

أهمية الابتكارات المالية الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي: صكوك الاستثمار الإسلامية نموذجاً

د. موسى بن منصور

أستاذ محاضر - أ -

مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية (LERDR)

جامعة برج بوعرييج - الجزائر -

الملخص:

مع التطورات المتسارعة في الأسواق المالية ومكانتها في عالم التمويل والاستثمار تزايدت الحاجة إلى التطوير والابتكار باستمرار ضماناً لحسن الأداء وإيجاد الحلول لمشاكل التمويل، وأصبح لزاماً على المؤسسات المالية الإسلامية الاستجابة لتطورات البيئة المالية الدولية وإرضاء المتعاملين فيها، وقد استطاعت هذه الأخيرة إلى جانب تطوير الأوراق المالية التقليدية أن تقدم أدوات استثمار جديدة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية. وتعتبر الصكوك الاستثمارية الإسلامية من أبرز تلك المبتكرات إذ تكتسب أهمية بالغة في الصيرفة الإسلامية، وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة، سواء بالنسبة للأفراد أو المؤسسات، أو بين المشروعات العامة أو الخاصة، فهي تجمع بين أوراق الملكية وأوراق الدين، فإنه يمكن أن تكون وسيلة ناجحة لتطوير السوق المالي الإسلامي. وتأتي هذه الورقة البحثية لإبراز الأهمية والدور الذي تؤديه هذه الصكوك في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي.

Abstract :

With the rapid developments in the financial markets and its position in the world of finance and investment have increased the need for development and innovation continuously to ensure good performance and find solutions to the problems of funding , and has become imperative for the Islamic financial institutions to respond to the developments in the international financial environment and satisfy dealers , has been able to this recent addition to the development of traditional securities to provide new investment tools that combine economic efficiency and credibility, legitimacy . The instruments Islamic investment of the most prominent of these innovations as gaining importance in Islamic banking , and so for its financial benefits and a unique investment , both for individuals or institutions , or between projects, public or private , as it combines the property papers and debt securities , it can be a successful way for the development of the Islamic financial market . The present paper is to highlight the importance and the role of these instruments in creating a climate for the development of Islamic financial market .

مقدمة

تعتبر الأسواق المالية من أهم مؤسسات الاقتصاد الحديث إذ هي أداة لجمع المدخرات وتوجيهها بطريقة فعالة نحو الاستثمار، وذلك من خلال جملة الأدوات الاستثمارية والتمويلية التي تمثل سلعة هذه الأسواق ومحور قيامها، وفي الوقت الذي أتيحت للمستثمرين في الدول الغربية أنواعاً متعددة من الأدوات المالية للتمويل والاستثمار فإن المستثمرين في الدول الإسلامية كانوا بأمس الحاجة إلى محفظة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية إذ كانوا يقتصرون فقط على الأسهم باعتبار أن السندات محرمة شرعاً، فكان لزاماً على المؤسسات المالية الإسلامية ابتكار أدوات مالية جديدة وتطوير الأدوات القائمة للاستجابة للمتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية، كمواجهة المنافسة من المؤسسات المالية التقليدية وإرضاء العملاء، وقد استطاعت هذه الأخيرة إلى جانب تطوير الأوراق المالية التقليدية أن تقدم أدوات استثمار جديدة تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية. وتعتبر الصكوك الاستثمارية الإسلامية من أبرز تلك المبتكرات وذلك لما تتمتع به من مميزات استثمارية لا تتوافر في غيرها من الأدوات.

وتأتي هذه الورقة البحثية لإبراز الأهمية والدور الذي تؤديه هذه الصكوك في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي، وذلك من خلال ثلاث محاور أساسية، يهتم المحور الأول بالمفاهيم العامة حول الابتكارات المالية وصكوك الاستثمار الإسلامية، يتناول المحور الثاني دور صكوك الاستثمار الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي، بينما خصص المحور الثالث لواقع صكوك الاستثمار الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية.

المحور الأول: مدخل عام إلى الابتكارات المالية وصكوك الاستثمار الإسلامية

أولاً: مفاهيم عامة حول الابتكار المالي

■ تعريف الابتكار المالي:

يُعد الابتكار المالي واحد من أهم الموضوعات التي تفرض نفسها يوماً بعد يوم في الساحة الاقتصادية بشكل عام والساحة المالية بشكل خاص، تزامناً مع ما تعرفه المؤسسات والأسواق المالية من تطورات متسارعة بشقيها الاستثماري والتمويلي، وهناك محاولات عديدة لتقدم تعريف واضح لمفهوم الابتكار فهناك من يعرفه بأنه: "أفكار جديدة ومفيدة ومتصلة بحل مشكلات معينة أو تجميع وإعادة تركيب الأنماط المعروفة من المعرفة في أشكال فريدة، ولا يقتصر الإبداع على الجانب التكتيكي لأنه لا يشمل تطوير السلع والعمليات المتعلقة بها وإعداد السوق فحسب، بل يتعدى أيضاً إلى الآلات والمعدات وطرائق التصنيع والتحسينات في التنظيم نفسه ونتائج التكوين والرضا عن العمل بما يضمن ويؤدي إلى ازدياد الإنتاجية".

يعرف "GOWLAND" الإبداع المالي على أنه "إدخال منتج جديد إلى السوق، أو إنتاج منتج موجود ولكن بطريقة جديدة". وهذا التعريف ينطبق على المؤسسات المالية كما ينطبق على المؤسسات الصناعية ويكمن الاختلاف فقط في كون أن المؤسسات الصناعية عند إدخالها لتكنولوجيا جديدة، يكون فيها الإبداع واضحاً، وعلى عكس ذلك في المؤسسات المالية فإن الإبداع يكون غير واضح، ثم الإضافة التي تنجر عن ذلك ليست كبيرة¹.

ومن جهة أخرى يعرف الإبداع المالي بأنه التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة، ولإستغلال الفرص المالية المتاحة للمؤسسة. أي هو: "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل"².

هذا ويتم التمييز بين نوعين من الإبداع المالي عموماً هما: إبداع في المنتجات المالية يتحقق من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة لم تكن موجودة من قبل، وإبداع في الإجراءات المالية الذي يتحقق عن طريق تغيير طريقة التعامل وآلياتها في أدوات مالية موجودة³.

■ مجالات الابتكار المالي:

بناءً على التعريفات السابقة وعلاقة الإبداع والابتكار المالي بالهندسة المالية فإنه يتضمن المجالات الرئيسية التالية⁴:

- **المجال الأول:** يتمثل في ابتكار أدوات مالية جديدة، مثال ذلك تقديم أنواع مبتكرة من السندات أو الأسهم الممتازة والعادية، وعقود المبادلة، التي تغطي احتياجات منشآت الأعمال؛
- **المجال الثاني:** يتمثل في ابتكار عمليات مالية جديدة من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات، مثال ذلك التسجيل من على الرف، والتداول الإلكتروني للأوراق المالية وابتكار فكرة سمسار الخصم، هذا فضلاً عن الأساليب المبتكرة للاستخدام الكفء للموارد المالية، بما فيها⁵:
- تطوير الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض؛
- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني؛
- خلق مؤسسات مختصة في كل من إدارة محافظ الأوراق المالية والتحليل المالي والقانوني؛
- تصميم وتشغيل ومراقبة التدفقات النقدية وشبه النقدية باستخدام الأدوات الكمية والكمبيوتر والنماذج الاقتصادية والمحاسبية؛
- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين؛
- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية الخاصة والعامة، المحلية والدولية، لغرض الربح أو غير ذلك.

- **المجال الثالث:** يتمثل في ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال، مثال ذلك ابتكار إستراتيجيات جديدة لإعادة هيكلة منشآت الأعمال بهدف التغلب على المشكلات القائمة أو المتوقعة، كتحويل الشركة من النمط المساهم إلى نمط الملكية الخاصة، وتنمية إستراتيجيات دفاعية تستخدمها إدارة المنشأة في مواجهة محاولات السيطرة العدوانية من أطراف أخرى.

■ دوافع اللجوء إلى الابتكار المالي:

- إن اللجوء إلى الابتكار المالي هو استجابة لمجموعة من المتطلبات والتحديات التي شهدتها العالم في ظل التغيرات الدولية المعاصرة، وإعادة النظر في آليات عمل المؤسسات المالية والمصرفية التي يمكن تحديدها في العوامل التالية:
- **تزايد احتياجات المستثمرين وطالبي التمويل:** إن التزايد المستمر لاحتياجات المستثمرين والمصدرين ومحتهم الدائم عن الجديد والأفضل لتعظيم عوائدهم، جعل من العسير على الوسائط الماليّة بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من تسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض الماليّة إلى وحدات العجز المالي وإشباع الرغبات والاحتياجات المتعددة لهؤلاء المستثمرين والمصدرين والمشاركين في أسواق المال عموماً، ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وسائل وأدوات ماليّة جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات؛
 - **تطور تقنية المعلومات وانخفاض تكلفة الاتصالات وتبادل المعلومات:** مما لا شك فيه أن مستوى التطور التكنولوجي أثر بشكل كبير على أداء الأسواق الماليّة وأساليب عملها، حتى أنها أدت إلى انتفاء شرط المكان لقيام هذه الأسواق، إذ استطاعت شبكات الاتصال أن تساعد بشكل كبير على تحويل الأسواق الماليّة العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير تنعدم فيه الحواجز الزمنية والمكانية، ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسلّة. ونظراً لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبزيادة عدد المشاركين في هذه الأسواق استطاع مبتكروا ومصممو الأوراق والأدوات الماليّة من العمل بشكل أكثر فاعلية في وسط مرن يتميز بسرعة انتقال المعلومة، وسهولة تجسيد الأفكار وتلبية أغراض الاستثمار وصنع قراراته.
 - **ظهور مفهومي الكفاءة والفاعلية كمعايير تراعى عند إصدار الأدوات والأوراق الماليّة:** يعنى مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعنى الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين، وهذين المعيارين (الكفاءة والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء، ولذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل ماليّة (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض⁶.
 - **التعامل مع قيود المنافسة الدولية:** إن تعدد القيود سواءً على المستوى الاقتصادي، السياسي أو الاجتماعي، وكذلك الغير السريع للبيئة كان من الأسباب الرئيسية لوجود الهندسة المالية، إذ حتمت هذه القيود على المؤسسات من أن تكتشف وسائل وأدوات تستطيع من خلالها درء الأخطار المحيطة بها، أو على الأقل تخفيف هذه الأخطار، ومن ثم إبعاد شبح الخسائر والفشل؛

- طبيعة المجتمع وتقاليد وأعرافه: يرتبط ظهور الهندسة المالية كذلك - في بعض الحالات - بدوافع ناتجة من طبيعة المجتمع وتقاليد وأعرافه، وحتى إيديولوجيته وخلفيته الفكرية، فالنظام الاقتصادي السائد هو الذي يساعد على الدفع باتجاه معين حتى وإن لم يكن هذا الاتجاه قانونياً أو غير مشروع؛

ثانياً: مفاهيم عامة حول صكوك الاستثمار الإسلامية

تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم على منوال نظام الأسهم في شركات المساهمة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار، حيث تؤسس شركة المساهمة لهذا الغرض، ولها شخصية معنوية مستقلة، تتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والإدارة والتداول والهبة، ونحو ذلك عن المعاملات في الأسواق المالية، وستتطرق فيما يلي إلى تعريف صكوك الاستثمار الإسلامية وخصائصها وأنواعها.

■ تعريف صكوك الاستثمار الإسلامية

الصكوك جمع صك، وقد ورد المصطلح بكافة مشتقاته في قواميس ومعاجم اللغة، ففي معجم الرائد: صك جمعه صكوك وهي وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، فالصك وثيقة تثبت حقا في ملك أو نحوه⁷. والتصكيك أو التوريق (التسديد) هو ما يعرف عند الاقتصاديين أو الماليين بـ Securitization، ويراد بذلك تحويل الموجودات من الأصول والعقود إلى أدوات مالية متداولة⁸.

وبالتالي فالصك هو وثيقة تثبت حقا مالياً، وصكوك الاستثمار الإسلامية ما هي في حقيقتها إلا وثيقة تثبت حقا مالياً، والفرق بين المفهومين هو أن صكوك الاستثمار الإسلامية تصدر وتتداول لأغراض استثمارية في حين الصكوك بمعناها العام تثبت حقا وحسب.

وقد عرفتها كذلك هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص...". كما اصطُلمح على صكوك الاستثمار الإسلامية بأنها البديل الشرعي للسندات التقليدية التي تتعامل بالفائدة أخذاً وعلطاً، ونظراً لتحريم هذه الأخيرة فقد تم استحداث صكوك الاستثمار الإسلامية كأدوات مالية متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وبما أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية هي عبارة عن بديل استثماري للسندات، فيمكن إيجاز أهم الفروقات بينهما فيما يلي:

- الصكوك عبارة عن ورقة مالية مباحة، في حين السندات ورقة مالية محرمة؛
- الصك يمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات في مشروع معين، في حين السند يمثل قرضاً في ذمة مصدره؛
- عوائد الصك ليست التزاماً في ذمة المصدر، وإنما هي ناشئة عن ربح أو غلة العقود التي بنيت عليها، بينما عوائد السندات فهي التزام من المقترض في ذمته.

■ خصائص صكوك الاستثمار الإسلامية

- بناءً على تعريف صكوك الاستثمار الإسلامية يمكن عرض أهم خصائصها فيما يلي:
- الصكوك تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات: فالصك الاستثماري يمثل حصة شائعة في ملكية أصول مالية أعياناً أو منافع أو خدمات ولا يمثل ديناً بفائدة لحامله في ذمة مصدره؛
 - الصكوك تصدر بفئات متساوية: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع، وذلك تيسيراً لشراء هذه الحصص وتداولها؛
 - ضبط الإصدار والتداول بأسس شرعية: الصكوك الاستثمارية تصدر من جهة مالكة لأصول مالية ترغب في بيعها واستيفاء ثمنها من حصيللة الاكتتاب؛
 - القابلية للتداول بما أن صكوك الاستثمار الإسلامية عبارة عن أوراق مالية فهي بطبيعة الحال قابلة للتداول سواء كان التداول بيعاً أم هبة أم رهناً، كما أنه يخضع لقانون العرض والطلب، ولا يكون إلا بعد قفل باب الاكتتاب وتوجيه حصيلتها إلى الغرض الذي أصدرت من أجله؛
 - تفوت آجال استحقاقها: إذ قد تصدر الصكوك لآجال محددة متفاوتة، وقد تصدر دون تحديد الأجل في بعض الحالات، وذلك حسب طبيعة العقد، فمثلاً نجد أنه في صكوك الإجارة المنتهية بالتملك تكون محددة بمدة الإجارة بينما لا نجد في أجل محدد في صكوك المضاربة إنما يتم استردادها وقت انتهاء المشروع الممول؛
 - العمل بمبدأ الغنم بالغرم: الذي يعني أن من ينال نفع الشيء يتحمل ضره (خيره وشره)، فحملة الصكوك يتشاركون في غنم (العائد) الأصل المالي أو المشروع أو النشاط الذي تم تمويله ويتحملون الغرم، أي مخاطر استثمار هذا الأصل أو المشروع أو النشاط؛

■ أنواع صكوك الاستثمار الإسلامية

- تتعد صكوك الاستثمار الإسلامية بحسب المعايير المستخدمة في تصنيفها، ولعل من أهم المعايير المستخدمة لهذا الغرض نجد معياري الملكية والمديونية، وهي التي سننتمد عليها في تحديد أنواع صكوك الاستثمار الإسلامية في هذه الورقة البحثية.
1. **الصكوك القائمة على أساس الملكية:** إذا ما تم إصدار الصكوك على أساس مشروع قائم أو على أساس مشروعات تجارية أو صناعية أو زراعية جديدة، فإنه ينبغي أن تمثل هذه الصكوك ملكية تامة لحملتها في موجودات حقيقية لذلك المشروع وذلك وفق صيغ التمويل الإسلامي القائمة على أساس الملكية أو المشاركة في عائد الاستثمار وهذا من خلال صكوك المشاركة أو المضاربة أو الصكوك الزراعية.
 - **صكوك المضاربة (المقارضة):** تعد صيغة المضاربة من أساليب الاستثمار المهمة في النظام المالي الإسلامي، إذ أن هذه الصيغة تتميز بكفاءة وفعالية عالية، وتعمل على تجميع المدخرات ووضعها في أيدي أصحاب الكفاءة والمهارة بهدف تنميتها⁹. أي أنها شركة بين العمل ورأس المال، يتفقان على اقتسام الأرباح وفقاً لما يتقرر في العقد أما في حالة الخسارة فيتحملها صاحب رأس المال باعتبار أن صاحب العمل قد خسر جهده. وانطلاقاً من هذه الصيغة فقد تم استحداث

صكوك المضاربة التي تعرف على أنها الوثائق المتساوية القيمة والصادرة بأسماء المكتتبين فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المتحققة في المشروع المستثمر فيه، وذلك حسب النسب المعلن عليها¹⁰. ويمكن إصدار صكوك المضاربة بعدة أنواع من حيث الإطفاء أو الاستهلاك بحيث تناسب كل نوع من أنواع المشروعات كصكوك المضاربة المستردة تدريجياً وصكوك مضاربة مستردة في آخر المشروع وصكوك مضاربة منتهية بالتملك. كما أنها تنقسم إلى صكوك مضاربة مطلقة يكون فيها للمضارب الحق المطلق في التصرف بحصيلة الاكتتاب، وصكوك مضاربة مقيدة لا يحق فيها للمضارب الخروج عن المجال المحدد للاستثمار وإلا اعتبر تعدياً¹¹.

- **صكوك المشاركة:** عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع استثماري، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار"¹²، وتصدر صكوك المشاركة بعدة صور أهمها: صكوك المشاركة المنتهية بالتملك حيث ينتهي المشروع بتملكه لحملة الصكوك، وصكوك المشاركة المستمرة أي تكون مستمرة حتى نهاية عمر المشروع، وصكوك المشاركة المؤقتة أي يمكن استرداد القيمة الاسمية لها إما عن طريق التدرج، حيث يحصل حملة الصكوك على أجزاء من القيمة الاسمية للصكوك في فترات توزيع الأرباح، حتى تسترد القيمة الاسمية لها بالإضافة إلى الأرباح؛ أو عن طريق تعيين زمن محدد: حيث يحصل حملة الصكوك على القيمة الاسمية في تاريخ محدد، يصفى فيه المشروع وتوزع العوائد وينتهي بذلك المشروع.¹³

- **صكوك المزارعة:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح حملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد. تمثل هذه الصكوك بعد فقل باب الاكتتاب وبداية الاستثمار والصرف على المحاصيل حصصاً شائعة في موجودات المزارعة والمحاصيل منذ خروجها وحتى جنيها ثم بيعها وقسمة ثمنها بين مالك الأرض وحملة الصكوك.

- **صكوك المساقاة:** تعرف بأنها وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح حملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد. وتشبه صكوك المساقاة صكوك المزارعة إلا أن حصيلتها موجهة للري وتهيئة شبكات المياه، فهي تمثل حصصاً شائعة في موجودات المساقاة من آلات ومعدات، ولحملة الصكوك حصة متفق عليها مما تنتجه الأرض من الثمار.

- **صكوك المغارسة:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح حملة الصكوك حصة في الأرض والغرس. فإذا كانت صكوك المزارعة عبارة عن تمويل لعملية زرع، فإن صكوك المغارسة تقوم على نفس الأساس غير أنها مرتبطة بغرس أشجار، في حين صكوك المساقاة فهي مرتبطة بالسقي والري.

2. **الصكوك القائمة على أساس المديونية:** تشترك الصكوك والسندات في كونها أدوات تمويلية، إلا أن الصكوك تتميز عن السندات في كون الأخيرة تمثل دينا في ذمة المصدر، أما الصك فعلى الرغم من كونه يمثل حصة شائعة في ملكية موجودات في مشروع معين إلا أنه لا يحق لحملة الصكوك أو لمصدروها في بعض الأنواع التصرف فيها بكل حرية، فمثلا صكوك السلم تمثل حصة شائعة في ملكية شائعة في رأس مال السلم إلا أنها غير قابلة للتداول، لهذا فهي تعتبر من قبيل الديون، وفيما يلي عرض لأهم هذه الأنواع.

- **صكوك المراجعة:** وهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك. والهدف من إصدار هذه الصكوك هو تمويل عقد بيع بضاعة مراجعة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالكة بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة الصكوك، تستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة.

- **صكوك الإجارة:** صكوك الإجارة هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة للتداول تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعاً رئيسياً لها. فهي إذن إما أن تكون صكوك ملكية الأعيان المؤجرة، أو صكوك ملكية المنافع وهي بدورها تنقسم إلى نوعين حالة وجود أعيان منافع أو تعلقها في الذمة، أو صكوك ملكية الخدمات والتي تتفرع إلى حضور خدمات أو تعلقها في الذمة¹⁴ ¹⁵. وتتميز صكوك الإجارة بخصائص خاصة بما مقارنة ببقية صكوك الاستثمار الإسلامية أهمها: الاستقرار في السعر وثبات العائد حيث تعتبر عائداتها شبه مؤكدة ومضمونة، مما يجعل استقرارها يصل إلى درجة الثبات في كثير من الأحيان.

- **صكوك السلم:** وهي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم والغرض منه تمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل وبعد ذلك يتم بيعها والعائد على الصكوك يتمثل في الربح الناتج عن البيع، وهي غير قابلة للتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، يعني ذلك استلام السلعة وقبل بيعها، فهو عقد بيع يعجل فيه الثمن، ويؤجل فيه المبيع فهو بذلك يبيع آجل بعاجل¹⁶. يقوم المصرف بإصدارها ويدعو المستثمرين للاكتتاب فيها، حيث يقوم المصرف بشراء سلع سيتم استلامها في المستقبل ومن ثم بيعها، والأرباح المتحققة من ذلك يتم اقتسامها بين المستثمرين والمصرف وفقاً للأسس المثبتة في نشرة الإصدار الخاصة بذلك.

- **صكوك الاستصناع:** وهي بمثابة بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، وتطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة هذه الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك مضافاً إليها لربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة البضاعة وثن البيع¹⁷، وهذه لا يجوز تداولها مثلها مثل صكوك السلم.

المحور الثاني: دور صكوك الاستثمار الإسلامية في تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي

ما لاشك فيه أن الأهمية الأولى لصكوك الاستثمار الإسلامية هو انضباطها للقواعد الشرعية وبالتالي الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي، وهذا ما ينجر عنه تهيئة المناخ لتطوير سوق مالي إسلامي بالإضافة إلى اجتذاب الأموال الباحثة عن الاستثمار الحلال¹⁸؛ وبالتالي يرتبط دور هذه الصكوك في تهيئة مناخ مالي ملائم بأهميتها سواءً فيما يتعلق باستخدامات هذه الصكوك على المستويين الكلي والجزئي، أو بآليات التعامل فيها.

■ استخدامات الصكوك الاستثمارية الإسلامية وأهميتها في تطوير السوق المالي الإسلامي

لصكوك الاستثمار الإسلامية أهمية كبيرة، إذ تستخدمها السلطات النقدية من أجل التحكم في التوسع النقدي، بالإضافة إلى إمكانية اللجوء إليها من أجل تمويل المشاريع التنموية، وفيما يلي سنبين استخدامات هذه الصكوك على المستويين الكلي والجزئي وآليات التعامل فيها.

- استخدامات صكوك الاستثمار الإسلامية في التمويل: تعتبر الصكوك المالية الإسلامية من أهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة، لصلاحيتها للتطبيق في أنشطة كثيرة تسد بها الحاجات التمويلية، ويلجأ إليها طالبي التمويل من الأفراد والشركات لعدة مزايا أهمها:¹⁹

- إن إصدار الصكوك أقل كلفة من إصدار الأسهم، لأن الأسهم يحصل حملتها على نصيب من الربح الناتج عن كامل نشاط الشركة، أما الصكوك فتدفع الشركة عليها عائدا مرتباً بأجرة أصل أو عائد مشروع بعينه؛

- يترتب على إصدار الأسهم دخول شركاء جدد في ملكية الشركة، وهذا يؤدي إلى اضمحلال سيطرة الملاك الحاليين على إدارة الشركة؛

- قد يؤدي إصدار المزيد من الأسهم من قبل الشركة إلى انخفاض قيمة أسهمها المتداولة في السوق لزيادة عدد المعروض منها، وهذا يلحق ضرراً بحملة الأسهم الحاليين؛

- تمتلك الشركات الكثير من الأصول الصالحة لأن تكون محلاً لإصدار الصكوك عن طريق البيع لحملة الصكوك ثم الاستحجار.

- استخدامات صكوك الاستثمار الإسلامية في الاستثمار: يلجأ كذلك أولئك الراغبين في استثمار فوائضهم المالية، وهم الشق الثاني من السوق المالية الذي في غيابه أو ضعفه لا يمكن قيام سوق مالية فعلية، إلى شراء هذه الصكوك من السوق لغرض الاستثمار، إذ تتيح لكثير من الأفراد الراغبين في الاستثمار قنوات شرعية يستطيعون من خلالها استثمار فوائض مدخراتهم عبر قنوات مأمونة حيث أن للمستثمرين تفضيلات لا تتحقق إلا في أوراق مالية ذات عائد شبه مضمون ومخاطر متدنية²⁰. كما تتيح الفرصة كذلك أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛ فضلاً عن قدرتها في المساعدة في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية.

- استخدام الصكوك في السياسات النقدية: تحتاج السلطات النقدية في كل دولة إلى وسيلة لتحقيق عدة أغراض منها سهولة انتقال الأموال فيما بين البنوك وسهولة التحكم في معدلات التوسع النقدي، وتعتبر الصكوك الإسلامية أداة للتحكم في السياسة النقدية، حيث يمكن للسلطات النقدية استخدام الصكوك في تنظيم النقود في السوق النقدية من خلال (إصدارها، شرائها، بيعها)، فتقوم الدولة ببيعها لامتناس النقد المتداول أو تخفيض العرض النقدي، وشرائها لزيادة العرض النقدي، مما يجعلها وسيلة جيدة لعلاج التضخم؛ كما يمكن تصميم أنواع من الأدوات المالية مختلفة الآجال، تقوم على نفس الأسس التي صممت عليها الصكوك يمكن تسميتها الصكوك المركزية، تتميز بالخصائص التالية:

- يصدرها البنك المركزي في الدولة؛
 - تباع للبنوك وللجمهور؛
 - توضع حصيلتها كودائع استثمارية لدى البنوك الإسلامية (على أساس المضاربة)؛
 - تصبح صكوك القراض المركزية تمثل حصصا في ملكية موجودات وبذلك تصبح قابلة للتداول؛
 - من أجل ضمان حقوق حملة الصكوك يقوم البنك المركزي بتأسيس هيئة خاصة مستقلة، حيث يقوم بإدارتها ممثلين عن كبار حملة الصكوك؛
- وبالتالي تصبح صكوك القراض المركزية أداة مالية قصيرة الأجل تستخدم لنقل الأموال فيما بين البنوك، كما يمكن استخدامها كأداة مالية طويلة الأجل وذلك من خلال استثمار الأموال المجمعة عن طريق مؤسسات التمويل الإسلامي.
- كما أن البنك المركزي يستطيع استخدام هذه الصكوك كأداة للتحكم في معدلات التوسع النقدي كما يلي:
- في حالة الرغبة في زيادة معدل التوسع النقدي، يقوم البنك المركزي بضخ الأموال في الاقتصاد عن طريق شراء كمية من الصكوك من الهيئة الخاصة، وبالتالي تقوم الهيئة بوضع الحصيلة تحت تصرف البنوك الإسلامية لاستثمارها مباشرة في الاقتصاد؛
 - في حالة الرغبة في خفض معدل التوسع النقدي، يقوم البنك المركزي ببيع كمية من الصكوك التي يحتفظ بها لديه إلى الجمهور لكي يمتص جزء من السيولة المتداولة.
- استخدام الصكوك في السياسات المالية والتنمية: تقدم الصكوك للجهات الرسمية كأداة مساعدة في ترشيد الإنفاق الحكومي، إذ تعتبر الصكوك الاستثمارية إحدى أدوات معالجة عجز الموازنة العامة، كما تلي احتياجات الدولة في تمويل البنية التحتية والتنمية وبالأخص المشروعات ذات الآجال الطويلة والمردود القليل، مما لا تسعى له المؤسسات التجارية، حيث تعتبر بديلا للاقتراض (الدين العام) وسندات الخزينة²¹؛ وعموما يمكن الاستفادة من صكوك الاستثمار الإسلامية من خلال إتباع الخطوات التالية:
- يقتصر استخدام الإيرادات الضريبية على تمويل الأنشطة غير المدرة للدخل، مثل الدفاع والأمن وتنظيم وإدارة المرافق والخدمات العامة²²؛

- تمويل الخدمات العامة ذات الأولوية، كالتعليم والصحة من خلال أنواع معينة من الصكوك (المنافع)؛
- أن تقوم مؤسسات القطاع العام وغيرها من المؤسسات التي تنتج سلعا ذات أهمية اجتماعية بإصدار صكوك لجمع الأموال واستخدامها في تمويل احتياجاتها من رأس المال العامل، أو توسيع نطاق نشاطها، وتتيح هذه الصكوك لحملتها المشاركة في أرباح شركات القطاع العام، كما تتيح لهم مرونة كافية من خلال القدرة على تداول الصكوك في السوق الثانية؛

- تمويل المشروعات الكبرى في مجالات البنية التحتية الأساسية كالطاقة والاتصال والمواصلات، عن طريق إصدار الصكوك واستخدام حصيلتها لتأسيس الشركات التي تقوم بتنفيذ تلك المشروعات.

■ آليات التعامل في صكوك الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية

سنتعرض فيما يلي إلى الأسس التي تنظم إصدار وتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وتنطلق هذه الأسس والقواعد من مقاصد وأحكام الشريعة، حيث يمثل الإطار التشريعي عاملاً حيوياً للتوسع في سوق المال الإسلامي وتطوره، نظراً لما يوفره من حماية وضبط للمعاملات، ويتيح جذب المتعاملين الجدد والراغبين في استثمار أموالهم في أوجه مشروعة.

- إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية: بما أن الصكوك الاستثمارية الإسلامية من الأوراق المالية، فإن إصدارها يكون في السوق الأولى وذلك بغرض طرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ويكون ذلك وفق عقد من عقود الاستثمار الشرعية، فهي تصدر على أساس صيغة من صيغ التمويل الإسلامية. وتشمل عملية إصدار الصكوك خطوات أولية ترتب أو تنظم الإصدار، وليس بالضرورة أن يتم الترتيب في هذه الخطوات أو تتم كلها، وهي تشمل:²³

- **الخطوة الأولى:** إعداد تصور حول آلية الاستثمار الذي سيكون بواسطة الصكوك ودراسة كل المسائل القانونية والإجرائية وكذلك دراسة الجدوى، وتضمن كل ذلك في نشرة الإصدار، وفي الغالب تستعين الجهة الراغبة في الإصدار بمكتب خبرة ودراسات، كما يتم اللجوء إلى هيئات شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للسلامة من المخالفات الشرعية؛

- **الخطوة الثانية:** تمثيل حملة الصكوك (المستثمرون) وذلك من أجل حماية حقوقهم؛

- **الخطوة الثالثة:** طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال؛ وهنا يقع على الجهة المصدرة أن تلتزم بنظام الإدراج لصكوكها بدأ بالتقدم بطلب إلى الهيئة لإدراج تلك الصكوك في إحدى الأسواق المالية المرخص لها من قبل الهيئة، مع ضرورة استيفاء شروط الإدراج المحددة سواء ما تعلق بالأوراق المصدرة أو بالشركة المصدرة وفق جملة من الإجراءات الترتيبية والتنظيمية التي لا تهدف إلى إعاقه عمل السوق وإنما بهدف ضمان سلامة التعامل وحقوق كل الأطراف المتعاملة.²⁴

- **الخطوة الرابعة:** تسويق الصكوك، ويكون ذلك إما عن طريق اتصال مباشر مع الجمهور أو عن طريق مؤسسة وساطة (قد تتعهد بالتغطية: أي شراء ما تبقى من الصكوك).

- تداول صكوك الاستثمار الإسلامية ودورها في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية: إذا كانت السوق الأولى يتم فيها الإصدار فإن التداول يكون على مستوى السوق الثانية، وإذا كان إصدار الصكوك يخضع لضوابط وأحكام شرعية وله دوره في خلق المناخ المناسب لسوق مالي إسلامي ناجح فإن التداول هو الآخر له أحكام وقواعد تضبطه وتدفع به نحو سوق مالي أكثر تطوراً وكفاءة. ويمكن توضيح ذلك فيما يلي²⁵:
- تحديد قائمة الصكوك الجائزة للتداول: وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ما يجوز وما لا يجوز تداوله بين مختلف الصكوك بهدف ضمان تنشيط سوق التداول من جهة واستمرارية سوق الإصدار من جهة أخرى، وذلك من خلال مراعاة الضوابط الشرعية والكفاءة السوقية من حيث خضوع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون²⁶، كتعهد المصدر بشراء ما يُعرض عليه من صكوك بعد إتمام عملية الإصدار ولكن بسعر السوق وليس وعد بالشراء بالقيمة الاسمية؛
- الالتزام بالقوانين والتشريعات المنظمة لعمل السوق المالية الإسلامية: إن طرح هذه الصكوك للتداول في الأسواق الثانوية لا يكون بطريقة عشوائية إنما تضبطه قوانين وتنظيمات وقرارات لا بد من مراعاتها، فبالنسبة للصكوك الإسلامية القابلة للتداول والتي تكون مدرجة لدى السوق، وفق ما أشرنا إليه في النقطة السابقة، فإن تداولها جائزاً سواء من خلال السوق أو خارجه فإذا تم التداول خارج السوق وجب على المتعاملين المعنيين، وخلال يومي عمل من تاريخ التداول المعني، إخطار السوق بذلك التداول وتسجيله لدى السوق في سجل تخصصه السوق لهذا الغرض وسداد رسوم التسجيل المستحقة والتي تحددها الهيئة. ويعتبر أي تداول خارج السوق لصكوك إسلامية مدرجة لدى السوق باطلاً إذا لم يتم تسجيل التداول المعني.

المحور الثالث: واقع التعامل بصكوك الاستثمار الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية

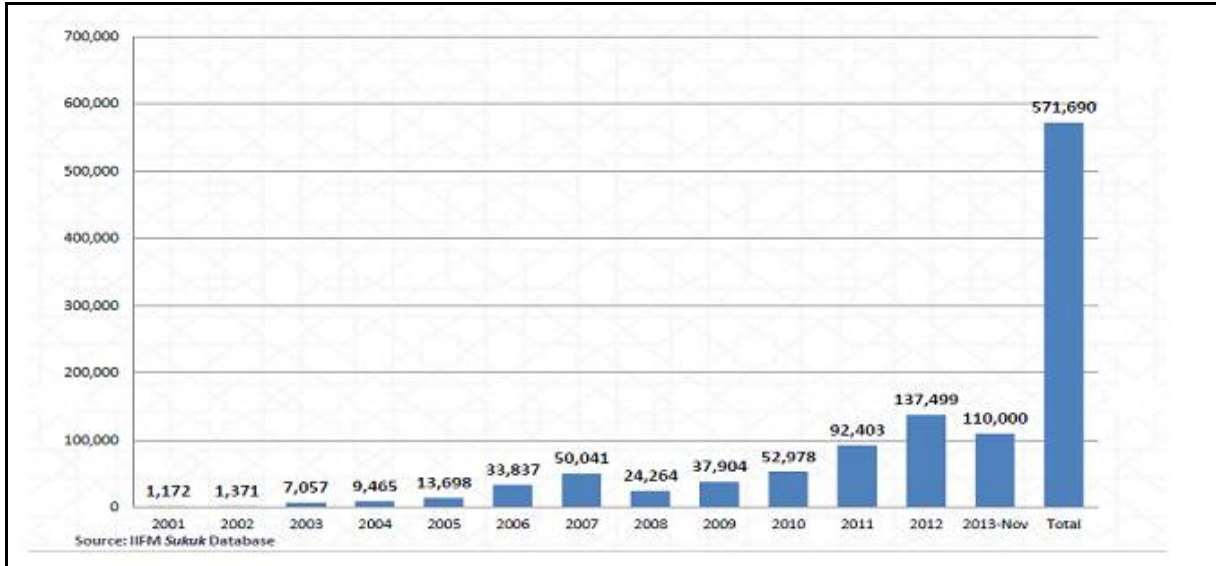
سنعرج في هذا المحور إلى واقع التعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المالي الإسلامي من حيث الإصدارات التي شهدتها ومساهماتها في تنشيط السوق المالي الإسلامي لاسيما ما عرفته بعض الدول مثل البحرين، الكويت، ماليزيا، السودان، قطر، الإمارات وغيرها.

■ حجم إصدارات صكوك الاستثمار الإسلامية

حققت سوق صكوك الاستثمار الإسلامية معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها وانتشارها بالرغم من التراجع الذي شهدته السوق المالية العالمية بسبب تداعيات الأزمة الأخيرة، حيث شهد حجم الإصدار رواجاً واسعاً منذ انطلاقه فبلغت قيمته 2,53 مليار دولار سنة 2004 لتصل إلى 10,65 مليار دولار سنة 2006، في حين بلغ حجم الإصدار لسنة 2007 ما يقارب 13,81 مليار دولار، نظراً لفائض السيولة الذي ظهر في المصارف الإسلامية نتيجة الطفرة النفطية التي عرفتها دول الخليج التي عملت على البحث عن فرص توظيف تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أما سنة 2008 فقد شهدت تراجعاً نسبياً في حجم الإصدار، وذلك بسبب انعكاسات الأزمة العالمية التي دفعت بالمستثمرين إلى الابتعاد عن

الاستثمار في الأدوات ذات العائد الثابت بما فيها الصكوك الإسلامية، ثم ارتفع حجم الإصدار مرة أخرى ليلعب ما قيمته 4,658 مليار دولار سنة 2010، وذلك بسبب زيادة المشاريع والبرامج الإنفاقية التي أطلقتها الحكومات، بالإضافة إلى التحسن الكبير الذي عرفته الصناديق السيادية وعودة الحركية لدى القطاع الخاص والتوجه نحو الصكوك الإسلامية، كما أن ما تم إصداره إلى غاية مارس 2011 يعادل نصف ما تم إصداره خلال 2010، فقد تجاوزت إصدارات الصكوك الإسلامية في الربع الأول من عام 2011 حوالي 26 مليار دولار موزعة على 160 إصدار، ووصل حجم الصكوك التي أصدرت على مستوى العالم الإسلامي نهاية عام 2013 استناداً إلى مصادر البنك الإسلامي للتنمية 229.4 بليون دولار أمريكي منها 4.8 بليون أصدرها البنك نفسه. ولدى البنك برنامج مقرر من مجلس محافظيه بالوصول إلى سقف 10 بلايين دولار .

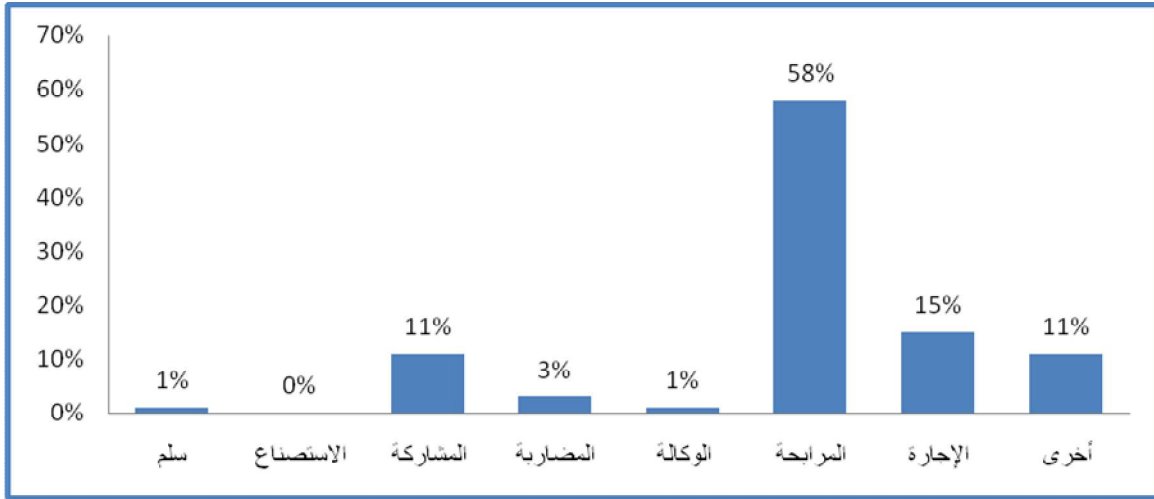
والشكل التالي يبين تطور حجم إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية في العالم إلى غاية نوفمبر 2013؛
الشكل رقم (1): حجم إصدار الصكوك في العالم خلال الفترة (2013/2001)



Source : Ijlal Ahmed Alvi, Sukuk Market Overview & Structural Trends, IIFM Industry Seminar on Islamic Capital & Money Market, international Islamic Financial market, Manama, Kingdom of Bahrain, 3rd December 2013,p9.

تطور إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب نوعها: تنوعت إصدارات صكوك الاستثمار الإسلامية في السوق المالية الإسلامية، حيث عرفت السوق نمواً وتطوراً من حيث أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة، على النحو الذي يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (2): توزيع الصكوك الإسلامية المصدرة حسب أنواعها خلال الفترة (2013/2011)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: (intrenational Islamic financial market, Sukuk réport, Acomprehensive study of the global Sukuk market, 3rd édition, Bahrain, p: 24.

إذ نلاحظ من خلال هذا الشكل أن صكوك المرابحة احتلت المرتبة الأولى مسجلة أهم ارتفاع شهدته صكوك الاستثمار الإسلامية، حيث بلغت نسبتها 58% من مجموع الصكوك المصدرة خلال الفترة 2013/2011، بعدما كانت لا تتجاوز 42% خلال الفترة 2010/2001، لتأتي صكوك الإجارة في الرتبة الثانية بنسبة 15% مسجلة تراجعاً قدره 4% مقارنة بالفترة السابقة (2010/2001) أين كانت في حدود 19%، في حين عرفت صكوك المشاركة انخفاضاً محسوساً إذ بلغت نسبتها 11% فقط خلال الفترة 2013/2011، في حين كانت نسبتها خلال (2010/2001) بينما تبقى نسب بقية أنواع الصكوك الأخرى ضعيفة مقارنة بالمذكورة منها.

تطور إصدارات الصكوك الإسلامية بحسب جهات الإصدار: من خلال الجدول رقم (1) الموالي يتضح أن هناك توجه كبير نحو اعتماد الصكوك كمصدر تمويلي مناسب، وإن كان ذلك بنسب متفاوتة، إذ تستحوذ الإصدارات السيادية على حصة الأسد من عمليات إصدار الصكوك، حيث بلغ حجمها 255506 مليون دولار خلال الفترة 2013/2001 بحوالي 1034 إصدار وهو ما يمثل نسبة 54%، ثم تليها إصدارات الشركات بنسبة 38%، بينما لم تتجاوز هذه النسبة 8% بالنسبة للإصدارات شبه السيادية.

جدول رقم (1) : توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية حسب جهات الإصدار خلال الفترة (2013/2001)

عدد الإصدارات	حجم الإصدارات (مليون دولار)	النسبة من إجمالي الإصدارات
1034	255506	54 %
2743	179416	38 %
98	37762	08 %
3875	472683	100 %

Source: international Islamic financial market, Sukuk report, A comprehensive study of the global Sukuk market, 3rd édition, Bahrain, p: 15.

تطور إصدارات صكوك الاستثمار الإسلامية حسب الدول: يبين الجدول الموالي نصيب عدد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية من الحجم الإجمالي لإصدارات صكوك الاستثمار الإسلامية خلال سنة 2012؛

جدول رقم (2) : توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول سنة 2012

ترتيب البلد	بلد الإصدار	قيمة الإصدار (مليون دولار)	النسبة المئوية (%)
1	ماليزيا	250935,90	62,274
2	الإمارات العربية المتحدة	38781,96	9,624
3	المملكة العربية السعودية	27300,85	6,775
4	السودان	27072,45	6,718
5	قطر	18407,50	4,568
6	اندونيسيا	16136,44	4,004
7	البحرين	6806,42	1,689
8	باكستان	6182,00	1,534
9	غامبيا	3881,74	0,963
10	الكويت	2538,00	0,629
11	تركيا	2511,00	0,623
12	سلطنة بروناي	2480,32	0,615
13	الدول الأخرى مجتمعة	1616,00	0,401
14	الولايات المتحدة الأمريكية	765,67	0,190
15	سنغافورة	416,95	0,103
16	المملكة المتحدة	265,42	0,065
17	اليمن	251,00	0,062
18	اليابان	100,00	0,024

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على عدد من المصادر المعتمدة في هذه الورقة البحثية.

- نلاحظ من خلال هذا الشكل أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى في سوق الصكوك الإسلامية سنة 2012، وذلك بنسبة 62,27%، ثم تأتي كل من الإمارات والسعودية بنسبة 9,62% و 6,77% على التوالي، بعدها تأتي السودان بنسبة 6,71%، ثم قطر واندونيسيا بنسبة 4,56% و 4%، كما بلغت الإصدارات في كل من البحرين وباكستان 1,68% و 1,53% على التوالي، والشيء الملف للانتباه هو تزايد اهتمام الحكومات في الدول غير الإسلامية بإصدار الصكوك المالية الإسلامية لقناعتها وإدراكها بأهمية هذه الصكوك في تنويع مصادرها التمويلية وتنشيط أسواقها المالية، حيث عرفت سوق الصكوك الإسلامية دخول متعاملين جدد هي الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 0,19% والمملكة المتحدة بنسبة 0,065% واليابان بنسبة 0.024%.

■ **تطور إصدارات صكوك الاستثمار الإسلامية المحلية والدولية:** يبين الجدولين التاليين تطور صكوك الاستثمار الإسلامية بشقيها الدولية والمحلية في عدد من دول العالم مبنية في ثلاث فئات هي دول شرق آسيا ودول الخليج العربي والشرق الأوسط ودول إفريقيا ودول أوروبا وبقية العالم، وذلك من خلال إظهار تطور عددها وقيمتها بالمليون دولار؛

جدول رقم (3): تطور إصدارات الصكوك الإسلامية الدولية في عدد من الدول خلال الفترة (2001/2013)

النسبة المئوية (%)	قيمة الإصدارات (مليون دولار)	عدد الإصدارات	بلد الإصدار
دول شرق آسيا			
12,4	9677	19	ماليزيا
4,004	3131	4	اندونيسيا
0,77	600	1	باكستان
0,41	319	2	سنغافورة
0,25	196	2	هونغ كونغ
0,24	190	3	اليابان
18	14113	31	المجموع
دول الخليج العربي والشرق الأوسط			
44,1	34536	50	الإمارات العربية المتحدة
12,8	9990	15	المملكة العربية السعودية
9,8	7685	9	قطر
8,7	6780	93	البحرين
2,7	2127	13	الكويت
78	61119	180	المجموع
دول إفريقيا			
0,17	130	1	السودان
0,17	130	1	المجموع
أوروبا وأخرى			
2,5	1950	3	تركيا
0,77	600	2	الولايات المتحدة الأمريكية
0,36	282	3	المملكة المتحدة

0.10	77	1	كازاخستان
0,07	55	1	ألمانيا
0,00	1	1	فرنسا
4	2965	11	المجموع
100	78326	223	المجموع العام

Source: international Islamic financial market, Sukuk réport, Acomprehensive study of the global Sukuk market, 3rd édition, Bahrain, p: 19.

جدول رقم (4) : توزيع إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية حسب الدول خلال الفترة (2013/2001)

النسبة المئوية (%)	قيمة الإصدارات (مليون دولار)	عدد الإصدارات	بلد الإصدار
دول شرق آسيا			
79,8	314820	3026	ماليزيا
3,1	12029	146	اندونيسيا
1,5	6045	43	باكستان
1,0	3929	84	بروناي
0,05	192	5	سنغافورة
85,5	337015	3304	المجموع
دول الخليج العربي والشرق الأوسط			
2,1	8213	13	الإمارات العربية المتحدة
4,7	18712	26	المملكة العربية السعودية
2,4	9548	3	قطر
1,4	5675	173	البحرين
0,08	332	1	الكويت
0,03	119	1	الأردن
0,06	253	2	اليمن
10,9	42856	219	المجموع
دول إفريقيا			
3,4	13214	22	السودان
0,02	78	104	غامبيا
3,42	13292	126	المجموع
دول أوروبا وأخرى			
0,23	905	1	تركيا
0,04	167	1	الولايات المتحدة الأمريكية
0,03	123	1	ألمانيا
0.30	2965	3	المجموع
100	394358	3652	المجموع العام

Source: international Islamic financial market, Sukuk réport, Acomprehensive study of the global Sukuk market, 3rd édition, Bahrain, p: 21.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (3) أن الإمارات العربية المتحدة تحتل المرتبة الأولى عالمياً من حيث حجم الإصدارات الخاصة بالصكوك الاستثمارية الإسلامية الدولية بنسبة تقدر بـ 44,1% من مجموع الإصدارات العالمية بمبلغ يقدر بـ 34536 مليون دولار من خلال 50 إصدار خلال الفترة (2013/2001)، ثم تليها المملكة العربية السعودية بنسبة 12,8%، بينما تحتل ماليزيا المرتبة الثالثة عالمياً والأولى في شرق آسيا وفي الدول غير العربية بنسبة تقدر بـ 12,4%، وبمبلغ 9677 مليون دولار موزع على 19 إصداراً خلال نفس الفترة.

وما يلاحظ كذلك من خلال الجدول هو التوجه الملحوظ للعالم الغربي نحو الصكوك الاستثمارية الإسلامية حتى في تلك الدول التي حققت تطورات كبيرة في مجال التمويل والاستثمار وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وهذه علامة من العلامات الدالة على أهمية هذه الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية سواءً من حيث تحفيز جانب الطلب أو تنشيط جانب العرض.

ومن جهة أخرى يبين الجدول رقم (4) أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى عالمياً وبفارق كبير عن المرتبة الثانية حيث تقدر حجم إصداراتها من الصكوك الاستثمارية الإسلامية المحلية بأزيد من 79% من حجم الإصدارات العالمية في هذا المجال بأكثر من 3000 إصدار خلال عشرية من الزمن، وهذا ما منح سوقها المالية نشاطاً كبيراً وتنافسية عالمية.

الخاتمة:

استطاعت الصكوك الاستثمارية الإسلامية أن تحرز مكانة هامة ضمن الأدوات المالية الإسلامية، وتحقق نمواً كبيراً وفي أسواق رأس المال ليس في الدول الإسلامية فحسب بل امتدت لتشمل العديد من دول العالم، كما ساهمت في انتشار وتطور الصناعة المالية الإسلامية والتعريف بها عالمياً، إذ أدت إلى توسيع نطاق العمل بالمبادئ والقيم الإسلامية في المعاملات المالية، إلا أن هذا التطور تواجهه العديد من المصاعب التي تحول دون تحقيق الأفضل، لاسيما تلك المصاعب التي تواجهها نتيجة لعملها في بيئة تسودها المؤسسات المالية التقليدية. الأمر الذي يدفع إلى مزيد من الاهتمام بعمليات الابتكار المالي من أجل النهوض بالصناعة المالية الإسلامية وتحقيق المزيد من النجاحات، وذلك من خلال السعي لتطوير إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية لجذب المستثمرين الذين لا يزالون يجمعون عن التعامل بها، عن طريق تكثيف الجهود الإعلامية لنشر ثقافة الصكوك الإسلامية في داخل البلاد الإسلامية وخارجها من أجل استقطاب الأموال الإسلامية التي يتم استثمارها في الخارج، والعمل على توحيد جهود المؤسسات المالية الإسلامية في مجال الاستثمار عموماً وتنظيم وإصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية خصوصاً، للتغلب على مختلف المصاعب التي تواجهها.

الهوامش:

¹. لسوس مبارك، الإبداع المالي في المؤسسات بين الرغبة والرغبة، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول: الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، مخبر البحوث في الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب - البليدة، يومي 19/18 ماي 2011.

². أنظر: أسامة أحمد عثمان، الهندسة المالية والمخاطر الشرعية، في الموقع: <http://www.islamfingoo-forum.net/montada-f3/topic-t1476.html> (03/12/2010).

³. جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة، ج2: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومو، الجزائر، ط1، 2002، ص: 126.

- ⁴ . أنظر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ج1، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، د ت، ص: 14،15.
- ⁵ . فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية. مصر، 1998/1999، ص: 226.
- ⁶ . هاشم فوزري دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق، عمان الأردن، ط 1، 2008، ص: 23،24.
- ⁷ . حمد بن عبد الرحمن الجنيدل، إيهاب حسين أبودية، الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي، الجزء الأول، دار جرير، ط1، عمان - الأردن، 2009، ص35.
- ⁸ . منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، دار المعارف للنشر، الإسكندرية- مصر، 2003، ص21.
- ⁹ . قيصر عبد الكريم الهبتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها في الأسواق المالية، دار رسلان، ط1، دمشق- سوريا، 2006، ص78.
- ¹⁰ . حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، ط1، عمان- الأردن، 2011، ص127.
- ¹¹ . رشدي شحاتة أبو زيد، شركة المضاربة في أحكام الاقتصاد الإسلامي، دار الوفاء، ط1، الإسكندرية- مصر، 2008، ص140.
- ¹² . وليد خالد الشابيحي، عبد الله يوسف الحجى، صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الإمارات العربية المتحدة، المجلد الثالث، 2005، ص912.
- ¹³ . أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2005، ص45.
- ¹⁴ . هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم "17" صكوك الاستثمار الإسلامية، المنامة - البحرين، 2006، ص310.
- ¹⁵ . منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 28، فهرسة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، ط2، جدة، 2000، ص15،17.
- ¹⁶ . أحمد التيجاني عبد القادر، السلم بديل شرعي للتمويل المصرفي المعاصر، دار السداد، ط1، السودان، 2006، ص80.
- ¹⁷ . حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص128.
- ¹⁸ . سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية الأزمة - المخرج، دار الفكر العربي، ط1، القاهرة- مصر، ص190.
- ¹⁹ . المرجع نفسه.
- ²⁰ . المرجع نفسه.
- ²¹ . زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الوقف الإسلامي"، المؤتمر العالمي بعنوان: قوانين الأوقاف وإدارتها واقع وتطلعات"، الجامعة الإسلامية العالمية - ماليزيا، 20-22/10/2009، ص04.
- ²² . معبد الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 24-25/05/2010، ص327،329.
- ²³ . المرجع نفسه، ص51.
- ²⁴ . لبنى القاسمي، رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (93/ ر) بشأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية، المادة 4،5،2، أبو ظبي، 2005.
- ²⁵ . أنظر: لبنى القاسمي، رئيس مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (93/ ر) بشأن النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية، المادة 4،5،2، أبو ظبي، 2005.
- ²⁶ . المعيار الشرعي رقم (17)، مرجع سابق، ص318.