

الصكوك الإسلامية كبديل شرعي لأدوات الدين في التمويل و التنمية  
Islamic Sukuk as a legitimate alternative  
To debt instruments in financing and development

د / حاكمي بوحفص\*\*  
أستاذ محاضر (أ)  
جامعة وهران 2

أ/بوشلاغم نور الدين\*  
باحث دكتوراه  
جامعة وهران 2

**المخلص :** تتناول هذه الدراسة الصكوك الإسلامية كبديل شرعي عن ادوات الدين في التمويل لتحقيق التنمية، حيث تم من خلال هذا البحث ابراز الدور الجديد الذي أصبحت تحتله المالية الإسلامية وأدوات هندستها التي تتميز بصدقية المعاملات، وأصبحت مطلب المتعاملين في سياق سعيهم الدائم والدؤوب لحسن الإستخلاف ومشروعية الكسب، وتعد الصكوك الإسلامية محور هذه الهندسة وواجهتها الأساسية في المعاملات المالية خاصة، حيث توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج نذكر منها أن الصكوك الإسلامية أداة فاعلة في تجميع السيولة، وبالتالي توفير التمويل اللازم للمؤسسات والحكومات على حد سواء، كما أنها تساعد الحكومات على التخلص من عجز الموازنة، بالإضافة الى أنها تعمل على تحريك الموارد المالية و توجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها يكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها ، وذلك كله يصب في تحقيق كفاءة السوق وتحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي و المالي .

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية، التنمية الاقتصادية، المالية الإسلامية، الهندسة المالية.

**Abstract:** This study deals with the establishment of Sukuks as an Islamic alternative debt instrument in funding to achieve development. The study highlights the new role of Islamic finance and its engineering tools characterized by the reliability of transactions, and consequently the increasing interest of clients looking for a fair trading and earnings on the rulings of Shari'ah. Islamic Sukuks are the object of this engineering and the driving force in financial transactions in particular. The study found that Islamic Sukuk is an effective tool in managing liquidity, thus providing the necessary funding for institutions and

\* Nouredine\_bouchelaghem@yahoo.fr

\*\* dr-bouhafs@hotmail.fr

governments alike, it also helps governments to get rid of the budget deficit, as well as it shifts financial resources and directs them to real productive investments, and reduce the severity of speculation. Furthermore, the increase of the quantity and quality of sukuks has a significant impact in increasing the depth and the breadth of the market, which lead to achieving market efficiency and Striking a balance between the real and the financial economy.

**Keywords:** Islamic Sukuk - economic development - Islamic Finance - Financial Engineering.

**تقديم:** لقد شهدت الصناعة المالية الإسلامية تطوراً ملحوظاً في الآونة الأخيرة، مما مكّنها من الانتقال من مرحلة البناء والتأسيس إلى مرحلة التوسع والانتشار، وتعتبر الصكوك المالية الإسلامية أحد وسائل هذه الصناعة، التي مكّنت من ابتكار أدوات مالية إسلامية للنهوض بالاقتصاديات المحلية والدولية، ليس فقط على مستوى العالم الإسلامي، وإنما بدأت هذه الصكوك بحجز مكانة متميزة على المستوى الدولي كذلك، فالمتتبع لتطورات العمل المصرفي الإسلامي يجد أن الصكوك الإسلامية أصبحت من أهم الوسائل لتنمية الاقتصاديات، لاسيّما في شقها البنوي، حتى إن بعض الدول الإسلامية أصبحت تعتمد عليها كلية في مجال توسيع وإنشاء البنى التحتية، كالطرق والمطارات والموانئ وبرامج السكن... الخ، في ظل شح الموارد الذاتية للنهوض بالاقتصاد الداخلي.

**مشكلة الدراسة:** إن الإشكالية الرئيسة التي تتطلع هذه الورقة البحثية للإجابة عنها هي: ما إمكانية إحلال الصكوك الإسلامية محل أدوات الدين في تقديم بدائل الصيرفة والتمويل للاقتصاديات لتحقيق التنمية؟

تحمل هذه الإشكالية في طياتها الأسئلة الفرعية التالية:

- فيم تتمثل الصكوك الإسلامية وما هي ضوابط إصدارها؟ وما طبيعة الفروق الجوهرية بينها وبين الأسهم والسندات التقليدية؟
- ما الدور الذي يمكن أن تضطلع به الصكوك الإسلامية في تقديم بدائل الإقراض والتمويل لتحقيق التنمية؟

**هدف الدراسة:** من بين الأهداف الرئيسة لهذه الورقة البحثية ما يلي:

- لفت النظر إلى أهمية الأخذ بصيغ وأساليب التمويل الإسلامي، بما يكفل تحقيق فلسفة التمويل الإسلامي الذي تقدمه المصارف الإسلامية كنموذج بديل للتمويل الربوي.
- التعرف على الصكوك الإسلامية، باعتبارها آلية أو أسلوب تمويل إسلامي، في سياق إحلال البدائل الشرعية لأدوات التمويل الربوية التقليدية .
- تبيان الدور الخطير والمهم الذي يمكن أن تضطلع به الصكوك الإسلامية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- إمكانية محاكاة بعض تطبيقات الصكوك وإسقاطها على الجزائر.

**منهجية الدراسة:** تعتمد منهجية البحث على الدراسة النظرية الوصفية التحليلية لأدوات الهندسة المالية الإسلامية، باعتبارها أدوات مستحدثة لتعويض تلك الأدوات المستعملة والمتعارف عليها في المصرفية الربوية التقليدية، اعتماداً على تجارب الأنظمة الوضعية المستقاة من الواقع المعيش، وتركيزاً على محاكاة بعض التطبيقات القائمة على آليات التمويل الإسلامي المستلهمة من كتب الفقه والاقتصاد الإسلامي، وتجربة المصارف الإسلامية الأروبية...

**الدراسات السابقة:** من بين أهم الدراسات التي عاجلت موضوع الصكوك الإسلامية والحاجة إليها لتحقيق أهداف التنمية نذكر ما يلي:

- دراسة كمال توفيق حطاب، 2009، بعنوان "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، حيث تعرض الباحث إلى الأهمية الاقتصادية للصكوك وأهم التحديات التي تواجهها.
- دراسة عبد الملك منصور، 2009، بعنوان العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بدبي، حيث تعرض هذا البحث إلى الجوانب التنظيمية والتشريعية الخاصة بالصكوك.
- دراسة عبد القادر زيتوني، 2010، بعنوان "التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية بعمان، حيث تعرض هذا البحث إلى مكانة الصكوك في الصيرفة الإسلامية في ظل الأزمة المالية.

تقسيمات الدراسة: للإجابة عن الإشكالية المطروحة، وتماشيا مع مقتضيات المعالجة الرصينة والمتأنية للموضوع المطروح، فقد تم تقسيم هذه الورقة البحثية على النحو التالي:

أولا: ماهية الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها؛

ثانيا: تطور الصكوك في السوق المالية الإسلامية؛

ثالثا: دور الصكوك الإسلامية كبديل في التمويل والاستثمار؛

رابعا: مستقبل الصكوك الإسلامية وتحدياتها.

#### أولا: ماهية الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها

**1-** مفهوم الصكوك الإسلامية: تعرف بأنها " أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".<sup>1</sup>

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

وعرفت كذلك بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".<sup>3</sup>

لقد أطلقت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية اسم (صكوك الاستثمار) تمييزا لها عن الأسهم وسندات القرض، وجاء هذا التفريق كنتيجة منطقية للفرق بين السهم والصك، فالأول يمثل حصة شائعة في شركة مساهمة، يتيح لحامله حقا في إدارة الشركة؛ وبالمقابل يمثل الصك حقوقا في موجودات متنوعة قد تشكل الأسهم بعضها، وقد تكون أعيانا تستثمر بمعرفة مدير الصكوك. كما تختلف العلاقة الرابطة بين حامل الصك ومدير الصكوك بشكل جوهري عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، حيث إن حامل الصك لا يملك الحق في تعيين أو عزل إدارة الصكوك. أما بالنسبة للفرق بين السند والصك فالأول يمثل حقا على الشيوخ في ملكية الموجودات الممثلة أساسا في ديون نقدية برها، أما الموجودات في الصكوك فهي أعيان قد تختلط بشيء من الديون أو النقود، كما أن حاملها لا يضمن له المبلغ المستثمر أو أي عائد على عكس السندات.<sup>4</sup>

## 2- أهمية الصكوك الإسلامية: يمكن إبراز الأهمية التي تتمتع بها الصكوك الإسلامية من خلال النقاط التالية:<sup>5</sup>

- تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظرياً وعملياً، أما نظرياً فهي استكمال للحلقات الاقتصادية بجانب شركات التأمين والمصارف الإسلامية، أما عملياً فإن وجودها يساعد على رفع الحرج عن المستثمرين الذين يطلبونها.
- تلبي احتياجات تمويل مشاريع البنية التحتية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.
- تشرى بها الأسواق المالية الإسلامية، لأنها الطرف المكمل للأسهم، والجناح الثاني للبورصة التي من خلالها تتحرك الأموال بحرية وسهولة.
- أن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي.
- تعتبر من الأدوات المهمة لتنويع مصادر الموارد الذاتية، وتوفير السيولة اللازمة للأفراد والمؤسسات والحكومات.

## 3- أنواع الصكوك الإسلامية: من أهم الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها:<sup>6</sup>

**أ- صكوك المضاربة:** تمثل صكوك المضاربة أوراقا مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال، بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة، ويحصل مالكوها على نسبة شائعة من الربح، وتتوافر فيها شروط عقد المضاربة من الإيجاب والقبول، ومعلومية رأس المال ونسبة الربح. ومن هذه الصكوك: صكوك المضاربة التجارية والخاصة بالمتاجرة في السلع وغيرها من الأمور التجارية، صكوك المضاربة الزراعية والخاصة بالأمور الزراعية كسواء المستلزمات الزراعية وتنفيذ المشاريع الزراعية، وصكوك المضاربة الصناعية: والخاصة بالأمور الصناعية كسواء الموارد الخام وتصنيعها.

**ب- صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة غرض إصدارها تصنيع سلعة معينة ويصبح المصنوع مملوكا لحامل الصكوك، ومثالها صكوك الدرة بالبحرين التي تقوم بتمويل الاستصلاح والبنية التحتية الأساسية لإنشاء أكبر مدينة سكنية ترفيهية.

**ج- صكوك السلم:** وهي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم، والغرض منه تمويل شراء سلع يتم تسلمها في المستقبل، وبعد ذلك يتم بيعها والعائد على صكوك يتمثل في الربح الناتج عن البيع، وهي غير قابلة للتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، يعني ذلك بعد تسلم

السلعة وقبل بيعها. فهو عقد بيع يعجل فيه الثمن ويؤجل فيه المبيع. فهو بذلك بيع آجل بعاجل، وهو عكس البيع بثمن مؤجل.<sup>7</sup>

**د- صكوك المشاركة:** تصدر هذه الصكوك بغرض إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، حيث يتشارك كل من المقرض والمستثمر بحصة معينة ويتحملان الربح والخسارة، ويصبح حامل الصك شريكا في المشروع، وتدار هذه الصكوك على أساس الشركة أو على أساس المضاربة.

**هـ- صكوك المراجعة:** هي صكوك متساوية القيمة تصدر لغرض تمويل سلعة مرابحة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحامل الصكوك، ومثال على صكوك المراجعة ما قام به بنك أركايتا من تنظيم صكوك مدعومة بالمراجعة متعددة العملات (بتكليف كل من مصرف بايرش هيبو، ومصرف ستاندرد بي ال سي، ومصرف ويست ال بي ايه جي - فرع لندن).

**و- صكوك الإجارة:** وهي صكوك متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل عملية إيجار أعيان، وهي حصص شائعة، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي صكوك قابلة للتداول.

**ز- صكوك المزارعة:** وهي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تمويل مشروع زراعي، ويصبح لحاملها حصة في المحصول الناتج.

**ح- صكوك المساقاة:** وهي تلك التي يكون الغرض من إصدارها سقي الأشجار المثمرة ورعايتها، ويتحصل أصحابها على حصة من الثمار.

**ط- صكوك المغارسة:** وهي وثائق متساوية القيمة تصدر من أجل غرس الأرض بالأشجار على أساس عقد مغارسة ولأصحابها حصة في الأرض والغرس.

**4- ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية:** إن إصدار وتداول الأوراق المالية الإسلامية مرتبط بضوابط شرعية استنبطها العلماء المختصون من أجل الحفاظ على الدين الإسلامي وحفظ مال المسلمين من الوقوع في المخالفات والمعاملات المحرمة، ومن ثم فإنه يجب على كل مستثمر أن يتوخى هذه الضوابط، والتي تتمثل في<sup>8</sup>:

**أ- الضابط الأول:** يجب أن يمثل الصك ملكية لحصة شائعة في المشروع، وتكون بصفة مستمرة من بداية إلى نهاية المشروع وتمثل موجودات المشروع العينية والمعنوية والديون، وبذلك فإنه يترتب على ذلك للمالك جميع الحقوق والتصرفات المقررة في الشرع في الملك، كالبيع والهبة والرهن والإرث.

**ب- الضابط الثاني:** يجب أن يقوم العقد في الصكوك الإسلامية على أساس شروط التعاقد التي تحددها نشرة الإصدار، حيث يعبر الاكتتاب عن الإيجاب وموافقة الجهة المصدرة تعبر عن القبول، إلا

إذا كان هنالك تصريح في نشرة الإصدار أنها إيجاب ويكون الاكتتاب بذلك قبولا، كما يجب أن تتضمن نشرة الإصدار جميع البيانات المطلوبة شرعا في العقد ومنها بيان رأس المال، وتوزيع الأرباح، وبيان الشروط الخاصة بالإصدار، كما أنه لا بد أن تكون هذه الشروط إسلامية غير ربوية، وتراعى فيها الشروط التالية كحد أدنى:

- أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة رقابة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال الوقت، وأن تتضمن النشرة تحديد مجال الاستثمار، وتحديد صيغة التمويل الإسلامي التي تصدر الصكوك على أساسها، كالإجارة، أو المضاربة، أو المشاركة، أو المراجعة، أو السلم، أو المزارعة.

- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو الصكوك على نص بضمان حصة الشريك في رأس المال، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نص على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان، ولا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا الصك الصادر بناء عليها على نص يلزم أحد الشركاء ببيع حصته، ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل؛ وإنما يجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع.

- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح، فإن وقع كان باطلاً، ويصح العقد وتوزع الأرباح بحسب رؤوس الأموال، إن لم يكن قد تم الاتفاق على نسب التوزيع.

**ج- الضابط الثالث:** بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب، فإنه يجب أن تكون الصكوك قابلة للتداول، لأن ذلك مأذون به من الشركاء، وتراعى الشروط التالية:

- يعتبر تداول الصكوك الإسلامية كمبادلة نقد بنقد، ومن ثم فإنه تطبق عليه أحكام الصرف من تقابض البدلين في مجلس الصرف قبل التفرق، والخلو عن الخيار والتمائل في حالة بيع أحد النقدين بحسنه، هذا إذا كان رأس المال المتجمع بعد الاكتتاب وقبل مباشرة العمل في المشروع ما يزال نقوداً.

- يجب تطبيق أحكام الديون في حالة ما إذا صار رأس المال ديوناً.

- يمكن تداول الصكوك الإسلامية وفقاً لسعر التراضي بين الطرفين في حالة ما إذا صار رأس المال موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع على أن يكون الغالي أعياناً ومنافع.

### ثانياً : تطور الصكوك في السوق المالية الإسلامية

**1- تطور الصكوك الإسلامية وأحجامها:** يمكن تناول حجم الصكوك حتى نهاية الربع الأول من 2015 كالتالي:

- قطاعات التمويل الإسلامي حتى سنة 2013 :

**الجدول رقم 01: قطاعات التمويل الإسلامي حتى سنة 2013.**

القطاع	الحجم بالمليار دولار	النسبة
الصيرفة الإسلامية	985	76
الصكوك	251	19
الصناديق	44	3
التكافل	26	2
التمويل المتناهي الصغر	0.628	---

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مصادر مختلفة

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن حجم الصيرفة الإسلامية يحتل المرتبة الأولى ضمن قطاعات التمويل الإسلامي بنسبة 76 % حتى نهاية سنة 2013 ، تليها في المرتبة الثانية الصكوك الإسلامية بنسبة 19 % بحجم يقارب حوالي 251 مليار دولار، بينما لم تتجاوز نسبة باقي قطاعات التمويل مجتمعة 5 %، و هذا الأمر يدل على مكانة الصكوك الإسلامية ضمن قطاعات التمويل الإسلامية. الجدول الآتي يوضح تطور الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية حسب النوع و الحجم:<sup>9</sup>

**الجدول رقم 02: حجم الصكوك الإسلامية من 2004 حتى مارس سنة 2015.**

2004	4,98 مليار دولار	2010	51,24 مليار دولار
2005	11,27 مليار دولار	2011	84,40 مليار دولار
2006	20,99 مليار دولار	2012	137,14 مليار دولار
2007	37,63 مليار دولار	2013	116,93 مليار دولار
2008	20,99 مليار دولار	2014	118,84 مليار دولار
2009	34,3 مليار دولار	3/2015	18,70 مليار دولار

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات: Thomson Reuters Mar 2015. Gloloal-sukak:

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن حجم الصكوك الإسلامية عرف تطورا ملحوظا خلال السنوات الأخيرة، حيث إنه وخلال سنة 2009 كان حجمها لايتجاوز 35 مليار دولار ليرتفع في سنة 2011 إلى 84 مليار دولار، لتواصل ارتفاعها إلى 137 مليار دولار سنة 2012 لتعاود الانخفاض إلى 118 مليار دولار سنة 2014؛ أما من حيث التوزيع فتوزعت الإصدارات القائمة جغرافياً حتى الربع الثالث من سنة 2014 كما يلي: 67% منها في ماليزيا، 20 % منها في دول مجلس التعاون الخليجي، و 13 % منها في الدول الأخرى.

وكان هيكل إصدارات الصكوك حتى نهاية سنة 2014 كما يلي:<sup>10</sup>

### الجدول رقم 03: هيكل إصدار الصكوك الإسلامية حتى نهاية 2014.

النوع	المبلغ مليار دولار	النسبة	العدد	النسبة
المرابحة	53875/53	48	342	42
الإجارة	20594/5	18	119	15
الوكالة	11388/6	10	47	6
البيع لأجل	9100/79	8	12	1
المشاركة	4749/58	4	79	11
المضاربة	1999/89	2	5	1
السلم	1176/36	1	154	19
أخرى	10247	9	40	5

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات Thomson Reutevs Mar 2015. Gloloal-sukak: من خلال الجدول نلاحظ أن حجم الصكوك المصدرة بصيغة المrabحة تحتل المرتبة الأولى بنسبة 48 %، تليها في المرتبة الثانية صكوك الإجارة بنسبة 18 %، ثم تتبعها صكوك الوكالة بنسبة 10 %، ثم صكوك البيع لأجل بنسبة 8 %، بينما لم تتجاوز نسبة صكوك المضاربة 4 %، ويعود تفضيل التمويل باعتماد صكوك المrabحة بالدرجة الأولى، لما لها من مميزات عن غيرها من باقي صيغ التمويل، كإخفاض درجة المخاطرة وسهولة تسويقها وتسييلها في السوق.

- تنوعت العملات التي صدرت بها الصكوك خلال سنة 2014 على النحو الآتي:<sup>11</sup>

### الجدول رقم 04: أنواع العملات التي صدرت بها الصكوك خلال سنة 2014.

نوع العملة	النسبة	نوع العملة	النسبة
رينجت ماليزي	63	درهم إماراتي	3
دولار أمريكي	21	دينار بحريني	2
ريال سعودي	5	ليرة تركية	1
ريال قطري	3	عملات أخرى	2

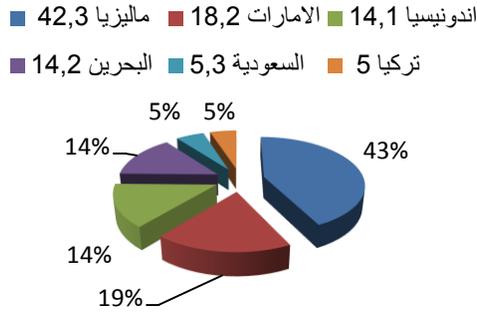
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات Thomson Reutevs Mar 2015. Gloloal-sukak: من حيث نوع العملة التي تصدر بها الصكوك الإسلامية نلاحظ أن الرينجت الماليزي يحتل المرتبة الأولى في الإصدارات بنسبة 63 %، على اعتبار أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى في إصدار الصكوك، يليه الدولار الأمريكي بنسبة 21 %، ثم الريال السعودي بنسبة 5 %، ثم الدرهم الإماراتي بنسبة 3 %، أما من حيث التوزيع الجغرافي للصكوك فتوزعت إصدارات الربع الأول من سنة 2015 جغرافيا على النحو الآتي:

**الجدول رقم 05: توزيع إصدارات الصكوك جغرافيا خلال الربع الأول من سنة 2015.**

الدولة	النسبة	الدولة	النسبة	الدولة	النسبة
ماليزيا	42,3	الامارات	18,2	البحرين	14,2
اندونيسيا	14,1	السعودية	5,3	تركيا	5
غامبيا	0,05	بنغلادش	0,1	بروناي	0,8

**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات Thomson Reuters Mar 2015. Gloal-sukak من خلال عرض الجدول السابق نلاحظ أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى في إصدار الصكوك الإسلامية بنسبة 42,3% تليها الإمارات بنسبة 18,2% تليها البحرين و اندونيسيا بنسبة 14,2% و 14,1% على التوالي، ثم السعودية و تركيا بنسبة 5,3% و 5% على التوالي. والشكل الآتي يوضح ذلك.

**الشكل رقم 16: نسبة توزع الصكوك الاسلامية عالميا لسنة 2015**



**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

توزعت إصدارات الربع الأول من سنة 2015 حسب نوع المصدر على النحو الآتي:

**الجدول رقم 06: توزيع إصدارات الصكوك حسب نوع المصدر في الربع الأول من 2015.**

نوع المصدر	النسبة
حكومات	53
شركات	19,3
مؤسسات حكومية	12,5

**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات Thomson Reuters Mar 2015. Gloal-sukak

- آخر تطورات الصكوك خلال الربع الأول من سنة 2015:
- تم إطلاق 5 إصدارات جديدة في سوق الصكوك في ماليزيا بما قيمته ( 2.5 مليار دولار)، مقابل 60 إصدار بقيمة (6.4 مليار دولار) لنفس الفترة من سنة 2014 .

- خفضت إصدارات الصكوك مقارنة بإصدارات قوية على مدى العامين الماضيين.
- وافق بنك مسقط على إصدار صكوك بقيمة 1.3 (مليار دولار) ، وبذلك تكون عُمان قد وضعت نفسها على خارطة الصكوك السيادية لسنة 2015.

### ثالثا: دور الصكوك الإسلامية كبديل في التمويل و الاستثمار

يمكن أن نلاحظ دور الصكوك الإسلامية كبديل في التمويل والاستثمار، وكذلك في التصدي الصارم لتلاعبات التوظيف الاعتباطي لرؤوس الأموال من قبل كبار المضاربين والمرابين من خلال ما يلي:

**1- دور الصكوك الإسلامية في توفير السيولة:** تعتبر السيولة هي المحرك الأساسي لأي نشاط اقتصادي وللدوران الاقتصادي، والتمويل، والاستثمار، فهو قطب مهم في الحركات الاقتصادية، والعمود الفقري للمشاريع الاقتصادية التنموية، وإن موضوع « السيولة » في ظل الأزمة المالية الحادة التي مر بها العالم اعتبارا من سنة 2008 يُعدّ من أهم الموضوعات التي أولى لها الاقتصاد و الاقتصاديون العناية القصوى، حيث أدت هذه الأزمة إلى نضوب السيولة، مما أدى إلى إفلاس كثير من المصارف الكبرى والشركات.

و في خضم هذا الواقع الذي فرضته الأزمة فقد شهدت سوق التمويل الإسلامي عالميا ارتفاعا إلى حوالي تريليون دولار، بينما قفزت قيمة الصكوك المصدرة إلى 36 مليار دولار خلال سنة 2010، أي بنسبة نمو تقارب 20 %<sup>12</sup>. وعليه أصبحت الصكوك الإسلامية في الوقت الراهن تمثل بديلا فعالا لوسائل التمويل التقليدية، حيث بينت وكالة ستاندراند اند بورز أن الدول الغربية تحاول قدر المستطاع الاستفادة من الطلب على المنتجات المالية الإسلامية في منطقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية بهدف امتصاص السيولة لتمويل المؤسسات العالمية المتضررة من الأزمة، كما أصدرت شركة التجزئة البريطانية "تيسكو" أول صكوك لها في سنة 2007 لصالح وحدتها المالية<sup>13</sup>.

### 2- دور الصكوك الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة:

يسود اعتقاد راسخ لدى كافة المحللين للأزمة المالية العالمية أن أحد أبرز أسباب الانهيارات المروعة و الإفلاسات المتتالية للعديد من البنوك والشركات العالمية العملاقة هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث تشير التقارير إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع لرقابة البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي)، كما أنها لم تتقيد بمعايير بازل 1 أو حتى بازل 2، و بعد انكشاف المستور، وهذه التجاوزات الصارخة، بدأ كثير من المختصين ينادون بضرورة الاستفادة من ضوابط الصكوك الإسلامية المستلهمة من الصيرفة الإسلامية<sup>14</sup>، بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قرارا يقضى بمنع

تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي، كما سمحت نفس الهيئة للمؤسسات والمتعاملين بالتعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية.

### 3- قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي:

مما لا شك فيه أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد المسبقة- الربا- الموجودة في النظام الرأسمالي تؤدي إلى نمو الاقتصاد المالي في شكل متتالية هندسية، بينما تجعل الاقتصاد الحقيقي ينمو على شاكلة متتالية حسابية، أو حتى أقل في بعض الحالات، وهو ما تكون نتيجته تكرار حدوث الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية سواء من خلال الائتلاف أو الإفلاس. وإبان الأزمة المالية العالمية أكد المختصون على طغيان الاقتصاد المالي مقارنة بالحقيقي، حيث نشأ ما يعرف بالهرم المقلوب، فقد أصبحت الكتلة النقدية المتداولة مضافا إليها حجم الديون المقدمة من قِبل المصارف التجارية المضاعفة في علاقة غير تناسبية مع حجم الثروة الحقيقية للدولة، وفي هذا المقام لا بد من الإشارة أن المفكر والأكاديمي الفرنسي موريس آليه Maurice Allais قد حذر من تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة<sup>15</sup>. أما بالنسبة للتمويل الإسلامي فيربط بصفة دائمة بين معدلات المشاركة والاقتصاد الحقيقي، ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة، وبذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي<sup>16</sup>، وإحدى أدوات التمويل الإسلامي الصكوك الاستثمارية التي تتمتع بقدرة تحقيق التوازن المنشود، نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح، مما أكسبها إمكانات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس في أدوات التمويل الربوية.

### 4- دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية: لا يمكن بأي شكل من

الأشكال الخوض في الدور الذي تؤديه الصكوك الإسلامية في إرساء وتمتين دعائم كفاءة الأسواق المالية دون التعريف بهذا المفهوم ومتطلبات تحقيقه على أرض الواقع ولو بشكل مقتضب، وعليه تعرف الكفاءة بأنها: "السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية"<sup>17</sup>.

من أجل الوصول إلى التخصيص الكفء للموارد المالية يجب توافر الشرطين التاليين:

أ- **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، حيث إن المعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

**ب- كفاءة التشغيل:** يطلق عليها الكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض، وذلك في ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة، وبذلك تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير، ومن ثم تكون فرصة المتخصصين في تحقيق هوامش ربح ضئيلة، ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات غير الواعدة ستتخفف أسعار أوراقها المالية، وبتغيير العرض والطلب يحدث توازن في الاقتصاد وتحقق الكفاءة الاقتصادية للسوق. وخلاصة القول إن الصكوك الإسلامية تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والمتكافئة بين السوقين الأولى والثانية، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها سيكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها، وهو ما يصب في تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة... الخ.<sup>18</sup>

**5- الصكوك الإسلامية أداة فعالة لتمويل عجز الموازنة العامة:** تعد مشكلة العجز في الموازنة العامة من أكبر المشاكل الاقتصادية التي تؤرق الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، ولاسيما في ظل الأزمة العالمية الراهنة، حيث اندفعت الدول إلى حشد السيولة وحققها على أمل إنقاذ النظام والتخفيف من وطأة الأزمة على المؤسسات المتهاوية، إلا أن هذا الإجراء جعلها تغرق أكثر في مشكلة العجز في الموازنة العامة، ولعل المتبوع لما يجري يتأكد كيف أن استراتيجية الحقن اللاعقلاني قد أدخلت كثيراً من الدول الأوروبية على وجه الخصوص في دائرة الإفلاس، وعموما فإن الأزمة أفرزت شحا كبيرا في الموارد المالية لتمويل الحكومات، ومن هنا توجهت الأنظار للصكوك الإسلامية بوصفها فرصة مهمة يمكن من خلالها توفير السيولة اللازمة وسد فجوة العجز الذي يتزايد بمعدل نمو متسارع من سنة إلى أخرى، وفي هذا المجال تمكنت السودان من خفض عجز الموازنة كنتيجة لاستخدام الصكوك في امتصاص السيولة الزائدة. وفي ذات السياق اتجهت الحكومة البريطانية إلى إصدار صكوك إسلامية للحصول على تمويل للخرزينة البريطانية من السوق المالية الإسلامية، وكذلك حذت فرنسا حذوها من أجل اللحاق ببريطانيا، بل لكي تكون السبّاقة في الحصول على الحصة الأكبر من التمويل الإسلامي في أوروبا.<sup>19</sup>

**6- دور الصكوك الإسلامية في النحوط من المخاطرة:** تواجه البنوك والمؤسسات المالية مخاطر عديدة، مثل: مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر السعر المرجعي، المخاطر القانونية، المخاطر الشرعية (اختلافات الفقهاء)، والمخاطر المتعلقة بالاقتصاد ككل، هذه المخاطر تمثل عراقيل حقيقية أمام المستثمرين والمقرضين، ونظرا لكون الهندسة المالية التقليدية تتميز بالاندفاع نحو المخاطر من أجل تحقيق الأرباح واستغلال الآخرين وما نتج عنها من انتشار لقيم وعادات رذيلة وفساد أخلاقي، بات

في ظلها المستثمرون والمقرضون في حالة مخاطرة شديدة والكل خائف على ممتلكاته وأصوله المالية؛ تتميز الصكوك الإسلامية بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبارها أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتحقق الكفاءة الاقتصادية من خلال التقليل أو الحد من حجم المخاطر، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم، لأن الشريعة تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر.<sup>20</sup>

#### رابعاً: مستقبل الصكوك الإسلامية وتحدياتها

##### 1- التحديات العملية لصناعة الصكوك الإسلامية ومتطلبات نجاحه: تواجه الصكوك كسائر

منتجات الصناعة المالية الإسلامية مجموعة من التحديات الاقتصادية والقانونية والتنظيمية، والتي قد تؤثر في صناعة الصكوك وتطورها، ومن أهم التحديات ما يلي:

أ- **التحديات التسويقية:** الصكوك أداة ملكية، ومخاطرها أعلى من مخاطر السندات، ولذلك تواجه تحديات في عملية التسويق والبيع، لأن المستثمرين يبحثون عادة عن أدوات مالية مضمونة رأس المال ومضمونة العوائد، وهاتان الخاصيتان غير متوافرتين في الصكوك.<sup>21</sup> كما تتزايد التحديات التسويقية مع التعارض في الفتاوى والاجتهادات الفقهية المعاصرة الخاصة بالصكوك. وإصدار صكوك تلي المتطلبات السوقية ومتوافقة مع الأحكام الشرعية يدفع بعض الهيئات الشرعية إلى البحث عن مخرج، ومنها: (الوعد الملزم، إصدار صكوك على أساس الوكالة بالاستثمار، تقليل المخاطر، سهولة الضمان وتدقيق العوائد).<sup>22</sup>

ب- **تحديات وعي المستثمرين ومنظمات الأعمال بالصكوك:** تواجه الصكوك تحدياً يتعلق بالمستثمرين، حيث لا يتعامل جميعهم مع الصكوك على أساس توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، لأن هدف البعض الحصول على أرباح من استثمارات مضمونة، كما أن هنالك مستثمرين في الصكوك من غير المسلمين، وهذا يتطلب زيادة الوعي المحلي والعالمي بالصكوك ونشر ثقافتها وأهميتها في التنمية، من خلال الحملات الإعلامية وورش العمل و الندوات... الخ.

ج- **تحديات التصنيف:** لسهولة تسويق الصكوك المصدرة وبيعها يطلب كثير من المستثمرين أن تكون هذه الصكوك مصنفة من وكالات عالمية مثل: S&P، Moody's، Fitch، وعادة تعتمد وكالات التصنيف العالمية معايير تصنيف الديون عند تصنيفها للصكوك، حيث يتم عادة التركيز على الجدارة الائتمانية لمنشئ الصكوك أو المصدر، وضمان رأس المال والعائد، وهذه الخصائص لا تكون

في الصكوك، ومن ثم سيكون تصنيفها متدينا، الأمر الذي ينعكس سلباً عليها،<sup>23</sup> وذلك يؤدي إلى ضعف السوق الأولية لها، وهذا يستلزم إيجاد وكالات تصنيف إسلامية لتصنيف الصكوك.<sup>24</sup>

**د- تحدي الظروف الاقتصادية السائدة :** تتأثر الصكوك بالحالة الاقتصادية السائدة في البلد المعني، ففي حالات الكساد تتراجع أعمال المشاريع الممولة بالصكوك وبذلك تتراجع أرباحها، وربما تحقق خسائر، الأمر الذي يؤثر سلباً على الإقبال على الصكوك، كما أن حجم الموارد والثروات الطبيعية في البلد يتناسب عكسياً مع نمو حجم الصكوك، فكلما زادت الموارد والثروات الطبيعية قلت الحاجة إلى الموارد المالية، وبذلك يحدث تراجع في حجم الصكوك المصدر.

**هـ- تحدي ارتفاع تكاليف الصكوك:** إن طلب إعداد نشرة الإصدار، وما يتبع ذلك من وجود مدير للإصدار وأمين استثمار ومدير للاستثمار، والقيام باستشارات شرعية وقانونية، ودراسات حدود اقتصادية، سيؤدي إلى ارتفاع تكاليف الصكوك، وتزداد التكاليف إذا لم تدعم البنية التحتية لسوق الصكوك.

#### و- تحديات قانونية ورقابية:

◀ إن غياب الإطار التشريعي والمنظم لعملية إصدار وإدارة الصكوك يشكل عائقاً رئيساً في تطور ونمو صناعة الصكوك.

◀ تعامل المحاكم النظامية في بعض الدول العربية والغربية مع حملة الصكوك بصفتهن دائنين وليسوا مالكين للأصول قياساً على السندات، وبذلك يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم، الأمر الذي يفقد الصكوك مصداقيتها.

◀ تضارب القوانين في قضية الملكية القانونية والملكية النفعية، وصعوبة تطبيق مبدأ الملكية النفعية في بعض القوانين، ومن ثم عدم قبولها قضائياً في بعض البلدان.<sup>25</sup>

◀ عدم اعتراف بعض القوانين بالصكوك وطبيعة الاستثمار بها مما يشكل تحدياً للمستثمرين بها.

#### 2- الآفاق المستقبلية لصناعة الصكوك الإسلامية: على الرغم من تأكيد العلماء الشرعيين

والاقتصاديين والخبراء المهنيين على أهمية الصكوك ومحورية دورها في خدمة الاقتصاد بصفة عامة والمالية الإسلامية بصفة خاصة؛ فإن كثيراً منهم حذر من مغبة ما يسمى بنهاية عهد الصكوك إذا واصلت محاكاة الهندسة التقليدية في صياغة منتجاتها، وواصلت وضع شروط هي أقرب إلى مواصفات السندات التقليدية منها إلى الأدوات الإسلامية. وعليه فإن ما ينبغي أن يوضع ضمن آفاق مهندسي الصكوك الإسلامية، سواء أكانوا ممثلين للجهات الرقابية و الإشرافية أم لجهات قانونية أم لعلماء الشريعة، يتناول أمرين رئيسين: الأول يتعلق بالتأطير الكلي، والثاني يتعلق بتطوير الأدوات والآليات.

أولاً: آفاق على مستوى التأطير الكلي: إن جمع الصكوك بين الانضباط بأحكام الشريعة الإسلامية ومقاصدها في المعاملات المالية الإسلامية، وتحقيق التنافسية الدولية، ومن ثم جعلها البديل الشامل للسندات التقليدية يتطلب مراعاة المتطلبات الكلية الآتية:

- أ- **تطوير رأس المال البشري:** إن أهم ما ينبغي أن يوضع ضمن الآفاق المستقبلية لمنظري المالية الإسلامية إذا رأوا تطويراً لصناعة الصكوك هو تطوير رأس المال البشري المتخصص في المالية الإسلامية عموماً، وصناعة الصكوك على وجه الخصوص؛ لأن المالية الإسلامية وصناعة الصكوك تعاني فيما يتعلق برأس المال البشري من قلة المتخصصين، والمسألة تتناول تقريباً كل الدول الإسلامية، فقد ذكرت دراسات أن السوق المالية الإسلامية الخليجية تحتاج إلى 30000 متخصصاً في المالية الإسلامية، وعلى افتراض أن 50% منهم سيكونون تنفيذيين أو أعلى مستوى، فإنه لا بد من تدريب 15000 متخصصاً. و ذكرت الدراسات أيضاً أن باكستان وإندونيسيا ودول جنوب شرق آسيا تحتاج إلى 35000 من التنفيذيين، علماً بأنه على مدى العقد القادم لن تستطيع المؤسسات التعليمية الحالية أن تخرج أكثر من 15000 متخصصاً.<sup>26</sup>
- ب- **توعية المستثمرين بالجوانب الشرعية:** إن أكبر مشكلة تواجه المؤسسات المصدرة للصكوك فيما يتعلق بالشروط التي توضع في الصكوك تتمثل في وعي المستثمرين، مما يضعفها تحت مظنة الشبهة أن المستثمر إذا لم ير في الصك رأس مال مضمون تحت أي مسمى وعائد ثابت، فإنه لن يشتري هذه الصكوك، لاسيما وأن كثيراً من هؤلاء المستثمرين يستثمرون أموالاً حكومية مثل معاشات المتقاعدين وغيرها، مما يحتم عليهم البحث عن ضمانات لهذه الأموال وعائد ثابت لها. و التوعية في تقدير الباحثين تبدأ من مؤسسات التربية و التعليم، و تنتهي بالهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية التي يجب أن تراعي المقاصد الشرعية في المعاملات المالية، حتى تتجنب بناء فتاواها على الجوانب الشكلية للعقود على حساب مقاصدها و الآثار المترتبة عنها.

### ج - تحقيق الاستيعاب /الإدماج المالي للمالية الإسلامية Financial Inclusion :

وذلك بتوفير أنواع من الصكوك تحقق الاستيعاب المالي من خلال إتاحتها لشرائح أوسع من المستثمرين، وذلك بتجاوز شرط الحد الأدنى للاكتتاب، مما يجعلها حكرراً على المؤسسات الكبيرة. وقد مثلت مبادرات التمويل الجماعي Crowd funding الناجحة<sup>27</sup>، وإصدار سندات متاحة لشريحة أوسع من المستثمرين حافزاً للدول الإسلامية في السعي إلى توفير ما يسمى بصكوك التجزئة، مما يتيح لشريحة أوسع من المستثمرين المشاركة في الاكتتاب.

د - تعزيز التواصل العالمي للمالية الإسلامية: وذلك بتقريب هوة الخلاف بين المؤسسات المالية في الدول الإسلامية، مما يسهل الاستثمار البيئي في مجال الصكوك، ويساهم في حل مشكلة إدارة السيولة، لاسيما قصيرة الأجل منها<sup>28</sup>. وتعزيز التواصل العالمي يتطلب إجراء دراسات ميدانية تبحث في عوائق تحقيق التواصل العالمي في المالية الإسلامية، لاسيما الشرعية منها، وقد قامت الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية بالتعاون مع البنك المركزي الماليزي بإجراء دراسة ميدانية تناولت ست عشرة دولة تبين من خلالها أن الخلافات الشرعية محدودة، ويمكن تجاوزها بسهولة، وأن أكبر مشكلة تواجهها المؤسسات المالية على مستوى الدول، فيما يتعلق بسوق الصكوك، تطوير قوانين تسهل تداول الصكوك على المستوى الدولي، وضعف معايير الحوكمة المساهمة في الربط الدولي لهذه المؤسسات. والمشكلة الثانية التي يواجهها سوق الصكوك على المستوى الدولي هو مواءمتها مع الأنظمة القانونية المعتمدة بما لا يخالف مبادئها الشرعية.

هـ - تحقيق القيمة المضافة في جميع المجالات: من التحديات التي تعترض المؤسسات المالية الإسلامية في مجال الصكوك وغيرها الوفاء بوعودها المسجلة في أهداف تأسيسها، وهو التنمية، وتحديداً التنمية الشاملة المستدامة، وهو ما يعني أن المؤسسات المالية الإسلامية حملت على عاتقها منذ تأسيسها مسؤولية تنمية اقتصاد حقيقي يستوعب كل شرائح المجتمع، وهو ما يقتضي تطوير المساهمة في تطوير البنى التحتية، وإتاحة فرص استثمارية لكل قطاعات المجتمع، والقضاء على الفقر والبطالة والآفات الاجتماعية. والشطر الأول، وإن كانت الدول الإسلامية ساهمت في تحقيق جزء مهم منه، غير أن الشطر الثاني المتمثل في إتاحة فرص استثمارية لكل قطاعات المجتمع، وتحقيق المسؤولية الاجتماعية من خلال الحد من الفقر والبطالة والآفات الاجتماعية ما زالت قاصرة عن بلوغه، ومن المؤسف أنه لا يتم تناول مثل هذه الموضوعات بجدية، رغم أنها من صميم أهداف المالية الإسلامية ومقاصدها، إلا بعد مبادرة المؤسسات الغربية إليها، فلم يتم مثلاً التأطير القانوني لها من قبل سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية<sup>29</sup> وغيرها، إلا بعدما تم في الغرب، ولم يتم تناول موضوع الاستيعاب المالي والتمويل الجماعي إلا بعدما بادرت المؤسسات الغربية إليه، ولم يتم تناول الصكوك الخضراء في المنظومة المالية الإسلامية كما هي في إعلان خزانة الوطنية الماليزية، وإصدار صكوك خزانة الوطنية الماليزية الخضراء<sup>30</sup> وإعلان إمارة دبي،<sup>31</sup> إلا بعدما تم إصدارها في الغرب.<sup>32</sup>

ثانياً: آفاق على مستوى الأدوات والآليات

أ - هندسة منتجات تشاركية: المنتجات التشاركية تجعل المصرف طرفاً في المشاريع المقدمة، ومن ثم تضمن جودة المشاريع المقدمة والقيمة المضافة التي تقدمها للاقتصاد ككل. فالمؤسسات المالية وإن

كانت أصدرت منتجات تشاركية مثل المشاركة المتناقصة والمضاربة والوكالة بالاستثمار وغيرها من المنتجات، غير أن نسبتها بالمقارنة مع المنتجات الأخرى ضعيفة تحتاج إلى تطوير، لاسيما بعد خطاب محافظة البنك المركزي الماليزي الافتتاحي للمنتدى العالمي للمالية الإسلامية الذي عقد بكوالا لمبور سنة 2014<sup>33</sup> المشجع على التحول إلى المنتجات التشاركية التي يتحمل فيها الطرفان المخاطر.

**ب - هندسة منتجات تتواءم مع آجال التمويل:** إن أكبر إشكالات التمويل المواءمة بين آجال الودائع وآجال التمويل، وقد استحدثت الغرب أدوات مالية تحل جانبا من هذه المشكلة، لكن كلها تقوم على الربا، غير أن المالية الإسلامية لم تصل بعد إلى حل ناجع لهذه المشكلة. صحيح أن هناك مبادرات، مثل مبادرة الهيئة العالمية الإسلامية لإدارة السيولة في توفير صكوك تستهدف متطلبات السيولة قصيرة الأجل، و ثمة إصدار الصكوك المؤبدة (Perpetual sukuk) يمكن أن يُحوّلها إلى أسهم تسهل عملية التداول، غير أن هذا غير كاف. للتذكير فإن الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية، بالتعاون مع الجامعة العالمية للمالية الإسلامية، تقوم في الوقت الراهن ببحث يتناول اقتراح إصدار أوراق مالية إسلامية تشاركية أو صكوك تشاركية، على مستوى البنك المركزي أو البنوك الإسلامية، يرتبط بقطاعات الاقتصاد الحقيقية والحيوية التي يتم تمويلها على المستوى المحلي.

**ج - تطوير آليات حماية رأس مال الصكوك:** من أهم الآفاق التي يجب أن تحظى بأولوية في الاعتبار تطوير آليات لحماية رأس مال الصكوك بطريقة شرعية، وتكون مقبولة في التشريعات الدولية، والأمر وإن قدمت فيه اقتراحات مثل ضمان الطرف الثالث لرأس المال، و ضمان الدولة، والمشروع الأولي مقدم من قبل قسم تطوير المنتجات في البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية فيما يتعلق بآلية مبتكرة لحماية الصكوك، غير أن الاقتراحات العملية ما تزال شحيحة، لاسيما من الجهات الحكومية أو التي لها وزن اقتصادي.

#### خاتمة الدراسة: النتائج و التوصيات

**أولاً- النتائج:** تكمن أهمية دور الصكوك الإسلامية في التمويل و الاستثمار لتحقيق الأبعاد

التنموية من خلال ما يلي:

- أنها أداة فاعلة في تجميع السيولة، ومن ثم توفير التمويل اللازم للمؤسسات و الحكومات على حد سواء.

- أنها تساعد الحكومات على التخلص من عجز الموازنة العامة المزمّن، الذي أصبح في هذا العصر مرضا يؤرق صانعي السياسات الحكومية، وكثيرا ما وقف حجر عثرة يعرقل المسار التنموي للدول.
  - أنها تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية، وتقليل حدة المضاربات، وتلقي دائرة من الاهتمام المتوازنة والمتكافئة بين السوقيين الأولى والثانية، كما أن ازدياد كميتها ونوعيتها يكون له بالغ الأثر في زيادة درجة تعمق السوق واتساعها، وذلك كله يصب في بوتقة تحقيق كفاءة السوق.
  - أنها تتمتع بقدرة تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي، نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح، مما أكسبها إمكانات تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس مقارنة بنظيرتها من أدوات التمويل الربوية.
  - أنها تتميز بالقدرة على التحوط من المخاطر، باعتبارها تعتمد على أسس مستلهمة من أحكام الشريعة الإسلامية، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم ، لأن الشريعة الإسلامية تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر.
  - كما أنه يمكن من خلال الضوابط الشرعية المتعلقة بالصكوك الإسلامية تمتين أخلاقيات الرقابة داخل أسواق المال. حيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة، على سبيل المثال لا الحصر، قرارا يقضى بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي.
- ثانيا- التوصيات:** بناء على النتائج السابقة يمكن صياغة التوصيات التالية:
- ضرورة العمل بشكل مستمر على نشر الثقافة المالية الإسلامية، بهدف إزالة أي غموض أو لبس قد يكتنف عملية الاستثمار في أدوات التمويل الإسلامي عامة والصكوك خاصة.
  - إصدار الصكوك على أساس مشاريع تجارية أو صناعية جديدة، وإن أصدرت على أساس مشروع قائم فالواجب أن تمثل الصكوك ملكية تامة لحملتها في موجودات حقيقية.
  - من المهم إيجاد سوق ثانوية منتظمة تعمل بالشفافية المطلوبة، تضمن طرح الصكوك الإسلامية وتداولها بكل يسر.
  - من الملحّ خلال المرحلة المقبلة أن تأخذ مؤسسات القطاع الخاص زمام المبادرة، واستغلال التطور الملحوظ الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية، لاسيما في إصدار الصكوك، والعمل على التحول بشكل تدريجي نحو السوق المالية بهدف تنشيطها واستغلال رؤوس الأموال المكدسة، ومن ثم تحقيق الكفاءة الشرعية والاقتصادية لاستثمار المال.

- ضرورة استكمال الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية، على أن يشمل كافة الجوانب والأنشطة المتعلقة بها، سواء على مستوى السوق الأولى أم الثانية، مع مراعاة ضوابط الشريعة الإسلامية.
- لا بد من قيام وكالات تصنيف إسلامية تعمل على تصنيف وتقييم الصكوك المصدرة بالشكل الذي ينعكس على ترشيد القرار الاستثماري، وتحقيق كفاءة تخصيص الموارد المالية.
- ضرورة القيام بدراسات بحثية تقييمية للتجارب الرائدة في العالم الإسلامي، بهدف تميمها و الاستفادة منها في تطوير هذه المنتجات، و جعلها تتوافق مع متطلبات توزيع المخاطرة، أي تخفيفها.
- ضرورة الاستفادة من الأزمة المالية العالمية بغية نشر ثقافة الصناعة المالية الإسلامية عامة، و الصكوك خاصة.
- العمل على إنشاء معاهد ومراكز تدريبية رائدة تؤهل العنصر البشري للعمل في ظل السوق المالية الإسلامية، وذلك من الناحية الشرعية والاقتصادية.

#### الهوامش:

- <sup>1</sup> مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، 1988م، ص2140.
- <sup>2</sup> طارق الله خان وأحمد حبيب، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ط1، 2003م، ص55.
- <sup>3</sup> المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007م، معيار رقم: 17، ص288.
- <sup>4</sup> عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية: حقيقة الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية، مجلة إسلامية المعرفة، المعهد العلمي للفكر الإسلامي، العدد62، خريف 1431هـ/2010، ص ص: 112-113.
- <sup>5</sup> زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي، مقدم إلى مؤتمر عالمي عن: قوانين الأوقاف وإدارتها: وقائع وتطلعات، 20 - 22 أكتوبر 2009م، 1-3 ذي القعدة 1430هـ، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، ص 4.
- <sup>6</sup> بركة، أحمد، الصكوك الإسلامية ما لها وما عليها، <http://www.badlah.com/page-745.html>
- <sup>7</sup> أحمد، التيجاني عبد القادر. السلم بديل شرعي للتمويل المصرفي المعاصر، السودان، دار السداد، ط01، 2006، ص08.
- <sup>8</sup> علاء الدين زعترى، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصدارها، تحديات إصدارها، بحث مقدم لورشة عمل لشركة BDO بعنوان: الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، 18 و19 جويلية 2010، ص ص 39-41.

<sup>9</sup> Thomson Reuters (sukuk perceptions and forecast 2015) Global Sukuk ( 1 ).report Q1 2015.

<sup>10</sup> Thomson Reuters (sukuk perceptions and forecast 2015) Global Sukuk ( 1 ) . Report Q1 2015.

<sup>11</sup> Thomson Reuters (sukuk perceptions and forecast 2015) Global Sukuk ( 1 ) . Report Q1 2015.

<sup>12</sup> المجلس العالمي للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية، <http://www.cibafi.org/NewsCente>

- <sup>13</sup> عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العالمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان / الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص 16.
- <sup>14</sup> د. كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009، ص.ص: 24-25.
- <sup>15</sup> أ.د محمد بوجلحال، مقارنة إسلامية للأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، 2009، ص ص : 67-68.
- <sup>16</sup> أ.د صالح صالح، د عبد الحليم غربي، كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية، الملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 05-06 ماي 2009.
- <sup>17</sup> د. منير إبراهيم هندي، أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 42.
- <sup>18</sup> زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة ماجستير، جامعة الأردن، 2008، ص: 196.
- <sup>19</sup> المجلس العالمي للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، <http://www.cibafi.org/NewsCente>
- <sup>20</sup> بلعوز، بن علي و قندوز، عبد الكريم، " استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، 2007م، ص ص: 17-18.
- <sup>21</sup> د . سعيد بو هراوة، د. سلمى سيرلي وأ. شبانه حمد حسن، تقوم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة، الدورة العشرين لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 13.
- <sup>22</sup> د .محمد أكرم لال الدين، تحديات عمليات إصدار الصكوك، دراسة استكشافية تحليلية، ص 05.
- <sup>23</sup> سعيد بو هراوة، د و آخرون، تقوم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة، مرجع سابق، ص 13.
- <sup>24</sup> مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف: Islamic International Rating Agency (IIRA)
- <sup>25</sup> محمد أكرم لال الدين، تحديات عمليات إصدار الصكوك، دراسة استكشافية تحليلية، مرجع سابق، ص 5.
- <sup>26</sup> Agil Natt, Syed Othman Alhabshi and, Mohd-Pisal Zainal, (2009), A Pro -posed Framework For Human Capital Development in the Islamic Financial Services Industry. The Journal of Knowledge Economy & Knowledge Management, Volume I, Spring, p. 20
- <sup>27</sup> انظر :
- <http://www.fundraising-for-sites-10-top/08/05/2013/chancebarnett/sites/com.forbescrowdfunding>
- <sup>28</sup> انظر: خطاب محافظ البنك المركزي الماليزي : [http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en\\_speech&pg=en\\_speech\\_all&ac=436](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_speech&pg=en_speech_all&ac=436)
- <sup>29</sup> [http://www.sc.com.my/post\\_archive/sc-introduces-sustainable-and-responsible-investment-sukuk-framework/](http://www.sc.com.my/post_archive/sc-introduces-sustainable-and-responsible-investment-sukuk-framework/)
- <sup>30</sup> <http://www.khazanah.com.my/docs/Media%20ReleaseKhazanah%20to%20launch%20first%20ringgit%20denominated%20SRI%20sukuk-180515-Final>.
- <sup>31</sup> <http://www.thenational.ae/business/economy/uae-set-to-be-the-first-tooffer-green-energy-sukuk>
- <sup>32</sup> <http://treasury.worldbank.org/cmd/htm/WorldBankGreenBonds.html>
- <sup>33</sup> [http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en\\_speech&pg=en\\_speech\\_all&ac=518](http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_speech&pg=en_speech_all&ac=518).