

أنواع الصكوك الإسلامية وطرق إدارة مخاطرها بالتركيز على السوق الماليزية

د. نصر الدين بن اعمارة- أستاذ محاضر - جامعة المسيلة
escaissa1@hotmail.fr

د. بدروني عيسى -أستاذ محاضر - جامعة المسيلة
ben_amar2006@ymail.com

ملخص

لم يكن النظام المالي العالمي جيد حتى يمكنه أن يقدم اليوم حلول للأزمات التي كان هو المتسبب فيها فكم هي الدول التي لجأت إلى الاستدانة لتمويل مشاريعها المختلفة في وقت كانت تعاني من عجز حاد في موازنتها العامة، متناسية في ذلك بأن أهم إستراتيجية لإدارة المخاطر هي توزيعها على شريحة واسعة من المستثمرين، ولذلك فلعل أهم سبيل للوصول إلى ذلك هو الأسهم أو الصكوك السيادية. أما الدين فهو واجب الدفع (مضمون)، أي أن الدولة تتحمل كل المخاطر لوحدها، إذا أليس هذا كاف ليكون التمويل عن طريق الصيغ التمويلية الإسلامية أحسن وأجود ما يمكن أن يحل المشاكل التي يتخبط فيها العالم. الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، مخاطر الصكوك، أنواع الصكوك.

Abstract

The global financial system never was well, so how it can today provides solutions to the crises that it was the cause of them. how many countries that were resort to borrowing to finance their various projects, and at the same time it was suffering from a severe deficit in the public budget, forgetting that the most important risk management strategy is to distribute the risk to a wide range of investors. So perhaps the most important way to reach that is shares or sovereign instruments.

The debt is payable (substance), meaning that the state bears all the risk, however to finance through Islamic financing formulas is the best and the finest who can solve the problems which the world-flops.

Keywords: Islamic Sukuk, Sukuk Risk, Types of Sukuk.

مقدمة:

يبرز التوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية مدى أهمية الدور الملحق على عاتق الهندسة المالية الإسلامية للتعامل مع إشكالية مخاطر تلك الصكوك سواء من خلال تجنبها أو توزيعها أو قبولها باعتبار أن المحافظة على المال وتنميته مقصد أساسي من مقاصد الاستثمار في الشريعة الإسلامية.

فسوق رأس المال الإسلامية تقدم فرصة استثمارية كبيرة لمجموعة كبيرة من المستثمرين، ذلك أنهم يسعون إلى تنوع محافظهم الاستثمارية مع الحرص على المنتجات التي تكون فيها المخاطر قليلة، وهو ما استطاعته سوق الصكوك الإسلامية. وبالرغم من الإنجاز الكبير الذي حققته الصكوك الإسلامية في السوق المالية، وبالرغم حجم إصدارات للصكوك، وكذا الطفرة الهائلة في تطورها واكتساحها للسوق المالية حيث بلغت ذروتها سنة 2012م بقيمة تجاوزت 82 مليار دولار، وقدر حجم إصدارها مع نهاية سنة 2014 بـ 116.5 مليار دولار، فإن هيكلة بعض منتجات هذه الصكوك وبحكم محاولتها إعمال بعض مكونات هيكلة السندات التقليدية بغرض تحقيق الفوائد التي سعت هذه السندات التقليدية إلى تحقيقها تعرض كثير منها للنقد من حيث التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية. وعليه فإن هذه الورقة ستحاول تسليط الضوء على أهم الإشكالات الشرعية والتحديات المتعلقة بإصدار الصكوك مع التركيز على أبرزها، كإشكالية ملكية حملة الصكوك، وإشكالية تحقق مقصود العقد في بعض أنواع الصكوك المرتبط بموضوع الصورية.

فالصكوك الإسلامية القائمة خلال سنة 2017 والبالغة قيمتها 367 مليار دولار أمريكي تصدر حالياً من عدد قليل من الأسواق الرئيسية في إصدار الصكوك وهي ماليزيا والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة وإندونيسيا، في حين أن دولاً أخرى مثل تركيا وباكستان ومناطق أخرى مثل أفريقيا على وجه الخصوص سوف تقوم بزيادة حصتها في السوق بشكل تدريجي خلال السنوات القادمة.

مما سبق، يمكن عرض إشكالية الورقة البحثية كما يلي:

ما هي الصكوك الإسلامية؟ وما هي المخاطر التي تواجهها؟ ومن هي أهم الدول التي تصدرها؟

أما محاور الورقة فستتناول الآتي:

- مفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصها، وأنواع الصكوك الإسلامية.
- التكيف الفقهي للصكوك الإسلامية.
- الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية.
- تطور التعامل بالصكوك الإسلامية على المستوى العالمي.
- مخاطر الصكوك الإسلامية، وأهم تحديات التعامل بالصكوك الإسلامية.

1- مفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصها:

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17 (صكوك الاستثمار) الصكوك على أنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله¹.

الصكوك الإسلامية هي أوراق مالية، تتفق مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم والإصدار. وتتميز عنها، في أنها أوراق مالية تلتزم أحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها. ويمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك الإسلامية في ما يلي²:

- تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.
- هي عبارة عن أوراق متساوية القيمة، تصدر باسم المالكها بفئات متساوية القيمة، لإثبات حق مالكها في الموجودات الصادرة بموجبها.
- تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعياناً أو منافعاً أو خدمات أو خليط منها، ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود؛ ولا تُمثل ديناً أو التزاماً في ذمة مصدرها.

- تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
- تعطي لحاملها الحق في الحصول على الأرباح إن وجدت، التي يحققها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع، عن الذمة المالية للجهة المصدرة له.
- تلزم صاحبها بتحمل المخاطرة الاستثمارية بنسبة ما يملكه، فهي تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.
- تستثمر حصيلة الاكتتاب فيها في مشاريع وأنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وتمر عملية طرح الصكوك بعدة مراحل، يمكن إيجازها في التالي:
- أ- المرحلة الأولى (الهيكلة): تقوم أساسا بتكوين وعاء استثماري من الأصول المباحة، وقد تكون هذه الأصول مصنفة اثتمانيا أو غير مصنفة، ثم تحويل هذا الوعاء إلى وحدات أو سندات وطرحها للمستثمرين، وتقوم هذه الإصدارات على أساس المشاركة في الربح المتوقع للمشروع، ومن أشكالها: صكوك المضاربة، صكوك الإجارة صكوك المشاركة، صكوك السلم وصكوك التنمية، والمستثمرون في هذه الإصدارات عبارة عن مساهمين برأسمال متغير يعامل من الناحية الشرعية والمحاسبية كجزء من رأس المال³.
- ب- المرحلة الثانية (تجزئة الأصول): ولأن في هذه المرحلة يتم التمييز في التجزئة بين قيمة الإصدارات وتاريخ استحقاقها، يتم تكييف وعاء الإصدار من حيث قيمة الإصدار ومدته للتوافق من احتياجات مختلف المتعاملين الراغبين في الاستثمار كما يتم توفير ضمانات كافية لسلامة أداء الأصول المكونة للوعاء الاستثماري، وذلك ليتمكن العميل من دراسة الضمانات التي تقلل من مخاطر أداء الأصل، وليتقاسم مع البنك عوائد هذه الأصول⁴.
- ج- المرحلة الثالثة (ما بعد الإصدار): وتتمثل في وجود سوق ثانوية للإصدارات المطروحة من خلال توفير آلية إعادة شرائها من العملاء بأسعار يعلن عنها كل أسبوع، مما يضيف صفة السيولة على هذه الإصدارات فيوفر لها الجاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين⁵.

2- أنواع الصكوك الإسلامية

نظرا لأن آلية إصدار الصكوك الإسلامية تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية، فإنه يمكن تصنيف تلك الصكوك إلى الآتي⁶:

* صكوك الإجارة: وهي تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات، وتنقسم إلى:

- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة
- صكوك ملكية المنافع، وتنقسم إلى: ملكية منافع الأعيان الموجودة، وصكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة.
- صكوك ملكية الخدمات، نوعان: صكوك ملكية الخدمات من طرف معين، وصكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة.
- * صكوك السلم: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.
- * صكوك الاستصناع: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك.
- * صكوك المرابحة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.
- * صكوك المشاركة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط، ويصبح المشروع أو موجوداته ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.
- * صكوك المضاربة: وهي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة الشرعية.
- * صكوك المزارعة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

* صكوك المساقاة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد.

* صكوك المغارسة: وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفي ما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

صكوك الوكالة: هي وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك.

3- التكييف الفقهي للصكوك الإسلامية:

حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 178 (19/4)، فإن⁷: التوريق التقليدي هو عبارة عن تحويلا لديون إلى أوراق مالية (سندات) متساوية القيمة قابلة للتداول، وهذه السندات تمثل دينا بفائدة لحاملها في ذمة مصدرها، ولا يجوز إصدار هذه السندات ولا تداولها شرعا.

إن التصكيك (التوريق الإسلامي) فهو إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون)، قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه، كما أن من خصائص هذه الصكوك:

- أنها تمثل حصصا شائعة في ملكية حقيقية.
- أنها تصدر على أساس عقد شرعي، وتأخذ أحكامه.
- انتفاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك المدير).
- أن تشارك في استحقاق الربح بالنسبة المحددة، وتحمل الخسارة بقدر الحصة التي يمثلها الصك، ويمنع حصول صاحبه على نسبة محددة مسبقا من قيمته الاسمية أو على مبلغ مقطوع.
- تحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
- تحمل الأعباء والتبعات المترتبة على ملكية الموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف استثمارية أو تغير في القيمة، أو مصاريف الصيانة، أو اشتراكات التأمين.
- إذا كانت مكونات الصكوك لا تزال نقودا، فتطبق أحكام الصرف.
- إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديونا، كما هو الحال فيبيع المرابحة، فيطبق على تداول الصكوك أحكام الدين، من حيث المنع إلا بالمثل على سبيل الحوالة.
- إذا صار مال الإقراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقا للسعر المتراض عليه، على أن يكون الغالب الحالة أعيان أو منافع، وفي جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصوليا في سجلات الجهة المصدرة.
- لا يجوز أن يتخذ القول بالجواز ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها، كأن يتحول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع، ويجعل شيء من السلع في الصندوق حيلة للتداول.

4- الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية:

تتمتع الصكوك الإسلامية بقدرة عالية على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات المجتمعية، وذلك لتنوع مدتها ما بين قصير، متوسط وطويل الأجل، وتنوع قيمتها المالية والأغراض التي تستعمل فيها، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في البورصة منعدمه.

كما تتمتع الصكوك الإسلامية بعدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة، فهي لا تتعامل به أصلا. كما أن الصكوك الإسلامية لا تتعرض لمخاطر التضخم، بل تتأثر بالتضخم إيجابيا، لأن هذه الصكوك تمثل أصولا حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار، مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك الممثلة لتلك الأصول⁸.

ومن جهة أخرى، فإن الاعتماد على مصادر الملكية في تمويل الاحتياجات المالية وربطها بالأصول الحقيقية يعتبر خياراً أمثلاً خاصة بالنسبة للدول النامية، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في هذا المجال، لأنها قادرة على تحقيق الغرضين معا وهما تعبئة الموارد، وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية، إذ أن التحدي الكبير والرئيس في مجال الصناعة المالية الإسلامية لا يكمن فقط في قدرة الابتكارات المالية على تعبئة الموارد المالية، وإنما في طريقة استخدام هذه الموارد، بحيث تقرب بين تلك الموارد وبين الهدف التنموي المنشود منها، وعليه فكفاءة استخدام الموارد المالية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد⁹.

كما أن تنوع الصكوك الإسلامية يجعلها تلائم العديد من القطاعات الاقتصادية المختلفة، فمثلاً صكوك المرابحة تلائم الأعمال التجارية، وصكوك السلم هي الأنسب لتمويل المشاريع الزراعية والصناعات الإستخراجية والحرفيين أما صكوك الاستصناع فهي تستخدم صكوك في تمويل قطاع الإنشاءات.

ولكن، فصكوك المشاركة هي الأكثر ملائمة لتمويل كافة أنواع الاستثمارات الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل سواء كان أعمال تجارية، زراعية أو صناعية،... الخ، وذلك لما تتميز به من مرونة أحكامها وإمكانية انعقادها في أي مجال. وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك المضاربة، إلا أنها تمتاز عن صكوك المشاركة في فصلها إدارة المشروع عن ملكيته.

والصكوك الإسلامية ليست حكرًا على الخواص فحسب، بل يمكن للدولة أن تصدر صكوك المشاركة لسد العجز في موازنتها واستثمار حصيلها في المشاريع المدرة للدخل، كمحطات توليد الكهرباء، الموانئ... الخ، كما يمكن تمويل العجز في الموازنة عن طريق إصدار الحكومة لصكوك المضاربة في المشروعات المدرة للربح، بحيث يتم تمويلها دون مشاركة أصحاب الأموال مشتر والصكوك في اتخاذ القرار الاستثماري والإداري للمشروع، بل تبقى الإدارة بيد السلطة الحكومية. كما يمكن للحكومات كذلك أن تواجه العجز في موازنتها بإصدار صكوك الإجارة وكذلك الحال بالنسبة لصكوك القرض الحسن، حيث يمكن للحكومة أن تستفيد منها في دعم عجز الموازنة.

أما عن دور الصكوك في حل مشكلة المديونية، والتي تكون ديوناً خارجية أو ديوناً داخلية في صورة قروض ربوية، فإنه بإمكان الدولة تحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة، تقديمها الدولة كخدمات التعليم والصحة، النقل، حيث يتم مبادلة القروض الربوية للمواطنين على الدولة، بما يقابل قيمتها من صكوك خدمات تقديمها الدولة مستقبلاً، كما يمكن مبادلة هذه الديون بصكوك استصناع سلع تنتجها الدولة، وبموجب تلك الصكوك يحصل حتمها على سلع بقيمة ما قدموه من قروض سابقاً¹⁰.

ومما سبق يظهر جلياً أن الصكوك الإسلامية تساهم بشكل كبير في القضاء على البطالة وزيادة مستوى التشغيل وتشغيل الأموال المعطلة، فهي تحقق رغبات كل من المستثمرين والمدخرين بحد سواء.

إذا، فالصكوك الإسلامية تعد أداة مهمة للوساطة المالية التي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، ذلك أنها مرتبطة باستثمارات حقيقية، وهذه الاستثمارات تعد بديلاً ناجحاً للاستثمار غير الحقيقي الناتج من الفائدة، الذي يزيد المرابين غنى والمقترض إيذاء وفقراً. فمن المعلوم للجميع أن التنمية الاقتصادية تتطلب وجود استثمار حقيقي يخدم العملية الإنتاجية بحسب ما تقتضيه المنظومة الاقتصادية، وبالشكل الذي يحقق أكثر مقاصد شرعية ممكنة، ولهذا يمكن القول إن اقتران الصكوك الإسلامية بمختلف فروعها مع التنمية مسألة بديهية، نظراً لوجود علاقة طردية قائمة على ذلك، حيث أن هذه الصكوك تمتلك مقومات التنمية الاقتصادية ومؤهلها المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية.

وفي هذا الإطار، تكون صيغة التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية، والتي يكون فيها سداد الأصل والحصول على الربح متوقف على نجاح المشروع، أقدر على تحقيق متطلبات التنمية من صيغ التمويل الأخرى القائمة على الفائدة المضمونة. فقاعدة الغنم بالغرم تجعل الجهة الممولة تبذل كل ما في وسعها أثناء الدراسة والتحليل والتقويم لاحتمالات نجاح المشروع، وبذلك تساعد العملاء على عدم الخوض في مشروعات لا تثبت جدواها الاقتصادية والاجتماعية.

كما أن الصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى، مثل مشروعات البنية التحتية، كالنفط والغاز والطرق والموانئ والمطارات وغيرها وكذلك لتمويل التوسعات الرأسمالية للشركات.

5- تطور التعامل بالصكوك الإسلامية على المستوى العالمي:

قد أشارت دراسات متخصصة إلى أن سوق الصكوك الإسلامية شهدت نموا كبيرا وسريعا خلال السنوات القليلة الماضية، خاصة بعد دعم ومساهمة جهات حكومية، الأمر الذي فتح أبوابا واسعة لانتشار هذه الأدوات المالية المبتكرة. كما أبدت المؤسسات المالية والمصرفية الغربية اهتماما ملحوظا بهذا النوع من الأدوات الاستثمارية¹¹. وقد تطوّرت الصكوك الإسلامية لتكون أداة فعّالة لإدارة رأس المال والنمو، حيث تزايد الطلب العالمي عليها كإحدى الأدوات المالية الإسلامية، التي تُسهم بصورة فعّالة في تمويل المشاريع الكبرى، خاصة مشروعات البنى التحتية. وشهدت إصداراتها عالميا نموا ملحوظا خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية. يمثل الجدول الموالي تطورات مبالغ الصكوك المالية الإسلامية بين سنتي 2008 و2016¹².

جدول رقم 1: يمثل تطورات مبالغ الصكوك المالية الإسلامية بين سنتي 2008 و2016

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المبلغ (مليار دولار)	20,0	35,0	45,1	85,1	131,2	119,7	118,8	63,3	72,7
نسبة الزيادة (%)	-	75,0	28,9	88,7	54,2	-8,8	-0,8	-46,7	14,8

Source: Nik Mohamed Din Nik Musa, (2015), "Role Of Islamic Finance In Infrastructure Financing", Bank Negara Malaysia Kuala Lumpur, p:11.

Ahmad Naqib. I, (2017), "RAM: Malaysia tops 2016 global sukuk market", available at: <http://www.theedgemarkets.com/en/node/329326> (accessed 7 January 2017)

حيث يظهر من الجدول أن هناك تطور ملحوظ لهذه الأداة التمويلية على المستوى العالمي، مما يعنى اكتسائها المكانة الرائدة بين أدوات التمويل العالمية الأخرى. والشكل الموالي يبين تطورات الصكوك الإسلامية بين سنتي 2008 و2016 (الوحدة مليار دولار).

والشكل رقم 1: يبين تطورات الصكوك الإسلامية بين سنتي 2008 و2016 (الوحدة مليار دولار).



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

ويمثل الجدول الموالي حصة إصدار الصكوك الإسلامية لبعض الدول من مجموع الإصدارات العالمية خلال سنة 2014¹³.

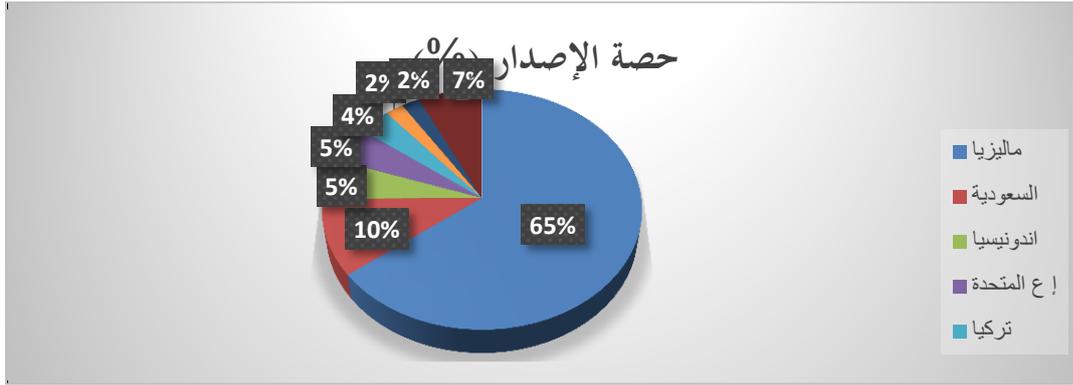
جدول رقم 2: حصة إصدار الصكوك الإسلامية لبعض الدول من مجموع الإصدارات العالمية خلال سنة 2014.

البلد	ماليزيا	السعودية	اندونيسيا	إع المتحدة	تركيا	البحرين	قطر	باقي العالم
حصة الإصدار (%)	64.6	10.3	5.4	5	3.6	2	2	7.1

يتضح من الجدول أعلاه أن أكبر سوق للصكوك المالية الإسلامية هو ذلك الموجود بماليزيا، حيث أخذت حصة الأسد في التعامل بهذا النوع من أدوات التمويل، كما أن عدد الدول التي تولي الأهمية البالغة للتعامل بالصكوك الإسلامية قليل، فماليزيا وحدها تستحوذ على أكثر من نصف حصة الصكوك الإسلامية الموجودة في السوق العالمية، ثم تليها السعودية بنسبة لا تكاد تتعدى 11%.

يمثل الشكل الموالي توزيع حصص إصدار الصكوك الإسلامية خلال سنة 2014.

الشكل رقم 2 : يمثل الموالي حصص إصدار الصكوك الإسلامية خلال سنة 2014.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

ومن الملاحظ أن الجزائر لم يرد اسمها ضمن هذه الدول، والتفسير لذلك هو أن الجزائر لم ترتق بعد لإتاحة الفرصة للتعامل بمثل هذه الأدوات، بالرغم من رغبة مجموعة من المصارف الإسلامية العاملة في الجزائر في إدراج الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية معترف بها قانونا.

كما يمثل الجدول الموالي تطور إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية خلال الفترة 2010 و 2016.

الجدول رقم 3 : يمثل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية خلال الفترة 2010 و 2016.

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المبلغ (مليار دولار)	32,8	60,9	97,1	82,4	77,9	30,4	29,9
نسبة الزيادة (%)	-	85,7	59,4	15,1-	5,5-	61,0-	1,6-

Source :Ahmad Naqib. I,(2017), "RAM: Malaysia tops 2016 global sukuk market", availableat: <http://www.theedgemarkets.com/en/node/329326> (accessed 7 January 2017).

والشكل الموالي يبين تطور نسبة التغير في إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية بين سنة 2010 و 2016.

الشكل رقم 3 : يبين تطور نسبة التغير في إصدار الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية بين سنة 2010 و 2016.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

مما سبق، يتضح أن هناك ارتفاعا مستمرا للإصدار العالمي والماليزي للصكوك الإسلامية إلى غاية 2012 وبداية من سنة 2013 بدأت الإصدارات تشهد انخفاضا طفيفا وصولا إلى سنة 2015 أين عرفت تراجعا كبيرا مقارنة بالسنوات السابقة، وبذلك يظهر أن ماليزيا تحتل مركز الريادة في سوق الصكوك، سواء من حيث قيمة الإصدار أو من حيث عدد الإصدارات.

يبين الجدول الموالي عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا مقارنة بالإصدارات العالمية خلال الفترة 2010-2014. الجدول رقم 4 : يمثل عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا مقارنة بالإصدارات العالمية خلال الفترة 2010-2014.

السنة	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الصكوك المصدرة عالميا	431	546	763	831	798
عدد الصكوك المصدرة في ماليزيا	308	413	573	641	521

Source :CIMB ISLAMIC (2016), "Malaysia Islamic Finance Report 2015", MainstreamingIslamic Finance within Global Financial Systems, p:321.

والشكل الموالي يبين عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا مقارنة بالإصدارات العالمية خلال الفترة 2010-2014. الشكل رقم 4 : يبين عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا مقارنة بالإصدارات العالمية خلال الفترة 2010-2014.



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم (4)

ويرجع النمو الهائل لحجم الإصدار العالمي للصكوك خلال الفترة من 2010 إلى 2014 ، إلى الانتعاش الذي شهدته الأسواق الرئيسية للصكوك بعد الأزمة المالية 2008 في كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة وكذلك تركيا واندونيسيا، كما تدعم سوق الصكوك ببعض الإصدارات في كل من المملكة المتحدة وهونغ كونغ والسنغال وجنوب إفريقيا ولوكسمبورغ، وقد حافظت ماليزيا على الصدارة من حيث حجم الإصدار نتيجة وجود قاعدة واسعة من المستثمرين المحليين فيها، إضافة إلى نجاح ماليزيا في جذب إصدارات الصكوك عبر الحدود وذلك بسبب تضافر جهود الحكومة والجهات التنظيمية لإيجاد العديد من الحوافز الضريبية والمالية فيما يخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية وإطار قانوني داعم من جهة وتمكن الصكوك المصدرة من تحقيق عوائد جيدة من جهة أخرى.

يمثل الجدول الموالي نسبة الصكوك الإسلامية المصدرة إلى إجمالي السندات خلال الفترة 2007-2015.

الجدول رقم 5 : يمثل نسبة الصكوك الإسلامية المصدرة إلى إجمالي السندات خلال الفترة 2007-2015.

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
نسبة الصكوك الإسلامية إلى السندات المصدرة (%)	76,4	27,5	32,0	32,4	35,7	51,1	54,9	53,4	43,6

Source : [http://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics/].

يمثل الشكل الموالي نسبة الصكوك الإسلامية المصدرة إلى إجمالي السندات خلال الفترة 2007-2015.

الشكل رقم 5 : يمثل نسبة الصكوك الإسلامية المصدرة إلى إجمالي السندات خلال الفترة 2007-2015.



المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على الجدول أعلاه.

يظهر مما سبق، أن إصدارات الصكوك الإسلامية تحتل مكانة مرموقة في السوق المالية، فنسبة إصدارها من مجموع السندات كانت خلال الفترة 2015-2007 في متوسط النصف، وهو مؤشر يدل على مدى أهمية هذا النوع من الأدوات التمويلية على المستوى العالمي.

6- مخاطر الصكوك الإسلامية:

بما أن الصكوك الإسلامية عبارة عن أوراق مالية، فهي بذلك تشارك الأوراق المالية في العديد من المخاطر، بالإضافة إلى المخاطر المتعلقة بالشريعة. ويمكن تقسيم هذه المخاطر إلى أربعة أنواع:

أ-مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية: يعد الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية من أهم وأسى مبادئ التعامل بالصكوك الإسلامية، لذلك فمخالفة هذا المبدأ يعد أكبر المخاطر التي يمكن أن تواجه هذه الأداة التمويلية. ولتجنب مثل هذه المخاطر، وجب على المؤسسات المالية الإسلامية تعيين هيئة للرقابة الشرعية، للإشراف على جميع الخطوات اللازمة للتعامل بالصكوك الإسلامية¹⁴.

ب-مخاطر الأصول التي يمولها الصك الإسلامي: يتم إصدار الصكوك الإسلامية بغية استعمال حصيلة الاكتتاب في تمويل أصول مختلفة، وبالتالي فهي تحمل في طياتها مخاطر تابعة للأصول التي مولتها، وهذه الأصول قد تكون عقارات، معدات وأدوات، أنشطة زراعية أو صناعية، خدمات أو مشاريع مختلفة¹⁵.

ج-مخاطر إدارة الصكوك الإسلامية: إن هذه الصكوك بحاجة إلى نوع خاص من المديرين، مثل التمكن من الشريعة الإسلامية، حتى يسهل اتخاذ القرارات الصائبة في الوقت المناسب. كما أن هناك مخاطر أخرى، والمتمثلة في سوء الإدارة، التعدي والتقصير من طرف القائمين على إدارة هذه الصكوك، وهذا يمكن أن يكون نتيجة نقص المراقبة والإشراف، لذلك فمن الضروري تعيين طرف مستقل عن الإدارة كأمين للاستثمار، دوره مراقبة أعمال الإدارة ومطابقتها للشريعة الإسلامية¹⁶.

د-مخاطر الحصول على العوائد: فيما حملوا هذه الصكوك ينتظرون العوائد، وأن هذه الأخيرة لا يوجد ما يضمنها في مثل هذا النوع من الأدوات التمويلية، وبالتالي يواجه المستثمرون في هذه الصكوك نوعين من المخاطر، هما خطر التأخر في الوفاء بتوزيع العوائد، وهذا ينعكس بشكل سلبي على قدرة الأصول على الوفاء، وعلى الثقة في صفقات إصدار الصكوك مستقبلاً، وخطر العجز عن الوفاء بسبب التعثر المالي أو الإفلاس¹⁷.

7- تحديات التعامل بالصكوك الإسلامية:

يعتبر التعامل بالصكوك الإسلامية ليس بالأمر الهين في أغلب دول العالم، وحتى الإسلامية منها، ويرجع ذلك لوجود عدة تحديات تكبح فكرة الصكوك الإسلامية من الانتشار في مختلف الاقتصاديات. ويمكن ذكر أهم التحديات في النقاط التالية:

التحديات القانونية والرقابية: فأول تحدي تواجهه فكرة التعامل بالصكوك الإسلامية، هو عدم اعتراف أغلب القوانين بمثل هذه الأدوات المالية، وبالتالي فكيف يستطيع المستثمر اعتمادها في محيط لا تتوفر فيه الظروف القانونية الملائمة، وخاصة أن المستثمر دائم البحث عن الضمانات القانونية لمختلف تعاملاته.

فمن المفترض أصالة في الجهات الرقابية والتنظيمية في الدول التي ترغب في إدخال سوق رأس المال الإسلامي في نظامها الرقابي، هو استعراض جميع أنظمتها الرقابية والقانونية لإدراج المتطلبات الشرعية ضمن هذه الأنظمة الرقابية والقانونية، وحتى الآن فما زالت بعض البيئات التنظيمية والرقابية في أغلب الدول لم تساعد في عملية إصدار الصكوك¹⁸.

أ-التحديات المتعلقة بالملكية¹⁹: إن أهم ما يميز الصكوك الإسلامية عن السندات كونها تمثل حصة شائعة في أعيان أو منافع أو خدمات أو مزيج منها؛ وعليه فإنها تحقق هذه الملكية بكل مقتضياتها من الغنم والغرم، وانتفاء ما يتعارض مع تحققها. ولكن، فهذه الملكية تبقى اسمية فقط، وليست ملكية حقيقية. فالملكية تنقسم إلى نوعين، ملكية اسمية وملكية نفعية.

فالملكية في الشريعة اختصاص حاجز شرعا يسوغ لصاحبه التصرف إلا لمانع، وتتحقق بملك العين والمنفعة معا وملك العين دون منفعة، وملك المنفعة دون العين، وملك الانتفاع؛ وعليه فالملكية النفعية أو العدلية تتفق وتعريف الملكية في الشريعة الإسلامية. فتطبيق هذا النوع من الملكية (الملكية النفعية) في بيئة قانونية لا تعترف بهذه الملكية يعد مخاطرة على المؤسسات المالية الإسلامية يجب تجنبها منه.

كما يجب الاحتراز من جعل الملكية النفعية مدخلا للتحايل على أحكام الشريعة الإسلامية وعلى القانون. فالواجب في المنتجات المالية الإسلامية مثل: الصكوك والأسهم والمرابحة والإجارة المنتهية بالتملك ونحوها أن تسجل بأسماء مالكيها الحقيقيين، وإذا لم تكن كذلك فتعد مخالفة شرعية، وحينئذ لا بد من توافر الشروط والضوابط الشرعية الآتية:

- ألا يكون ذلك من باب التحايل أو ذريعة للوصول إليه.
- ألا يترتب على عدم التسجيل ضياع حقوق المالكين الحقيقيين.
- أن يكون محلا لصك أو العقد قابلا للنقل محل القانون.
- ألا يترتب على عدم التسجيل حرمان المالك الحقيقي نتائج ملكيته من الربح أو الخسارة (الغرم بالغنم).
- يتبين أن الإصدارات التي لا تتحقق فيها الملكية الحقيقية المطلوبة شرعا ليست لكونها ملكية نفعية أو ملكية قانونية رسمية، وإنما ذلك راجع إلى وجود عدد من القيود أو الشروط التي قد تصل إلى تفرغ هذه الملكية من معناها الشرعي.
- ومع ذلك، فإن جملة من إصدارات الصكوك قد اشتملت مجموعة من القيود والشروط التي يمكن أن تؤدي -بعضها بالانفراد، وبعضها بالاجتماع- إلى تفرغ ملكية حملة الصكوك لأصولها وموجوداتها من محتواها، وجعل الملكية -المدعاة-لا يترتب عليها أثر حقيقي شرعا ولا واقعا في الحقيقية القانونية. ومن أمثلة ذلك:
- منع حملة الصكوك في التصرف في صكوكهم.
- في حالة تعثر المصدر عن دفع الصكوك، فليس الحق لحملة الصكوك الرجوع والتصرف في الأصول محل التصكيك.
- أن تكون موجودات الصكوك أصولا يمنع حملة الصكوك من تملكها قانونا أو عرفا تجاريا.
- ألا تفيد الصياغة القانونية لنشرة الإصدار وعقوده على نقل حقيقي لملكية الأصول إلى حملة الصكوك.
- أن يتم تقويم أصول الصكوك عند بيعها من حملة الصكوك بأضعاف قيمتها السوقية كذريعة للحصول على تمويل أعلى من القيمة السوقية للأصول محل التصكيك.
- وعليه، فتثور إشكالية ملكية حملة الصكوك للصكوك بسبب أن غالبية ما صدر من الصكوك تعد صكوكا قائمة على الأصول، أين ينص في نشرة إصدارها أن ملكية حملة الصكوك هي ملكية نفعية، أو أن نقل الملكية اسمي أو ينص فيها أن حملة الصكوك ليست لهم مصلحة في الأصول، أو ينص أنه عند تعثر المنثئ أو المصدر للصكوك عن دفع العوائد لا يجوز لحملة الصكوك التصرف في الأصول محل الصكوك.
- ب-التحديات العملية والفنية في إصدار الصكوك: إن من أهم التحديات العملية التي تواجه صناعة الصكوك تضارب الفتاوى وذلك على مستويات متعددة، كما يترتب على التعارض الكبير بين الفتاوى والاجتهادات الفقهية المعاصرة في المالية الإسلامية، دون تحقيق الحد الأدنى من التوافق إشكاليات متعددة (تسويقية، التقاضي في المحاكم المخاطر، التكاليف الإضافية).
- كما يوجد تحدي في إبداع واستحداث هياكل صكوك تجمع بين تمام استجماع الضوابط الشرعية وتلبية المتطلبات الفنية والتوافق مع القوانين والأنظمة في بلد الإصدار، مع كون الإصدار متوجها لتمويل مشروعات ذات نفع عام وقيمة اقتصادية مضافة.

ج- تحدي محدودية تداول الصكوك: فمن التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية محدودية تداولها في الأسواق المالية، حيث يفضل معظم المستثمرين شراء الصكوك والاحتفاظ بها لحين موعد استحقاقها، ونتج عن هذه الظاهرة عامل يؤثر على تداول الصكوك وهو عدم كفاية العرض بالمقارنة إلى الطلب، كما إن هذه الظاهرة تؤثر سلباً على سيولة الصكوك. ويلاحظ هذا في وجود فائض كبير في الاكتتاب بإصدار الصكوك. والعوامل المؤثرة على التداول لم تقتصر على المتطلبات الشرعية، بل تشمل حجم الصكوك في السوق وتكرارها ونوع المستثمرين ودرجة تقبلهم للمخاطرة ونظام التداول وغيرها. وتأثير هذه العوامل يختلف من سوق إلى آخر.

الخاتمة

تناولنا في هذه الدراسة موضوع الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل الاقتصاد، مع إعطاء بعض الإحصائيات للصكوك الإسلامية على المستوى العالمي ومقارنتها مع ماليزيا، كما تم الإشارة إلى أهم التحديات التي تحول بين النظري والتطبيق الفعلي للصكوك الإسلامية في مختلف الأسواق المالية العالمية. فحاولت هذه الورقة البحثية مناقشة هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة التي تمحورت حول الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. ولقد تبين من خلال هذه الدراسة أن الصكوك الإسلامية أداة تمويلية ناجحة في الاقتصاد، وتعتبر الصكوك من أهم مبتكرات الهندسة المالية الإسلامية لتحل بديلاً عن الأدوات المالية التقليدية. ومن خلال الورقة البحثية، يمكن استنتاج الاقتراحات التالية لتدعيم سوق الصكوك الإسلامية:

- ضرورة وجود بنى تشريعية تنظم عمل الصكوك الإسلامية.
- ضرورة وجود سوق ثانوي للصكوك الإسلامية.
- أهمية إجراء مزيد من الدراسات والأبحاث الاقتصادية التي تبين الفوائد الاقتصادية لإصدار هذه الصكوك.
- نشر الوعي والترويج للصكوك الإسلامية.
- ضرورة الالتزام بالقرارات الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي والمتعلقة بإصدارات الصكوك.
- ضرورة تبني هيئات ووزارات ومؤسسات حكومية عليا في الدول لإصدار هذه الصكوك ومنها وزارات المالية والبنوك المركزية ووزارات التجارة والصناعة ووزارات الأوقاف والشؤون الإسلامية ولجان الإفتاء الرسمية، وذلك لتشكيل لجنة عليا تكون من مهامها دراسة كل ما يتعلق بإصدار الصكوك وتسهيل مهمة هذه الإصدارات.

قائمة المراجع:

- 1- قنطقجي سامر مظهر، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار أبي الفداء العالمية للنشر، حماه، سوريا، 2010.
- 2- شريك رفيق، الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسعة المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية (التجربتين الماليزية والسودانية نموذجاً) مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 2013.
- 3- العمومري عبد الغني، صكوك الاستثمار الإسلامية أهميتها ومخاطرها، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 65، 2017.
- 4- تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، مجلة اتحاد المصارف العربية العدد 415، 2015.
- 5- صالح فتح الرحمان علي محمد، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008.
- 6- أبو غدة عبد الستار، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.
- 7- دوابه أشرف محمد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، كلية المجتمع، جامعة الشارقة.
- 8- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، المنامة، البحرين، دون طبعة، 2010.
- 9- قرار وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي (1403-1430 هـ / 1988-2009 م)، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي.
- 10- أبحاث مؤتمر الصكوك المالية الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2013.
- 11- محمود سحنون وشعيب يونس، مخاطر تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي، ملتقى دولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2012.
- 12- ندوة الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية، تونس، مارس 2015.

- 13- Nik Mohamed Din Nik Musa,(2015), "Role Of Islamic Finance In Infrastructure Financing", Bank Negara Malaysia Kuala Lumpur.
- 14- Ahmad Naqib. I.(2017), "RAM: Malaysia tops 2016 global sukuk market", available
- 15- CIMB ISLAMIC (2016), "Malaysia Islamic Finance Report 2015", MainstreamingIslamic Finance within Global Financial Systems.
- 16- <http://www.theedgemarkets.com/en/node/329326>.
- 17- <http://www.sc.com.my/data-statistics/islamic-capital-market-statistics>.

- ¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، المنامة، البحرين، دون طبعة، 2010، ص 438.
- ² فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008، ص ص 17-18.
- ³ سامر مظهر قنطقي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار أبي الفداء العالمية للنشر، حماه، سوريا، 2010، ص 438.
- ⁴ سامر مظهر قنطقي، مرجع سبق ذكره، ص 438.
- ⁵ سامر مظهر قنطقي، مرجع سبق ذكره، ص 439.
- ⁶ أشرف محمد دوايه، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، كلية المجتمع، جامعة الشارقة، ص ص 8-10.
- ⁷ قرار وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي (1403-1430 هـ / 1988-2009 م)، منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 412.
- ⁸ شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسعة المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية (التجربتين الماليزية والسودانية نموذجاً) مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 2013، ص 333.
- ⁹ شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 333.
- ¹⁰ شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 335-336.
- ¹¹ أبحاث مؤتمر الصكوك المالية الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 2013، ص 3.
- ¹² تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، مجلة اتحاد المصارف العربية العدد 415، 2015، ص 107.
- ¹³ تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، مجلة اتحاد المصارف العربية العدد 415، 2015، ص 107.
- ¹⁴ عبد الغني العمومري، صكوك الاستثمار الإسلامية أهميتها ومخاطرها، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 65، 2017، ص 48.
- ¹⁵ عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، ندوة الصكوك الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 5.
- ¹⁶ محمود سحنون وشعيب يونس، مخاطر تمويل التنمية في الاقتصاد الإسلامي، ملتقى دولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2012، ص 14.
- ¹⁷ محمود سحنون وشعيب يونس، مرجع سبق ذكره، ص 15.
- ¹⁸ ندوة الصكوك الإسلامية بين الضوابط الشرعية والمتطلبات القانونية والمحاسبية، تونس، مارس 2015، ص 18.
- ¹⁹ المرجع نفسه، ص ص 25-38.