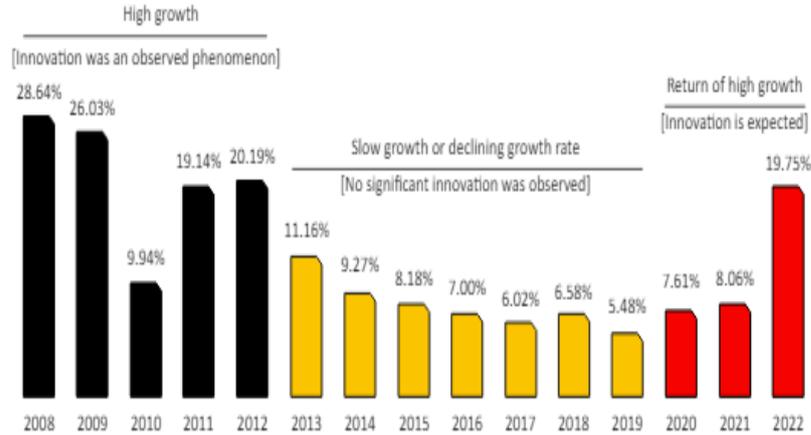
كما ارتفع إجمالي قيمة الصكوك القائمة إلى 829.7 مليار دولار أمريكي في عام 2022، مما يدل على نمو سنوي بنسبة 7.7% (2021: 12.5%). وبينما شهدت أسواق الصكوك نمواً أقل على أساس سنوي في عام 2022، إلا أنها حققت أداءً جيداً مقارنة بإصدارات السندات العالمية، التي شهدت انخفاضاً إجمالياً بنسبة 1.2% في الإصدارات في عام 2022.

الشكل 1: إجمالي إصدارات الصكوك العالمية (2004-2022) مليار دولار أمريكي



المصدر: Islamic Financial Services Industry STABILITY REPORT 2023

الشكل 2: تطور الصناعة المالية الإسلامية العالمية في الفترة الممتدة ما بين 2008-2022



المصدر: GIFR , 2023 , Cambridge Global Islamic Finance Report

الصناعة المالية الإسلامية أظهرت بشكل عام قدرتها على الصمود في مواجهة الصدمات الخارجية، حيث لا تزال الصناعة محاطة بالتحديات المتغيرة باستمرار. ويتمثل التحدي الأخير في جعل الخدمات المصرفية والتمويل الإسلامي ذات صلة بقضايا السياسة المتعلقة بالاستدامة وتغير المناخ.

والشكل 2 أعلاه يوضح تطور الصناعة المالية الإسلامية العالمية في الفترة الممتدة ما بين 2008-2022 وهي مقسمة إلى 3 مراحل: المرحلة الأولى من 2008 إلى 2013 والتي تشمل الفترة المتعلقة بالأزمة المالية العالمية الكبرى حيث شهدت الصناعة المالية الإسلامية العالمية نموا مرتفعا بسبب تطوير منتجات مالية إسلامية مبتكرة ومنها الصكوك الإسلامية.

المرحلة الثانية من 2013 إلى 2019 وهي السنوات السبع من النمو المنخفض، يرجع إلى نقص في الابتكار. المرحلة الثالثة من 2020 إلى 2022 بدأت الصناعة في إظهار معدلات نمو أعلى، هذا الارتفاع حصل بعد ظهور منتجات مبتكرة مثلا الصكوك الخضراء، إذن تطور الصناعة المالية الإسلامية يتأثر بشكل إيجابي بتطور المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة فهي تساهم بشكل كبير لكن رغم ضخامة سوق الصكوك، إلا أنها لا تزال تعاني من العديد من المشاكل والتحديات.

تفوقت ماليزيا على المملكة العربية السعودية باعتبارها المصدر الرئيسي للصكوك في عام 2022. وواصلت المملكة العربية السعودية كونها مصدراً رئيسياً واستحوذت على ثاني أكبر حصة من إجمالي الإصدارات في عام 2022. وحلت تركيا محل إندونيسيا كالثاني أكبر مصدر، مع زيادة كبيرة في إصدارات الشركات فضلا عن بعض الزيادة في حجم الإصدارات السيادية.

عوامل نجاح سوق الصكوك في ماليزيا هي:

أولاً: إنشاء إطار تنظيمي وقانوني قوي ومتطور للغاية يعمل بنك Bank Negara Malaysia (BNM) ولجنة الأوراق المالية (SC) كأعلى السلطات الرئيسية التي تحكم البنية التحتية القانونية.

والعامل الرئيسي الثاني هو إطار الحوكمة الشرعية المحدد جيداً والذي يلعب دوراً بارزاً في تطوير التمويل الإسلامي وسوق الصكوك على وجه الخصوص، حيث كل مؤسسة مالية إسلامية لديها مجلس استشاري خاص بما يعمل تحت سلطة SAC لبنك نيجارا ماليزيا.

وفي عام 2014، وضعت ماليزيا مبادئ توجيهية جديدة في إصدار الصكوك لضمان أن تشغيل الصكوك يتوافق مع الشريعة الإسلامية.

أما العامل الرئيسي الثالث فهو ماليزيا كوجهة جذابة عبر الحدود لجمع الأموال بدعم من بنية تحتية مالية إسلامية شاملة.

#### 4- مشاكل الصكوك الإسلامية:

- المستثمرون يفتقرون إلى المعرفة الكافية مما قد يجعل المستثمر لا يفكر في استثمار أمواله في أدوات الصكوك. وتأثير المعرفة المحدودة هؤلاء المستثمرين هو انخفاض مستوى الطلب على الصكوك في سوق رأس المال الشرعي و ميل المستثمرين في كثير من الأحيان إلى مقارنة الفوائد التي تقدمها السندات التقليدية.

- من أهم التحديات نجد التطوير التنظيمي. إن الطلب الهائل على التمويل والشعبية المتزايدة للصكوك بين المستثمرين ذوي الدخل الثابت في آسيا والخليج يدفع البلدان إلى إنشاء أو تعزيز أطرها التنظيمية. حيث تعمل ماليزيا على تعزيز مكانتها على رأس سوق الصكوك من خلال جذب المصدرين والمستثمرين العالميين. وعلى مدى سنوات عديدة، قامت ببناء سوق قوية لرأس المال الإسلامي للديون - إلى جانب سوق رأس المال التقليدية - مع تنظيمات واضحة المعالم، وهياكل صكوك موحدة، ومجمع كبير من السيولة.

أما في دول مجلس التعاون الخليجي، لم يتم بعد تطوير الإطار التنظيمي للتوريق. حيث نجد أحد التحديات القانونية الرئيسية هو القيود المفروضة على الملكية الأجنبية لبعض الأصول في دول مجلس التعاون الخليجي.

-التكلفة الكبيرة المفروضة على حملة الصكوك نتيجة التصنيف الائتماني وهذا ما يؤدي إلى انخفاض العوائد المتوقعة.

-تعقيد هيكل الصكوك في السوق. ويمثل هذا الهيكل المعقد للصكوك عائقًا آخر أمام تطوير سوق الصكوك، حيث لفتت الأزمة المالية العالمية الانتباه إلى مخاطر المنتجات المهيكلية شديدة التعقيد.

-عدم توافر الموارد البشرية المؤهلة علميا وعمليا مما يعيق تطور تداول الصكوك الإسلامية<sup>1</sup>.

-الصكوك لا زالت تشكو تحدي كبير وهو مشكل السيولة في السوق الثانوية لا تزال محدودة بالنسبة للمستثمرين، فإن العامل المهيمن الذي يؤثر عليهم لشراء صكوك الشركات هو سيولة الصكوك ويرجع أحد الأسباب إلى عدم وجود توحيد إطار قانوني وتنظيمي لهذه الصكوك<sup>2</sup>.

- لا يزال توافر المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال المتوافق مع الشريعة غير متوفر. في الأساس، يفتقر العديد من المشاركين في السوق إلى فهم معلومات سوق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية سبب عدم وجودها التنشئة الاجتماعية المتعلقة بفهم استثمار الصكوك، نأخذ على سبيل المثال هناك معلومات أخرى لم تكن معروفة على نطاق واسع تتعلق ببعض مخاطر الصكوك مثل مخاطر العوائد، ومخاطر الائتمان، ومخاطر سعر الصرف، ومخاطر مستوى الأسعار، ومخاطر السيولة، ومخاطر عدم الامتثال للشريعة.

#### خاتمة:

لقد أثبت سوق الصكوك فائدته كمصدر مهم لرأس المال لهيئات القطاعين العام والخاص لهذا اكتسب سوق الصكوك شعبية كبيرة في كل من الدول الإسلامية وغير الإسلامية، كما يتمتع سوق الصكوك بالمرونة في هيكلية المنتجات وهو على أهبة الاستعداد لمزيد من النمو.

ومن ناحية أخرى، يمثل التمويل العام للبنية التحتية مشكلة عالمية في عالم اليوم حيث أفاد المنتدى الاقتصادي العالمي بوجود فجوة سنوية في تمويل البنية التحتية تبلغ تريليون دولار، وباعتباره قطاعًا سريع النمو في التمويل الإسلامي، فإن سوق الصكوك لديه إمكانات كبيرة لسد هذه الفجوة، ومع ذلك، لم يتم إطلاق سوى جزء صغير من الإمكانيات الكبيرة للصكوك حتى الآن وعلى الرغم من ضخامة سوق الصكوك اليوم، إلا أنها لا تزال تعاني من العديد من المشاكل والتحديات.

وبمجرد حل هذه المشاكل، يمكن لسوق الصكوك من الناحية النظرية أن تكون أكثر فائدة في توفير الأموال لمشاريع البنية التحتية في جميع أنحاء العالم، ويكون لها تأثير كبير على تطور الصناعة المالية الإسلامية.

#### المراجع:

- حسام توفيق راغب طباح. (2009). " استخدام الصيغ المالية المتنوعة في عمل المصارف الإسلامية والآثار الناجمة عنه". مشروع بحث مقدم إلى قسم المصارف الإسلامية الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.
- صابر رشيد، نورين بومدين. (2022). تقييم دور الصكوك الإسلامية في تنمية سوق أدوات الدين الماليزي خلال الفترة 2008-2020. مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 18، العدد 28.
- صفية أحمد أبو بكر. (2009). الصكوك الإسلامية، دار الشؤون الإسلامية والعمل الخيري .
- عبد الفتاح محمد فرح. (www.kantakji.com). "الصكوك وتمويل التنمية". موقع أبحاث فقه المعاملات المالية .

<sup>1</sup> BENZEKKOURA Laounia, 2019, Sukuk and economic development (Prospects and Challenges) Refer to the experience of Malaysia, Journal of Economics and Human Development, Volume 10 No.2,Page 179-193

<sup>2</sup> Nasution Lokot Zein, 2018, ISSUES AND CHALLENGES FOR DEVELOPING CORPORATE SUKUK: LESSONS FROM AN INDONESIAN CASE STUDY, RJOAS, 2(74), pp125-141.

- عبدالله عيجولي خالد عيجولي. (2022). معوقات الصكوك الإسلامية وسبل نجاحها. الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 14، العدد 1، 139-147.
- مرم خليفة المخمري. (بلا تاريخ). الإطار النظري للصكوك الإسلامية. دائرة المالية .
- IFSB,2023, Islamic Financial Services Industry STABILITY REPORT.
- GIFR ,2023 , Cambridge Global Islamic Finance Report.
- Bahari, N. F., Ahmad, N. W., Shahar, W. S. S., & Othman, N. (2016). A review on the potential growth of Sukuk, issues and its challenges. Proceeding of the 2nd International Conference on Economics & Banking 2016 (2nd ICEB), 2016(May), 395-403.
- BENZEKKOURA Laounia, 2019, Sukuk and economic development (Prospects and Challenges) Refer to the experience of Malaysia, Journal of Economics and Human Development, Volume 10 No.2,Page 179-193
- Essia Ries Ahmed, Aminul Islam, Fathyah Hashim, 2020, Sukuk: History and Development, Handbook of Research on Theory and Practice of Global Islamic Finance (pp.704-731)Publisher: IGI Global
- Nasution Lokot Zein, 2018, ISSUES AND CHALLENGES FOR DEVELOPING CORPORATE SUKUK: LESSONS FROM AN INDONESIAN CASE STUDY, RJOAS, 2(74), pp125-141.