

سوق الصّكوك الإسلاميّة بين دوافع النّمو وعوامل المحدوديّة

The Islamic sukuk market between growth drivers and factors limiting

عبد القادر زيتوني^{1*}ab.zitouni@univ-chlef.dz ، جامعة حسيبة بن بوعلي (الشلف)،¹

تاريخ القبول:	تاريخ الإرسال:
<p>Abstract</p> <p>Our research paper was primarily concerned with reading the factors that created the reasons for the growth witnessed by the Islamic sukuk market and examining the reasons that prevented the increase in its size and the expansion of its trading on the other hand. After a brief and quick talk about the problem at hand and the importance of considering it, and a simplified presentation, supported by evidence and statistics, of the reality of the primary and secondary sukuk markets, and then an analysis of the developments of the two markets during the period 2001-2022 according to several considerations, based on the descriptive analytical and inductive approaches, the study concluded with the fact that despite The crowding and multiplicity of factors stimulating the growth and expansion of the primary market, but its size remained very weak compared to its traditional counterpart, and the second wing of the market, i.e. the secondary market, is less dynamic and effective compared to the first, as trading in it did not exceed two-thirds of the issues that were and are being completed (especially during the period 2001-2014), and this is despite their spread -</p>	<p>ملخص</p> <p>عُنيبت ورقتنا البحثية هذه، أساسًا، بقرأة في العوامل التي هيأت أسباب النّمو الذي شهده سوق الصّكوك الإسلاميّة وبحث الدواعي التي حالت دون تعاضم حجمها واتّساع تداولاتها من ناحية أخرى. وبعد حديث مختصر وسريع عن المشكلة المطروقة وأهمية النّظر فيها، وعرض مبسط، مدعوم بشواهد وإحصائيات، لواقع سوق الصّكوك الأوّلية والثّانوية، وتحليل من تمّ لتطورات السوقين خلال الفترة 2001-2022 وفقًا لاعتبارات عدّة، اعتمادًا على المنهجين الوصفي التحليلي والاستقرائي انتهت الدّراسة إلى حقيقة أنه رغم تزامم وتعدّد العوامل المحفّزة على نموّ واتّساع السوق الأوّلية إلا أن حجمها بقي ضعيفًا للغاية مقارنة بنظيرتها التقليديّة، وإلى أن الجناح الثّاني للسوق، أي السوق الثّانوية أقلّ حركيّة وفعاليّة مقارنة بالأولى حيث لم تتعدّد التداولات فيها ثلثي ما تمّ ويتمّ من إصدارات (خصوصًا خلال الفترة 2001-2014)، وهذا رغم انتشارها- أي الصّكوك- في الآفاق واستنثارها بحظوة الأفراد والمؤسّسات والحكومات، وقد كان ذلك نتاجا لعوامل عدّة كسيادة نمط الإصدارات القائمة على صيغ الدّين، وسيطرة وتسلّط طابع الاحتفاظ بالصّكوك لدى المستثمرين، محدوديّة الإصدارات المدرجة في التداولات... وما إلى ذلك مما تضمّنّه العرض.</p>

<p>that is, sukuks - in the horizons and their monopoly in the favor of individuals, institutions and governments, and this was the result of several factors such as the dominance of the type of issuances based on debt formulas, the dominance and dominance of the nature of holding sukuks with investors the limited issues listed in trading... and so on. That's what the offer included.</p> <p>Keywords: Sukuk; primary market; secondary market; financing; trading.</p> <p>JEL Classification Codes: G15.</p>	<p>الكلمات المفتاحية: صكوك، سوق أولية، سوق ثانوية، تمويل، تداول.</p> <p>تصنيفات JEL : G15.</p>
--	--

1. مقدمة

إنّ من حقيق القول أن ثمة تصاعداً غير منكور واهتماماً تنظيرياً وتطبيقياً مُنقطع التّظير بما بات يُعرف في ساحة التمويل الإسلامي المعاصر بالصّكوك الإسلاميّة، إذ لم يعد خافياً على أحد من العالمين الماليين ذلك التّطوّر الحثيث والحضور الباهر التي تشهده هذه الأخيرة في جميع أسواق المال الإسلاميّة خصوصاً وغير الإسلاميّة عموماً ولم يعد محجوباً على أحد من المحتقّين بحقل الماليّة الإسلاميّة حقيقة كونها أسرع قطاعات المال والأعمال الإسلاميّة نمواً وأكثرها طلباً في الوقت الرّاهن.

ولم يكن هذا التّمو وذاك الحضور غير المسبوق لتلك الأداة من صدّف القدر ولا من ضرب الحظ، بل تشهد الحياة الاقتصاديّة وتؤكّد وقائعها على أن ذلك قد كان نتاجاً لتفاعل جُملة عريضة من العوامل- الاقتصاديّة منها وغير الاقتصاديّة- ساندها في ذلك جليل الخصائص والسّمات التي حوتها، وعظيم الأُسس التي بُنيت عليها.

ولئن كان التّمو المطرّد الذي حقّقته الصّكوك الإسلاميّة على فناء عُمرها ومناوشتها بتحدّيات شرسة محلّ فخرٍ واعتزاز لدى المهتمّين بأسلمة المالية التقليديّة السّائدة، فإن ثمة قلقاً وهمّاً عميقاً لا يبرح- في كثيرٍ من الأحيان- يستعلي بضراوة شديدة- على اهتمامات أولئك العياري من المصلحين الجادّين إزاء تلك

الأداة، ومبعث ذلك القلق والهـم هو مشكلة محدودية سوقها الأولية التي لا تكاد تتجاوز 1% من حجم نظيرتها التقليدية، وضحالة سوقها الثانوية التي لم تتعدّ التداولات فيها نصف ما تمّ ويتّم من إصدارات، وذلك رغم انتشارها- أي الصّكوك- في الآفاق واستئثارها بحظوة الأفراد والمؤسّسات والحكومات، هذا ناهيك- وهو الأهم- عن تزامم العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية المحفّزة على نموّها واتّساعها.

أهمية البحث: يأتي بحث هذا الموضوع أساساً على خلفية إشكالية محدودية وظالة حجم سوق الصّكوك الإسلامية بجناحيها، وذلك في ظلّ كثرة وتعدّد العوامل الداعمة لنموّها واتّساعها. وفي نظرنا فإن الوعي بهذا الواقع والتوعية به من ثمّ هو أمرٌ من الأهمية بمكان مكين، إذ قد يستحثّ ذلك أهل العلم بالشأن المالي الإسلامي على صياغة جملة حسنة من الحلول والتدابير تُعين تلك السّوق- بجناحيها- على استيعاب كلّ ما يستجدّ من فرص النمو وتُسعفها في الوقت عينه على اتّقاء ما قد يتمخّض عن الحياة الاقتصادية من قيود ومثبّطات تحول دون حضورها المستمر وتطوّرها الدائم، ممّا يُثمر في نهاية المطاف سوقاً واسعة وعميقة قادرة على تحقيق مشروع الشهود الحضاري للأمة الإسلامية عامّة والتمكين الاقتصادي والمالي للسّواد الأعظم من أبنائها خاصّة.

أهداف البحث: تأسيساً على ما امتهد، فإن هذه الدراسة تروم جاهدة الوقوف على جملة العوامل التي كانت سنداً للنمو الذي شهده سوق الصّكوك، كما تسعى هذه الوريقة إلى بسط القول في أسباب ضحالة ومحدودية جانبي تلك السّوق. وهذا كله بغرض خلق فهم أفضل لهذه السّوق، ومساعدة صانعي السياسات لاتخاذ قرارات سليمة اتّجاه سوقها كونها قطاعاً مهماً جداً من قطاعات التمويل الإسلامي (فهـي المحرّك المفضّل لسوق رأس المال الإسلامي والقاطرة التي تقود عملية تطوير صناعة التمويل الإسلامي في الوقت الرّاهن).

مشكلة البحث: لئن أضحّت صناعة الصّكوك- بعد انتشارها في الآفاق، ومزاحمتها للأدوات المالية الرّبوية واستئثارها بحظوة الجمهور- صناعة شامخة في المضمار المالي، على فناء عُمرها، ولئن كان ما حقّقت من نموّ وحضور محلّ إشادة واهتمام، فإن ثمة قلقاً فكرياً مشروعاً يعترى الكثير من المراقبين، ومبعث ذلك القلق هو صعوبة استقراء وضعها المستقبلي لكون أن سوقها واقعٌ في مجال المحدودية والضحالة، وذلك في الوقت الذي

تحتياً لها من العوامل والأسباب ما يحتمل حقيقة معنى التّمو القوي والحضّور المستمر الدّائم. وإذ الأمر كذلك فإننا نتساءل عن طبيعة العوامل التي أعطت دفْعاً وزخماً لسوق الصّكوك؟ وعن الأسباب التي حالت دون تعاطف حجمها واتّساع تداولاتها؟. هذا تحديداً ما سنُعنى بالوقوف عليه في هذه الدراسة.

حدود البحث: اعتبار من أن الدّراسة التي بين أيدينا تتناول تشخيصاً لسوق الصّكوك الأوّلية والثّانوية فإنّها جاءت مُحاطة بإطار زماني ومكاني. فأما الإطار المكاني فيشمل الدول شهد فيها نشاط الإصدار أو التداول - أو هما معاً- حضّوراً. وأما الجانب الزّمني فيمتدّ من سنة 2001 إلى غاية نهاية عام 2022.

أقسام البحث: على هدي ما سبق، نرى أن نتناول الموضوع المبحوث في ثلاث محاور عرضها كالتالي:

2. قراءة في تطوّرات سوق الصّكوك الإسلاميّة

مما هو معلوم نظراً وعملاً أن سوق الأوراق الماليّة تنقسم من حيث وظائفها إلى قسمين أساسيين، سوق أوّلية وأخرى ثانوية. فأما الأوّلية فهي تلك السّوق التي يتمُّ فيها طرح الإصدارات الجديدة، وأما السّوق الثّانوية فيُراد بها تلك السّوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق الماليّة التي سبق إصدارها، ويُصطلح عليها بسوق التداول. وليس بمحجوبٍ على أحد حقيقة ارتباطهما الوثيق ببعضهما البعض، إذ ليس من حاجة إلى قيام سوق أوّلية في غياب سوق ثانوية، كما أنه ليس من داعٍ لقيام سوق ثانوية في ظلّ غياب سوق أوّلية. كما أنه لا يغيب عن أحد عظيم المزايا والمنافع التي تتولّد عن هذين السّوقين سواء للأفراد أو للمؤسّسات أو للاقتصاد برمته- الأمر الذي يحمل على النّظر فيما يُؤسّس لها ويُرسّخ تواجدتها ضمن الهيكل الاقتصادي لكلِّ بلد-. فأما الأوّلية فيكفي أن نستدلّ على أهمّيّتها انطلاقاً من وظيفتها الأساسيّة المتمثّلة في تجميع المدّخرات وتوجيهها مُباشرة نحو المشروعات الإنتاجية، وأما الثّانوية فيجزئ أن نستدلّ على عظيم منفعتها بإتاحتها الفرصة لبيع وشراء الحقوق دون المساس بأصل الثروة المتمثّلة في أصول المشروع (سمير عبد الحميد رضوان، 1996، ص 37-48).

لكن كنا قد سبقنا بالقول، في صدر الورقة، أن سوق الصكوك الإسلامية يشهد حضوراً باهراً ونموً غير مسبوق، فإن الاستدلال على حقيقة ذلك القول وبيان صحته يقتضي منا تحليل مسار تلك السوق ورصد المؤشرات الدالة على تطوره ونموه حقيقة. وقصد بلوغ هذا المرام فإننا نتندر إلى دراسة سوق الصكوك الأولية -على أن نبتع ذلك بدراسة شاملة للسوق الثانوية من بعد- من نواحٍ معينة وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2001 و2022.

1.2 سوق الصكوك الأولية (سوق الإصدار)

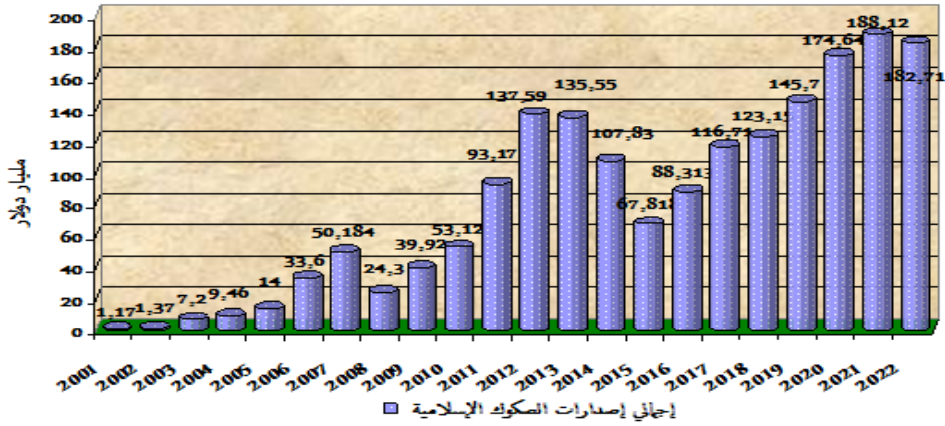
على الرغم من تعدد الاعتبارات التي في الوسع اعتمادها لتحليل تطورات السوق الأولية، فإنه ولضيق المقام سنحاول التركيز على منظورين اثنين فقط، حيث نعرض بداية الصورة العامة للسوق، ثم نتجه من بعد ذلك إلى تحليل تطورات هذا الأخيرة من حيث النوع- أي محلية ودولية- تحديداً.

1.1.2. الاتجاه العام لسوق الصكوك الأولية:

كما ذكرنا آنفاً فإنه وقبل أن نلج بشيء من التفصيل في عملية تحليل التطورات التي شهدتها سوق الصكوك الأولية وفقاً لاعتبار النوع، فإننا نرى من حسن التقديم أن نعرض صورة إجمالية لتطور إصدارات الصكوك الإسلامية، وعن مكانة صناعة الصكوك بشكل عام ضمن سوق الأصول الإسلامية.

فأما بخصوص الاعتبار الأول، فإنه وفقاً للشكل أدناه، واعتماداً على مؤشر معدل النمو، نستطيع القول على وجه العموم أن سوق الصكوك الأولية قد عرف نمواً غير مستقرٍ طوال فترة الدراسة، فتارة شهد نمواً إيجابياً قياسياً، وتارة أخرى سجل تدهوراً وانخفاضاً كبيراً. وعلى وجه التحديد، وبتركيز النظر على سنتي 2003 و2006 نجد أن إصدارات الصكوك قد تضاعفت بواقع 4 و1.4 مرة- تقريباً- على التوالي مقارنة بالسنة السابقة لها. وفي المقابل سجلت السوق ذاتها انخفاضاً معتبراً جداً خلال ثلاث فترات، أبرزها سنة 2008 بتراجع قدر بنسبة 52% تقريباً، وسنة 2015 بواقع تدهور فاق 37% مقارنة بقيمة الإصدارات المسجلة سنة 2014. أما بخصوص باقي الفترات فقد شهد سوق الإصدارات، غالباً، نمواً إيجابياً تباين معدله بين 31% و76%.

الشكل 01: التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية الإجمالية خلال الفترة 2001-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

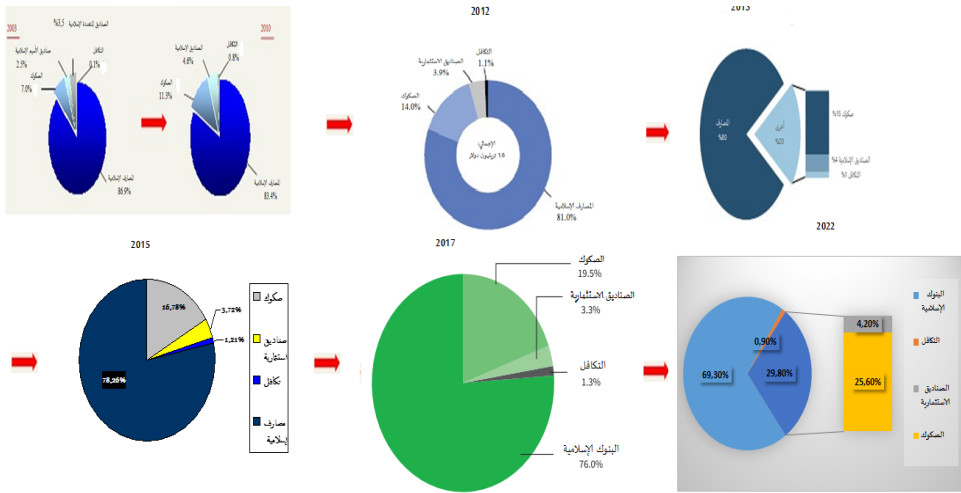
International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market', Sukuk Report, 12th Edition, 2023, p29.

وعن تفسير التطورات المسجلة في السوق، فإننا نزرع إلى القول- على نحو عام- بأن التغييرات الإيجابية- خصوصاً قبل عام 2008- قد تردّ بالأساس إلى تحسّن أسعار النفط- والتي نتج عنها وفرة في السيولة حملت مالكيها على البحث عن فرص لتوظيفها في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة- والنمو السريع للاقتصاديات النفطية خاصة الخليجية منها- والذي غالباً ما يدعم على نطاق واسع نمو الطلب على التمويل وكذا النمو في أسواق رأس المال-. وأما بخصوص التدهور المسجل خلال سنتي 2008 و2015، فإن الأول يرتبط بشكل كبير بتداعيات وانعكاسات الأزمة المالية العالمية، وبفضية عدم التوافق الشرعي لبعض إصدارات الصكوك الإسلامية التي أثارها هيئة المحاسبة والمراجعة، وأما الثاني فيعود جزء كبير منه إلى قرار توقّف المصرف المركزي الماليزي عن مواصلة نشاط إصدار الصكوك الاستثمارية قصيرة الأجل كما يرتبط بتدهور أسعار النفط (وبشكل قوي، خاصة بالنسبة للدول المصدرة للنفط) وتقلبات الاقتصادات الأسواق الناشئة. وبالنسبة للتطور الإيجابي المسجل خلال الفترة 2016-2020 فإن ذلك يُعزى إلى رغبة الاقتصاديات الخليجية خصوصاً- كما هو الحال بالنسبة للمملكة العربية السعودية والإمارات العربية- في الاستفادة من سوق الصكوك لتوفير تمويلات لمشاريع البنية التحتية وللمشاريع المتأخرة ولتلبية الاحتياجات

العامة للشركات ومُتطلّبات كفاية رأس المال بالنسبة للمصارف ومتطلّبات الميزانيّة والمالية السيادية، وأغراض إدارة السيولة...وما إلى ذلك.

وبالحديث عن الاعتبار الثاني، أي مكانة صناعة الصّكوك ضمن أصول التمويل الإسلامي، فإنه وفقاً للإحصائيات يُعتبر سوق الصّكوك أسرع أسواق الأصول الإسلاميّة نمواً. وعلى نحو من التفصيل، ووفقاً لما هو وارد في الشّكل أدناه نجد أن نصيب هذه السوق من إجمالي هذه الأخيرة خلال الفترة 2003-2010 قفز من 7% إلى 11.3%، في حين تراجع نصيب المصرفية الإسلاميّة -وهي أكبر سوق- من 86.9% إلى 83.4% خلال نفس الفترة. وعلى خلاف باقي الأسواق واصل سوق الصّكوك نموّه الإيجابي وبقوّة حيث ارتفعت حصّته من السوق الإجماليّة من 14% عام 2012، إلى 16.78% عام 2013 ثمّ إلى 19.5% نهاية عام 2017، لتصل إلى حدود 26% بحلول نهاية عام 2022.

الشكل 02: شكل يوضّح تطوّر سوق الصّكوك مقارنةً باقي أسواق الصّناعة الماليّة الإسلاميّة الأخرى



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مجموعة من التقارير.

وبطبيعة الحال فإن ذلك التّمو الإيجابي المستمر يعكس بشكلٍ واضحٍ أهميّة وجدوى أداة الصّكوك

لدى طائفة المستثمرين أفراداً ومؤسسات وحكومات.

2.1.2 تحليل تطوّرات إصدارات الصّكوك الإسلاميّة حسب نوع السوق:

تشوّف من طرفنا لهذا الاعتبار إدراك مدى القبول المحلّي والعالمي الذي يحظى به نشاط التصكيك الإسلامي. فبينما يعكس وجود إصدارات دوليّة للصّكوك- وبكمّ كبير- عالمية ذلك النّشاط وأهمّيته على المستوى الدولي- وربّما بدرجة أقلّ الرّغبة في تحصيل موارد من السّوق الدوليّة-، يعكس نمو الإصدارات المحليّة بدرجة كبيرة رغبة الاقتصاد المحلّي في الاعتماد بشكل أكبر على الموارد المحليّة لتمويل مُتطلّبات التنمية، وذلك اعتباراً من أن الهدف الأساسي لعملية التصكيك هو تعبئة المدخّرات لتمويل الأنشطة الإنتاجيّة، واعتباراً من أن التنمية هي البُغية والهدف الأوّل لجلّ الاقتصاديّات المصدرة للصّكوك الإسلاميّة.

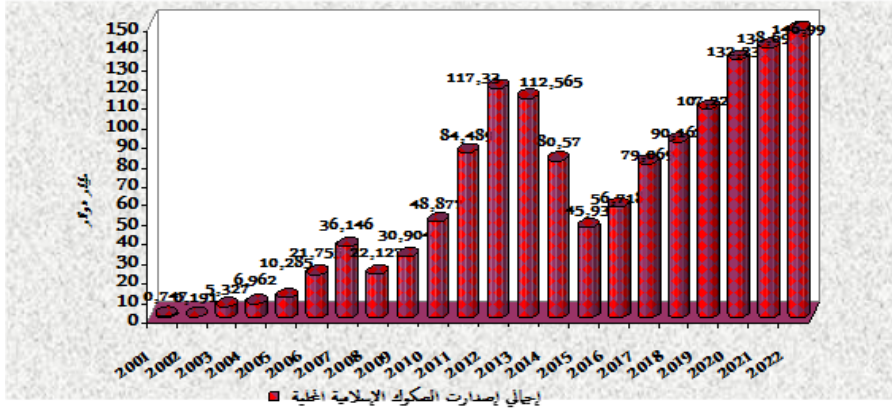
هذا باختصار وجه الدّلالة التي تتضمّنّها الإصدارات المحليّة والدّولية، أمّا عن وزن وأهمّيّة أحدهما مُقارنة بالآخر، فنقول أن كليهما على قدرٍ من الشّأن، فبينما تأتي الإصدارات المحليّة للصّكوك كاستجابة لتمويل متطلّبات التنمية التي تتطلّع إليها كلُّ المجتمعات التّامية بما فيها الإسلاميّة، فإن الإصدارات الدوليّة تأتي هي الأخرى كاستجابة لتطلّع الصّناعة الماليّة الإسلاميّة نحو العالمية والتدويل. ومع الإقرار بأهمّيّة هذا الهدف، فإننا نرّجح أولويّة الشّكل الأوّل من الإصدارات على التّمط الثّاني.

هذا، وللإشارة، فإن تمييزنا بين السّوقين سيتمُّ بناءً على عملية الإصدار. بمعنى أن الإصدارات المحليّة هي تلك الإصدارات التي تتمُّ بالعملة المحليّة، أمّا الإصدارات الدوليّة فهي تلك الإصدارات التي تتمُّ بالعملة الصّعبة.

🔴 التطوّر السنوي لإصدارات الصّكوك الإسلاميّة المحليّة خلال الفترة 2001-2022:

يقودنا فحص الشّكل أدناه إلى القول بأن سّوق الإصدارات المحليّة قد عرف بالمجمل نمواً غير مستقرّ طوال مسار التطوّر. فمن ناحية شهدت هذه السّوق نمواً إيجابياً غير مُنتظم خلال الفترة 2003-2007 والفترة 2009-2012 والفترة 2016-2022 تراوحت فيها معدّلات التغيّر الاعتياديّة بين 4% و73%. ومن ناحية أخرى سجّلت السّوق ذاتها تدهوراً في حجم الإصدارات، وقد ظهر ذلك بوضوح خصوصاً خلال سنتي 2008 و2015 حيث تراجعت الإصدارات بمستويات قياسيّة وصلت إلى 39% و43% تقريباً من حجم الإصدار السّابق لها، على التوالي.

الشكل 03: التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية المحلية خلال الفترة 2001-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, Op.Cit, p36.

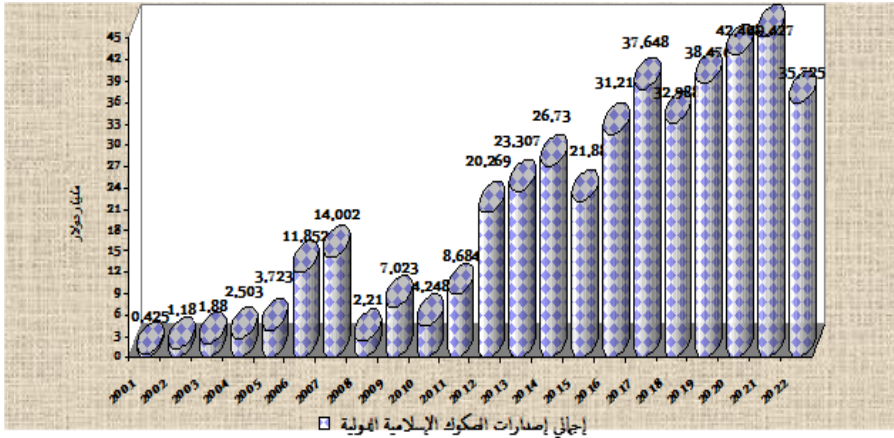
وعن تفسير التدهور المسجل، فإنه وبخصوص سنة 2008 فإن الأمر معلوم، حيث يعود ذلك إلى الاضطرابات التي سببتها الأزمة المالية العالمية في الأسواق المالية عامة. أما بخصوص التدهور الحاصل في سنتي 2014 و2015، فإن ذلك يرتبط بشكل أساسي بتراجع الإصدارات المحلية الماليزية -تعود قوة تأثير هذا التراجع إلى الهيمنة الكبيرة لماليزيا على سوق الصكوك، حيث تستأثر هذه الأخيرة على أكثر من 61% من مجمل الإصدارات المحلية-.

التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية الدولية خلال الفترة 2001-2022:

تقودنا الملاحظة الأولية أو الظاهرية للشكل أدناه إلى القول بأن سوق الصكوك الدولية شهدت في الغالب نمواً إيجابياً خلال العديد من فترات الدراسة كما هو الحال بالنسبة للفترة 2001-2007 والفترة 2011-2014 وكذا الفترة 2016-2017، بيد أن التّمو الحاصل لم يكن بمستويات مستقرة خاصة خلال الفترة الأولى، حيث تدلّ الحسابات على وجود طفرات في التّمو بين الفينة والأخرى، وهذا بخلاف الفترة 2012-2014 حيث يتبين لنا بالعين المجردة أن ثمة استقراراً في وتيرة تنامي حجم الإصدار وبشكل

كبير. وفي المقابل عرفت تلك السوق أيضا عدداً من الانتكاسات حدثت تحديداً خلال سنة 2008 و2010 و2015 و2022- غدّت هذه الانتكاسات بشكلٍ جزئي حالات عدم اليقين الاقتصادي وأدّت إلى إلغاء عددٍ من الإصدارات طويلة الأجل كما هو الحال بالنسبة لإصدار جنرال إلكتريك (قيمته 500 مليون دولار)، وإصدار حكومة دبي (قيمته 1250 مليون دولار)، وإصدار شركة الاستثمار السياحي الإماراتية (قيمته مليار دولار) إلخ.

الشكل 04: التطور السنوي لإصدارات الصكوك الإسلامية الدولية خلال الفترة 2001-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, Op. Cit, p34.

وعلى خلاف ما هو عليه حال سوق الإصدارات المحلية أين تستحوذ الإصدارات الماليزية على حصة الأسد منها، فإن دول مجلس التعاون الخليجي هي من تقود زمام الأمور في سوق الإصدارات الدولية، حيث تستأثر هذه الدول مجتمعة على حصة تفوق 46% من حجم الإصدارات في هذه السوق، تليها في ذلك منطقة آسيا بنسبة استحواذ تقترب من 15% من إجمالي الإصدارات، تستأثر منها ماليزيا لوحدها على نسبة 6.14%.

2.2 سوق الصكوك الثانوية (سوق التداول)

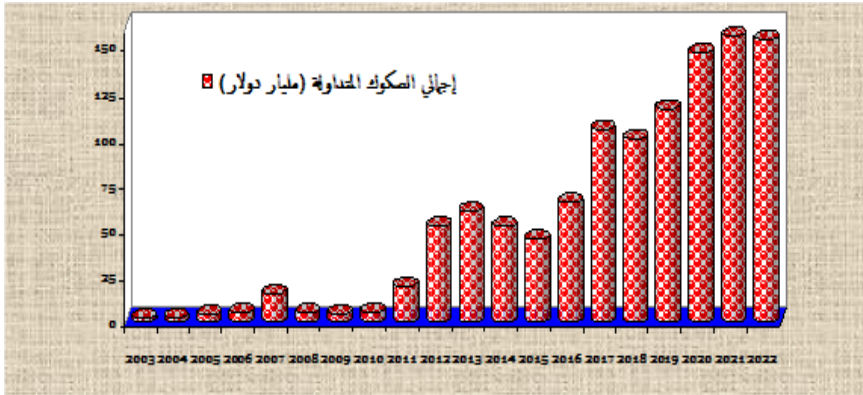
اهتداءً بما تقدّم، سنعمل في هذه الجزئية على تحليل التطوّرات التي شهدتها السوق الثانوية وفقاً

لاعتبارات عدّة، على أننا سنستبق ذلك- دائماً- بفحص الوضع العام لها.

1.2.2 رؤية مُجملة لسوق الصّكوك الثّانوي

بطرُق جانب التداولات فإننا نلفي أن السّوق الثّانوية للصّكوك قد شهدت تطوّرات غير مسترّة تماماً حيث تباينت معدّلات التطوّر بين الارتفاع والانخفاض الحاد والطّفيف-أنظر الشّكل أدناه-. فباستثناء الاستقرار النسبي الحاصل في السّنوات الثلاث الأوّلي، نلاحظ أن هذه السّوق سجّلت ارتفاعات قياسيةّ خلال عام 2007 و2011 و2012، حيث نما حجم المتداول من الصّكوك بمعدّل 223% و250% و171% على التوالي. وكتفسيرٍ لهذا الوضع فإن هذه الطفرات جاءت- في جانبٍ كبيرٍ منها- كنتيجة للإصدارات القياسيةّ التي شهدتها السّوق الأوّلية خلال تلك السّنوات مُقارنة بما قبلها، خاصّة خلال عامي 2011 و2012 (حيث غدّت الزيادة الحاصلة في الإصدارات السّنوية حجم التداولات السّنوية بمعدّل 72% و63% على التوالي).

الشّكل 05: التطوّر السّنوي لحجم الصّكوك الإسلاميّة المتداولة خلال الفترة 2003-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مختلف تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية.

وبالمقابل سجّلت السّوق الثّانوية أيضاً تدهوراً حصل في فترات كثيرة كان أبرزها ذاك التدهور الحاصل خلال عام 2008، حيث انخفض حجم المتداول من الصّكوك بمعدّل 70% ويُعزى ذلك بشكلٍ أساسي إلى التراجع الكبير لحجم الإصدارات في السّوق الأوّلية خلال تلك السّنة مقارنة بالسّنة التي سبقتها. أمّا

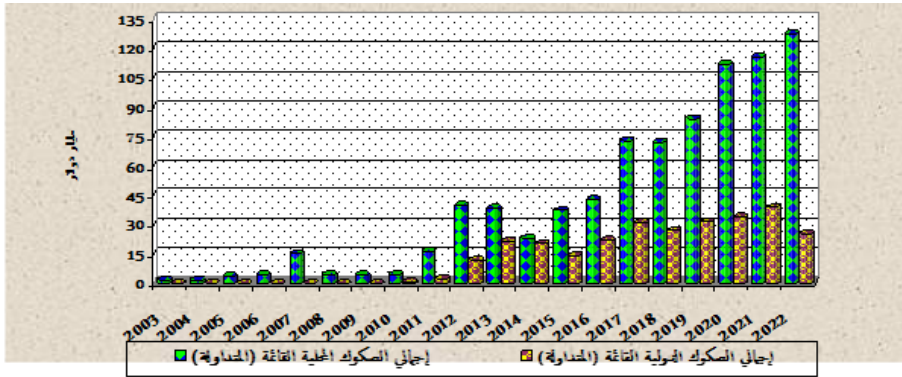
بخصوص التراجع المسجل في باقي الفترات، وإن كان بمعدلات أقل بكثير مقارنة بسنة 2008، فإنه يعود أساساً إلى استحقاق جانب كبير من الإصدارات كما هو الحال بالنسبة لسنة 2014 حيث وصل حجم الصكوك المستحقة إلى 29.9 مليار دولار، وسنة 2015 أين وصل حجم الصكوك المستحقة إلى 15.7 مليار دولار.

هذا، وتجدر الإشارة هنا إلى أن ما يقارب 95% (1044.22 مليار دولار) من الحجم الكلي للسوق الثانوية (1105.73 مليار دولار) إنما تشكّل فقط خلال السنوات العشر الأخيرة.

2.2.2 تحليل تطورات سوق الصكوك الثانوي حسب نوع السوق:

وفقاً لاعتبار نوع السوق فإننا نلاحظ ابتداءً -من خلال الشكل أدناه- أن الجانب الأكبر من الصكوك المتداولة قائم في السوق المحلية، وتحديدًا بنسبة 75% تقريباً (822.73 مليار دولار) من الحجم الإجمالي للسوق (1104.24 مليار دولار).

الشكل 06: التطور السنوي لحجم الصكوك المتداولة في السوق المحلية والدولية للفترة 2003-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مختلف تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية.

ويُعزى ذلك، كما أشرنا سلفاً، إلى رغبة الكثير من الدول في الاعتماد بشكل أكبر على الموارد المحلية

في تحصيل التمويلات المطلوبة وإلى صعوبة استقطاب الموارد الأجنبية من جانب آخر.

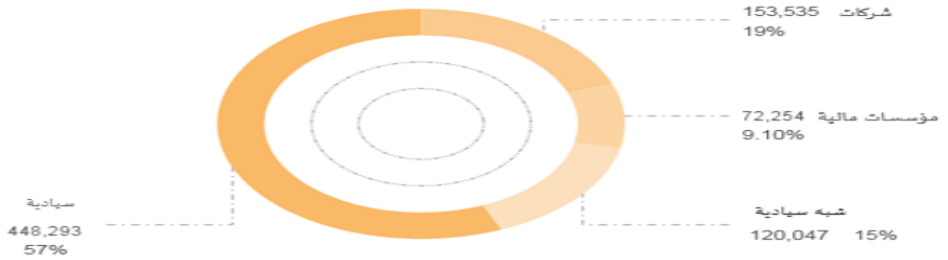
هذا، وبالحدّث عن التطورات السنوية، فإننا نلاحظ من خلال الشكل ذاته أن ثمة طفرة في حجم

التداولات في السوق المحليّة خاصّة خلال سنوات 2007 و 2011 و 2012، إذ تضاعف حجم التداول من الصكوك بواقع مرّتين ونصف تقريباً خلال سنتي 2007 و 2011، وبواقع مرّة ونصف تقريباً خلال سنة 2012. وفي مقابل تلك الطفرات (المنشطة لحركة التداولات) نجد أن السوق سجّلت أيضاً انتكاسات حادة خصوصاً خلال سنتي 2008 و 2014، حيث نزل حجم الصكوك المتداولة خلال السنة الأولى بأكثر من 68% - قد يفسر ذلك بالتأثيرات السلبية للأزمة العالمية-، وبمعدّل 40% تقريباً خلال السنة الثّانية- يُفسّر ذلك باستحقاق جانب كبيرٍ من الإصدارات المحليّة وصل حجمها إلى 21.99 مليار دولار- . أمّا بخصوص السوق الثّانوية الدّولية، فيبدو أنّها لم تنل أهميّة أكبر مُقارنةً بنظيرتها، حيث غابت فيها التداولات ولسنوات عدة، وكان حجمها ضعيفاً للغاية مُقارنةً بحجم السوق الأولى من ناحية أخرى. وبخصوص تطوّراتها السنوية فنلاحظ أنّ لم تكتسب زخماً إلا خلال السنوات الستة الأخيرة. كما نلاحظ من جانب آخر أنّها لم تشهد استقراراً في التطوّر البتة، حيث كانت بين النمو الحاد تارة والانخفاض تارة أخرى. هذا، ولقد تمّ تسجيل أكبر نمو لها خلال سنة 2012- بمعدّل 368% - (تزامن هذا النمو مع الحجم الكبير للإصدارات في السوق الأولى)، وأكبر انخفاض خلال سنة 2022 بنحو 35% تقريباً (من 38.81 مليار دولار إلى 25.33 مليار دولار)، وذلك نظراً لانخفاض حجم الإصدارات من ناحية ولاستحقاق بعض الإصدارات من ناحية أخرى.

3.2.2 تحليل تطوّرات صكوك السوق الثّانوي حسب جهة الإصدار:

وقوفاً على اعتبار جهة الإصدار، يقودنا الفحص الظاهري للشّكل أدناه إلى ملاحظة أنّ ما يُعادل 57% من حجم السوق الثّانوي للصكوك مشكّل أساساً من صكوك سياديّة، وبأن ما نسبته 19% من مجمل الصكوك المتداولة هي صكوك شركات.

الشكل 07: إجمالي سوق الصكوك المتداولة حتى نهاية 2022

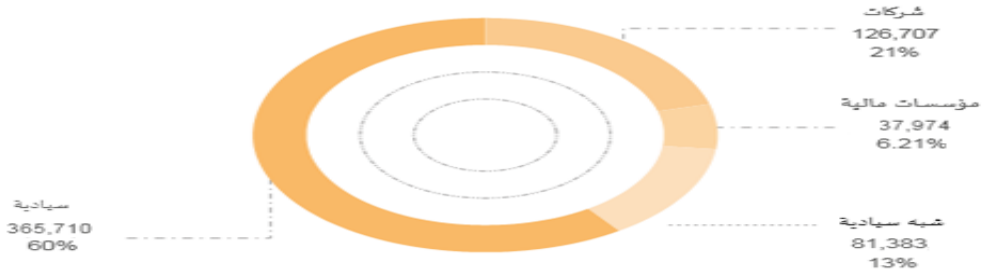


المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, Op.Cit, p102.

وبالمزج بين الاعتبارين السابقين، فإننا نلاحظ (من خلال الشكل رقم 08) أن الصكوك السيادية القائمة في السوق المحلية تمثل لوحدها 60% من إجمالي ما هو متداول في هذه الأخيرة، بينما تشكل صكوك الشركات القائمة 21% من المجمالي.

الشكل 08: إجمالي سوق الصكوك المتداولة المحلية حتى نهاية 2022



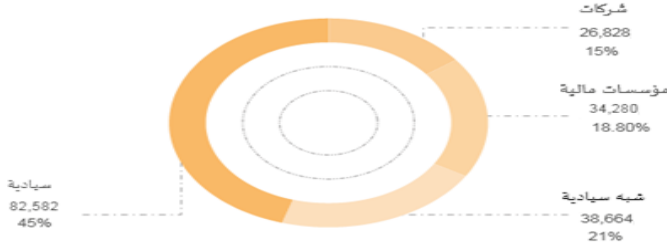
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, Op. Cit, p103.

وبخلاف التوزيع السابق، فإن حصة الجهات السابقة من إجمالي الصكوك المتداولة في السوق الدولية كانت مُعدّلة قليلاً، إذ وكما هو وارد في الشكل أدناه نلاحظ أن صكوك الشركات القائمة استأثرت بحصة أقلّ مقارنة بما هو عليه حالها في السوق المحلية، وتحديدًا مثلت 15% من إجمالي ما هو متداول، في حين

شكلت الصكوك شبه السيادية 21% تقريباً من الإجمالي، وهي حصة أعلى مقارنة بحصتها في السوق المحلية. أما الصكوك السيادية القائمة فإنها استحوذت على 45% من إجمالي الصكوك المتداولة في السوق الدولية، وهي حصة أقل مقارنة بحصتها في السوق المحلية.

الشكل 09: إجمالي سوق الصكوك المتداولة الدولية حتى نهاية 2022

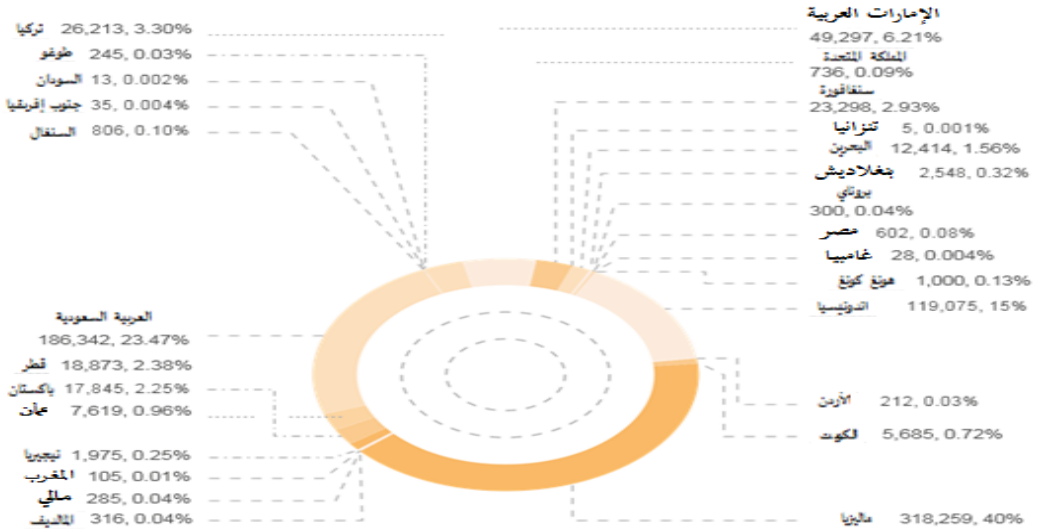


المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, Op.Cit, p104.

4.2.2 تحليل تطورات صكوك السوق الثانوي حسب البلد:

الشكل 10: سوق الصكوك المتداولة حسب البلد حتى نهاية 2022



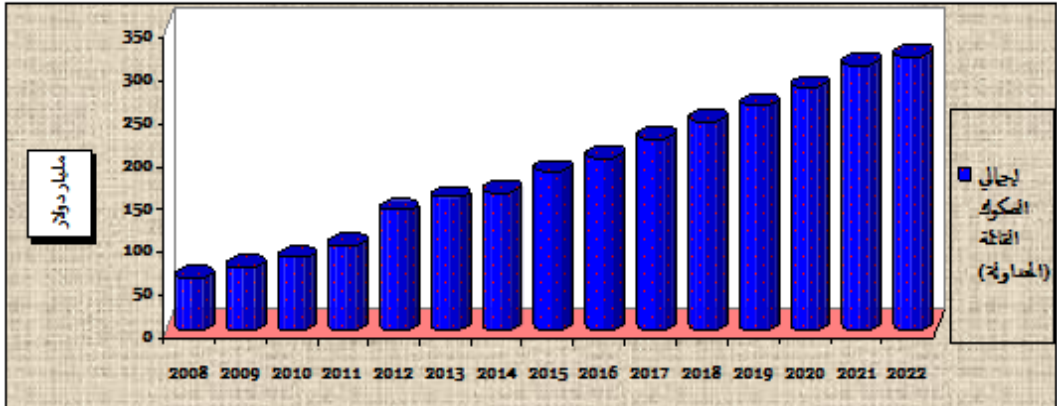
المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, Op.Cit, p105.

وفقاً لهذا الاعتبار واعتماداً على ما هو مُبيّن في الشكل أعلاه، فإنه يبدو أن السوق الماليزية هي السوق الأكثر نشاطاً بالمقارنة، إذ تستحوذ مُنفردة على أكثر من 40% من مُجمَل الصّكوك القائمة (المتداولة) في مختلف الأسواق، تليها من حيث الأهمية السوق السعودية والسوق الاندونيسية، حيث يستحوذ كلٌّ منهما ما نسبته 24% و15%- تقريباً- على التوالي من إجمالي الصّكوك القائمة. يُضاف إلى ذلك الحضور الذي يمكن وصفه بالضعيف إلى حدٍ ما كلٌّ من الإمارات العربية وتركيا بمعدّل استحواذ قدره 6.21% و3.3% على التوالي. وباستثناء هذه الأسواق، فإننا نسجّل حضوراً هامشياً لباقي البلدان، إذ أنّها تمتلك حصصاً ضعيفة جداً من إجمالي الصّكوك المتداولة لا تكاد تتعدّى حصّة كل منها 1%.

وعلى نحوٍ من التفصيل، فإنه يبدو من خلال الشكل رقم 11 أن ماليزيا هي الفاعل الأول والوحيد الذي تحطّت فيه سوق الصّكوك القائمة، على أساس تراكمي، حاجز الـ 100 مليار دولار، ومنذ زمن. هذا ويظهر من خلال الشّكل ذاته أن سوقها تلك قد سجّلت نمواً متواصلاً خلال الفترة 2008-2022 حيث نما حجم الصّكوك القائمة من 58.8 مليار دولار في نهاية 2008 إلى 318.25 مليار دولار في نهاية 2022، بمعدّل زيادة 13.16% في المتوسط. هذا مع ملاحظة وجود نمو قوي للغاية سجّل في سنة 2012 حيث ارتفع حجم المتداول من الصّكوك بمعدّل 41% مقارنةً بعام 2011.

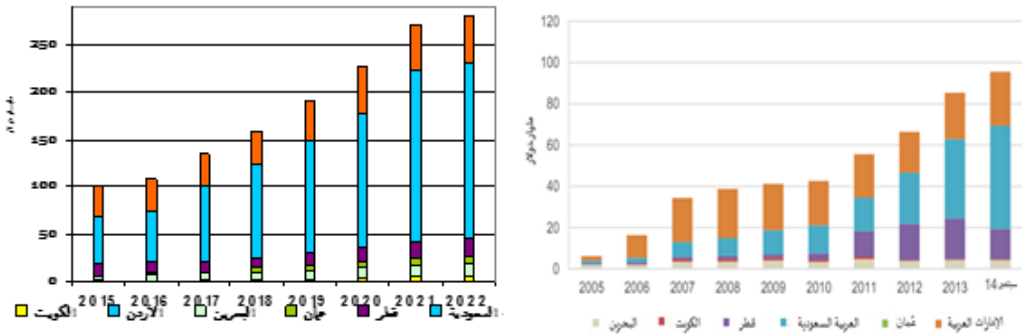
الشكل 11: إجمالي الصّكوك الماليزية القائمة (المتداولة) خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مختلف تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية.

وبدرجة أقل أهمية مقارنة بسوق ماليزيا، فإنه يبدو من خلال الشكل رقم 12 أن سوق الصكوك الخليجية هي الأخرى شهدت نمواً متواصلاً خلال الفترة 2008-2022، وبمعدل نمو متوسطه 15.72%، بيد حجم القائم من الصكوك في أسواق هذه الدول مجتمعة يقل عن حجم القائم منها في السوق الماليزية، فحتى عام 2022 وصل مستوى الصكوك المتداولة إلى 280 مليار دولار، وهو مستوى كانت قد سجلته السوق الماليزية عام 2020. هذا، وبرغم النمو الحاصل في السوق الماليزية، فإننا نلاحظ أن حصتها من مجمل سوق الصكوك القائمة قد شهدت انخفاضاً، حيث تراجعت إلى حدود نسبة 40% عام 2022 بعد أن كانت في حدود 57% في نهاية عام 2015، وهذا على عكس حصة بلدان مجلس التعاون الخليجي التي ارتفعت إلى 35.33% عام 2022 بعد أن كانت في حدود 31.3% عام 2015.

الشكل 12: إجمالي الصكوك الخليجية القائمة (المتداولة) خلال الفترة 2005-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مجموعة من المراجع.

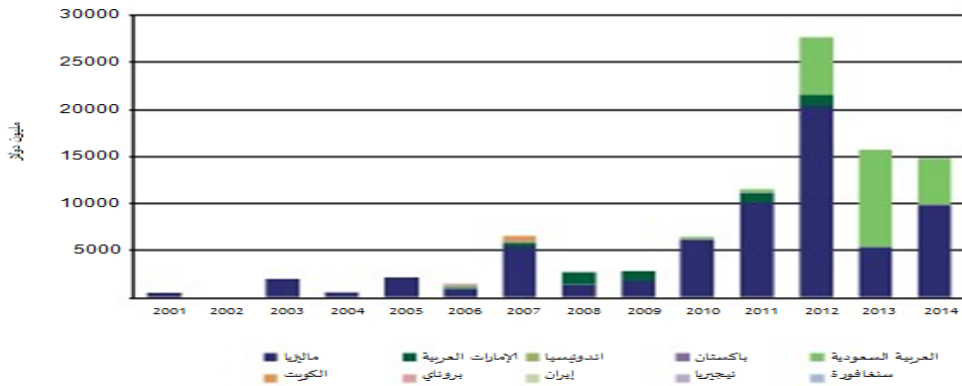
3. في بيان العوامل الداعمة لنمو سوق الصكوك الإسلامية

لئن كان النمو الحاصل في سوق الصكوك-خاصة الأولية- بشهادة ما تمّ عرضه من بيانات واحصاءات علامة ظاهرة على تصاعد الاهتمام بصناعة الصكوك، فإنه لمن المؤكّد أن ذلك التوسّع لم يكن أبداً من ضرب الحظ أو من صدف القدر كما يُقال، بل هو نتاج لجملة من الحوافز تضافرت فيما بينها مهياً البيئة الملائمة لذلك النمو والتوسّع. وفي رأينا فإن تعدّد وتزاحم تلك الحوافز وتنوّعها لا يحملها على الخروج

عمّا سنقوم بعرضه في هذا المقام، وهذا بيان لها:

• **الإنفاق على مشاريع البنية التحتية وتحسيناتها:** ويُعدُّ هذا السَّبب من أبرز العوامل التي حفّزت وهيأت الفرصة المناسبة لنمو سُوق الصَّكوك الأولى والثَّانوية ولا زالت، وهذا نظراً لضخامة قيمة المشاريع التي أطلقتها مُختلف الدول المنضوية في سوق الصَّكوك -ارتبط ذلك أساساً بدول الخليج ومنطقة آسيا- وتوافق احتياجاتها -أي المشاريع- وخصائصها مع خصائص الصَّكوك كأداة للتمويل وكآلية لتقاسم المخاطر فتصميمها يُشبه تصميم الشَّراكات بين القطاعين العام والخاص التي يقوم المستثمرون من خلالها بتمويل الأصول وامتلاكها.

الشَّكل 13: تطوُّر إصدارات صُكوك البنية التحتية خلال الفترة 2001-2014

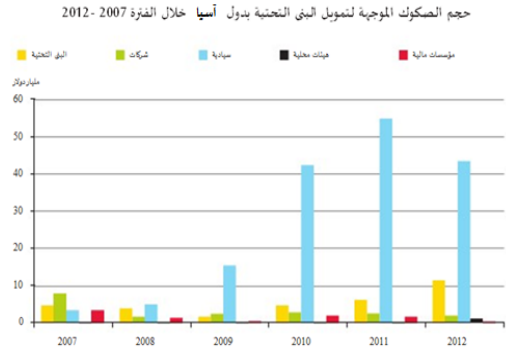
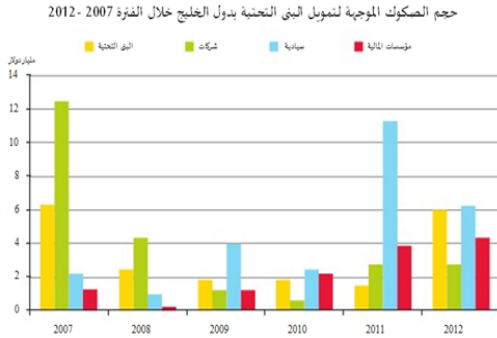


المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على عدد من التقارير.

انطلاقاً ممَّا هو وارد في الشَّكل أعلاه وبناءً على حجم إصدارات سُوق الصَّكوك الأولى- التي سبق بيانها- فإننا ننزع إلى القول بأن قطاع الصَّكوك قد استأثر بنصيب مُعتبر من سُوق تلك المشاريع، إذ وخلال الفترة 2001-2014 بلغ حجم الصَّكوك المصدرة لتمويل مشاريع البنية التحتية في منطقة الخليج وآسيا 99.8 مليار دولار- أي ما يُعادل 15% تقريباً من مُجمَل سُوق الإصدارات ككل-، نالت منها ماليزيا لوحدها حصَّة قدرها 66.8%، تلتها المملكة العربية السعودية بعددٍ من الإصدارات قاربت قيمتها 20 مليار دولار خلال الفترة ذاتها (22.39%). هذا، وواصل قطاع البنية التحتية مُساهمته في دعم نمو سُوق الصَّكوك موقراً فرص إصدار بلغت قيمتها 10.7 مليار دولار و14.68 مليار دولار خلال عامي 2015 و2016

- أي بما يُعادل 15.77% و 16.7% من مُجمَل ما تمَّ إصداره خلال السنتين-. وفي نهاية 2017 استحوذ سوق المشاريع الأساسية على نسبة 20.7% من إجمالي إصدارات ماليزيا (Ruslena Ramli, 2018,p77)، وعلى نسبة 19.78% من مُجمَل إصدارات الّاعبين في سوق الصّكوك أو ما قيمته 25.11 مليار دولار. وعلى الرّغم من عدم وجود بيانات واضحة عن نصيب هذا قطاع البنية التحتية من إجمالي إصدارات الصكوك خلال الفترة 2018-2022، فإن الاتجاه العام يشير إلى أن إصدارات الصكوك شبه السيادية تتأتى خصوصاً من قطاع البنية التحتية، بالإضافة إلى قطاع الطاقة والطيران والمالية، كما تشير إلى ذلك تقارير السوق المالية الدولية.

الشكل 14: حصّة قطاع البنية التحتية من سوق الصّكوك بمنطقتي الخليج وآسيا خلال 2007-2012



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه.

Standard & Poor's, 'Islamic Finance Outlook 2012', Report, 2012, p71.

هذا، وتؤكد أهّية وجدوى سوق مشاريع البنية التحتية في استقطاب مُصدري الصّكوك من ناحية أخرى من خلال مُقارنتها مع إصدارات القطاعات الأخرى، إذ يتّضح من خلال الشّكل أعلاه أن حصّة البنى التحتية من سوق الصّكوك فاقت في بعض الأحيان حصّة الشركات والهيئات السيادية وكذا المؤسسات المالية، خاصة في منطقة الخليج. فعلى سبيل المثال بلغت حصّة صكوك البنية التحتية 30% من إجمالي إصدارات سوق الصّكوك خلال عام 2012 (27.81 مليار دولار)، وقد تفوّقت بذلك على قطاعي الشركات والمؤسسات المالية. وكانت الحالة ذاتها في منطقة آسيا خاصة خلال الفترة 2010-2012، إذ

سُجِّلَ حضورٌ قويٌّ لصكوكِ البنى التحتية مُقارنةً بصكوكِ الشَّرَكَاتِ والمُؤَسَّساتِ الماليَّةِ، بحِصَّةٍ تجاوزت 20% مُقارنةً بـ 4.2% و 0.8% للقطَّاعينِ الأخيرينِ.

وكما قدَّمنا، فإنَّ فرصَ استفادةِ سوقِ الصَّكوكِ من سوقِ مشاريعِ البنية التحتية لازالت مواتية خصوصاً وأنَّ التقارير تُشيرُ إلى أنَّه وبفعلِ التَّموُّ السَّكَّاني المتزايدِ وارتفاعِ وتيرةِ التَّموُّ الاقتصاديِّ -خاصَّةً في المنطقةِ الأسيويَّة- فإنَّ الطلبَ على مشاريعِ البنية التحتية سيُشهدُ خلالَ السَّنَواتِ المقبلة تزايداً لا سيما في قطَّاعاتِ العُقَّاراتِ والطَّاقةِ والمواصلاتِ. وتتفاوتُ التَّقديراتُ المتعلِّقةُ بقيمةِ هذهِ الاستثماراتِ في مختلفِ مناطقِ آسيا بين 22.6 و 26 تريليونِ دولارٍ للفترةِ 2016-2030 وفقاً لتوقَّعاتِ البنكِ التَّناميةِ الأسيويِّ ولا يقلُّ الأمرُ أهميَّةً بالنسبةِ لمنطقةِ الخُليجِ.

هذا، وتأتيُ فُرُصُ التَّوسُّعِ أيضاً من رغبةِ الجهاتِ العالميَّةِ مُتعدِّدةِ الأطرافِ في تشجيعِ تقديمِ تسهيلاتِ التَّمويلِ الإسلاميِّ لبرامجِ تطويرِ البنية التحتية. حيثُ أعلنتُ مجموعةُ البنكِ الدَّوليِّ أنَّها تدرسُ إطلاقَ تسهيلاتٍ للبنية التحتية العالميَّةِ والتي قد تشملُ الاستفادةَ من استخدامِ أدواتِ الصَّكوكِ. كما تمَّ طرحُ فكرةِ استغلالِ التَّمويلِ الإسلاميِّ في مواجهةِ فجواتِ تمويلِ البنية التحتية في إفريقيا على نطاقٍ واسعٍ حيثُ يعملُ بنكُ التَّناميةِ الإفريقيِّ على تحفيزِ دوله الأعضاءِ إلى دراسةِ إصداراتِ أدواتِ الصَّكوكِ لتلبيةِ الفجواتِ التَّمويليَّةِ في البنية التحتية.

❖ **الدور المحوري للمؤسَّسات التَّنامية مُتعدِّدة الأطراف:** كالبنك الإسلامي للتَّنامية والمجموعات التابعة له ومؤسَّسة إدارة السيولة الدَّولية الإسلاميَّة، ومصرف التَّنامية الأسيويِّ، ومُختلفِ المنظَّماتِ الدَّولية- كالبنك الدَّولي- بالإضافة إلى المصارفِ المركزيَّةِ. هذه الأخيرة كان لها أثرٌ ملموسٌ في دفعِ سوقِ الصَّكوكِ (فعلياً) سبيلَ المثالِ وصلت حِصَّةُ المنظَّمتينِ الدَّوليتينِ الأولى والثَّانية إلى ما يعادل 15.2% من إجماليِّ سُوقِ الإصداراتِ في الرِّبَعِ الأوَّلِ من عام 2015) بفضلِ المبادراتِ التي قامت بها بالاشتراكِ مع المنظمين المحليين، والتي كان الهدفُ منها صياغةَ حلولٍ عمليَّةٍ لتسهيلِ الوساطةِ والتكاملِ الماليِّ، وإيجادِ سُوقِ صكوكِ مُنظَّمِ في الدَّولِ التي تفتقرُ إلى ذلك، بما قد ينعفُ أسواقَ رأسِ المالِ الإسلاميَّةِ في التَّهَيِّئةِ. ومن المبادراتِ الظَّاهرةِ لتلكِ المنظَّماتِ نذكرُ:

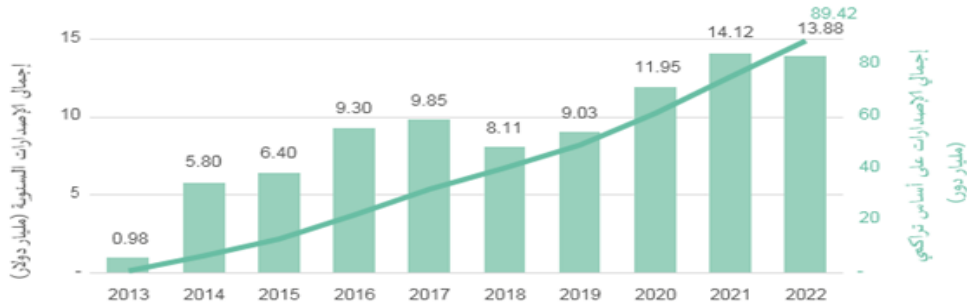
- موافقةِ المصرفِ المركزيِّ لدولِ غربِ إفريقيا على إمكانيَّةِ استخدامِ المصارفِ الصَّكوكِ الصَّادرةِ من الحكومةِ السنغاليَّةِ (حوالي 200 مليون دولار) في اتِّفَاقياتِ إعادةِ الشِّراءِ الخاصَّةِ بهم (مع المصرفِ المركزيِّ). وقد

نذكر هنا أيضاً دعم المصرف المركزي البنغلاديشي لسوق الصكوك بإصداره لصكوك قصيرة لإدارة السيولة. - إعلان البنك الإسلامي للتنمية عن طرح برنامج صكوك بقيمة 25 مليار دولار في بورصة ناسداك بدبي إضافة إلى البرامج التي أطلقها في كل من لندن وماليزيا. ولقد نعلم أن مثل هذه المبادرات تفتح إمكانيّة أعلى وأكثر لممارسة نشاط إصدار الصكوك، ويُحتمل أن تكون لها تأثير مُضاعف في منطقة مجلس التعاون الخليجي بشكلٍ خاص بالنظر إلى الوزن المهم لهذه الأخيرة في تشكيل هذا المصرف. ونحن نعتبر أن حجم وعدد الإصدارات هي بمثابة مُكونات حاسمة في تعميق السيولة في السوق.

- إعلان بنك التنمية الآسيوي عن رغبته في إصدار صكوك أو إنشاء عدّة مليارات من برنامج صكوك مقوّمة بالدولار لمساعدة وإعانة الدول الأعضاء فيه لتمويل بعض مشاريع البنية التحتية الخاصة بهم، وقد كان ذلك بالفعل في مطلع عام 2014.

- الدّعم التنظيمي القوي لمؤسسة إدارة السيولة الدّولية، هذه الأخيرة ساهمت في دفع سوق الصكوك بإصدارات عديدة وصل مجموعها خلال الفترة 2013-2022 إلى 89.42 مليار دولار (أنظر الشكل رقم 15)، كانت موجّهة أساساً لتخفيف إشكالية إدارة السيولة في المصارف الإسلاميّة.

الشكل 15: إصدارات مؤسسة إدارة السيولة الدّولية خلال الفترة 2013-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضّح أدناه

International Islamic Financial Market, Op.Cit, p136.

- إصداري البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدّولية بقيمة 332 مليون دولار لكلٍ منهما. وهي إصدارات - وإن كانت صغيرة القيمة فإنها شكّلت حافزاً لهيئات دولية أخرى لولوج سوق الصكوك. وليس هذا فحسب بل إنّها صنعت وأوجدت الدّافع حتّى عند المستثمرين الأجانب أفراداً وحكومات للاستثمار في الصكوك. وبالمثل كان لصندوق التّقد الدولي أثرٌ في دعم سوق الصكوك ولكن كان دوره توجيهي وتنظيمي بدرجة

أكبر، حيث قدّم المشورة بالفعل لعدد من البلدان الأعضاء بشأن إصدار الصّكوك كبديل لأدوات التمويل التقليدية.

• **بلوغ تواريخ الاستحقاق والحاجة إلى إعادة التمويل:** حيث تُشير التقارير إلى أن أكثر من 10 مليار دولار من صكوك الشركات الدولية والمحلية قد وصل تاريخ استحقاقها عام 2014، وبأن أكثر من 7 مليار دولار حلَّ تاريخ استحقاقها نهاية 2015. ومع تجدد احتياجات تلك الشركات للتمويل وعجزها عن الاستفادة من مصادر التمويل التقليدية من ناحية أخرى لجأت إلى طلب إصدارات جديدة مُساعدة، الأمر الذي أعطى دفعاَ لا بأس به لسوق الصّكوك، وقد نلمس ذلك بشكلٍ واضحٍ بمراجعة إصدارات ذلك القطاع خلال عام 2015، حيث نجد أن حجم هذه الأخيرة قد زاد بمعدل 35.61% مقارنةً بسنة الاستحقاقات أي سنة 2014، والتي لاحظنا فيها تراجعاً في حجم السوق الأولى، وهو انخفاض كئنا قد برزناه بمسألة بلوغ تواريخ الاستحقاق. ويبدو أن الوضع ذاته تكرر خلال عامي 2016 و2017، حيث وصل حجم الصّكوك المستحقّة إلى 6.86 مليار دولار و12.34 مليار دولار على التوالي، وقد استدعى ذلك الشركات إلى طلب تمويلات جديدة برزت ملامحها في نمو حجم الإصدارات خصوصاً خلال عام 2016 حيث نمت هذه الأخيرة بمعدل 47% مقارنةً بسنة 2015. واستمر الحال ذاته خلال الفترة 2018-2022 ففي حين بلغ متوسط الاستحقاق في هذه الفترة مستوى 9 مليار دولار، كانت حركة الإصدار قد بلغت متوسطاً فاق 24 مليار دولار، الأمر الذي يؤكد أن متطلبات إعادة التمويل المستحقّة لمصدري صكوك الشركات قد لعبت دوراً محورياً في دفع سوق الإصدارات نحو النمو المستمر. ويبدو أن الأمر لا يخص فقط صكوك الشركات بل يشمل كذلك القطاعات الأخرى، ولولا ضيق المقام لأسهنا في توضيح ذلك.

• **دخول لاعبين جدد إلى سوق الصّكوك:** خاصّة في قطاع الصّكوك السيادية وشبه السيادية. وشمل ذلك مجموعة من الدول أطلقت أول إصدارات صكوك لها، باستخدام عمّلات مُختلفة. فبدءاً من إفريقيا قامت الحكومة السنغالية بتسعير أول صكوك سيادية لها بقيمة 200 مليون دولار والتي أذنت ببداية حقبة جديدة لأسواق رأس المال الإسلاميّة في منطقة إفريقيا وجنوب الصحراء الكبرى، بعد إصدارات السودان وولاية أوسون النيجرية. ولاحقاً انضمت جمهورية جنوب إفريقيا بإصدارها صكوك سيادية بقيمة 500 مليون دولار موفّرة للمستثمرين فرصة لدخول سوق استثمار متوافق مع الشريعة الإسلاميّة. وفي منطقة آسيا ولجت حكومة هونغ كونغ للمرة الأولى سوق الصّكوك الدولي من خلال إصدار ضخّم بقيمة مليار دولار. وفي

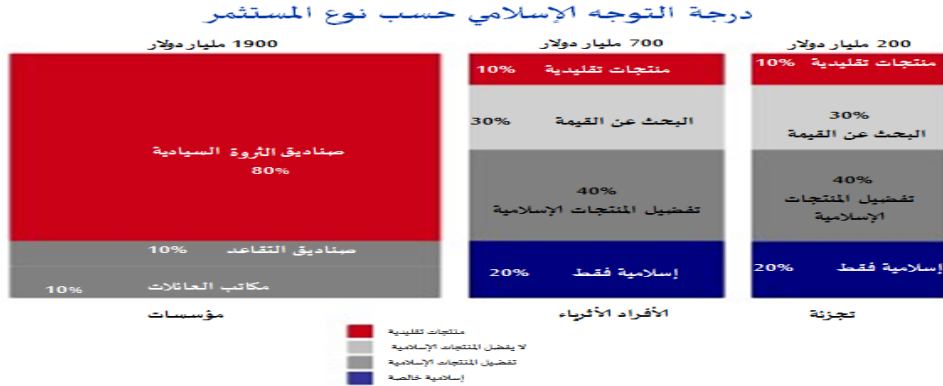
أوروبا قامت لوكسمبورغ بتسعير أول صكوك سيادية بعد المملكة المتحدة على المستوى القومي. وقد حدث هذا كله خلال عام 2014، وهو العام الذي سجّل فيه حجم الصكوك الدولية رقماً قياسياً مقارنةً بباقي السنوات (حوالي 26 مليار دولار). أما بخصوص عام 2015، فقد أصبحت ساحل العاج أحدث دولة إفريقية تُصدر صكوكاً سيادية بقيمة 150 مليار فرنك إفريقي. تلتها من ثمّ دولة الطوغو عام 2016 بإصدار سيادي بلغت قيمته 245 مليون دولار. وفي عام 2018 وفد إلى هذا السوق حوكتا مالي والمغرب بإصدار سيادي قيمته 285 مليون دولار و105 مليون دولار على التوالي. واتسعت قاعدة السوق بدخول صكوك فورموزا (تايوان) وإصدار الصكوك من قبل شركة من مصر خلال يناير 2020 (بإصدار قيمته 286 مليون دولار). هذا، ولقد اشتمل السوق بالإضافة إلى ما سبق على لاعبين آخرين من مختلف المناطق في العالم كالولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا وكازاخستان والصين واليابان.

ومن جانب آخر، تعمل العديد من البلدان في الوقت الراهن فعلياً على إجراء تطورات تنظيمية وتشريعية لتسهيل إصدارات الصكوك مثل تونس وكينيا في إفريقيا، والفلبين في آسيا، أما في أوروبا فقد أفصحت مالطا عن رغبتها في جذب السيولة من خلال الأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وكذلك الحال بالنسبة لأستراليا وروسيا وتايلند. وبالمجمل فإن دخول هؤلاء وربما غيرهم في المستقبل من شأنه أن يفتح المجال إلى إصدارات مستقبلية تُعطي دفعا لسوق الصكوك كما كان الحال بالنسبة للدول التي سبقت الإشارة إليها.

تزايد الطلب على أدوات التمويل الإسلامي: ويؤكد على هذا الاتجاه مجموعة من الدراسات، حيث تُشير إحداها إلى أن الاهتمام بالمنتجات والخدمات المتوافقة مع ضوابط الشريعة قد أصبح عاملاً مهماً في نظر المستثمرين أصحاب الثروات الصغيرة والكبيرة على السواء (لا سيما في منطقة الخليج) يدفعهم إلى إدارة 60% من إجمالي ثرواتهم ومواردهم المالية بطريقة تتفق وضوابط الشريعة الإسلامية. بل وتؤكد الدراسة على أنه وفي حال ارتفاع أداء الخدمات المالية الإسلامية ومنافستها للخدمات التقليدية، فإن ذلك سيزيد من حرص تلك الفئة على الالتزام بذلك العامل بجعل 90% من توظيفاتها متوافقة مع أحكام الشريعة (ويشمل ذلك المسلمين وغير المسلمين) -أنظر الشكل الموالي-. وهذا بطبيعة الحال يعكس صورة واضحة عن تزايد الطلب على أدوات التمويل الإسلامية واتساع شعبيتها، الأمر الذي يعني زيادة في حجم التمويل الإسلامي وذلك في حال زيادة تركّز الثروة لدى هذه الفئة (وهو الأمر الحاصل حيث تُشير الدراسات إلى وجود زيادة في عدد الأفراد الذين يمتلكون ثروة تزيد عن 50 ألف دولار بمعدل 6% سنوياً خلال الفترة 2003-

2007، أما بالنسبة للأفراد الذين يمتلكون ثروة تزيد 300 ألف دولار فإن معدل نمو هؤلاء وصل إلى 7.9% سنوياً خلال ذات الفترة، ويخص هذا منطقة الخليج تحديداً. وطبعاً ليس الحال في آسيا بأقل شأنًا مما هو ملموس في منطقة الخليج).

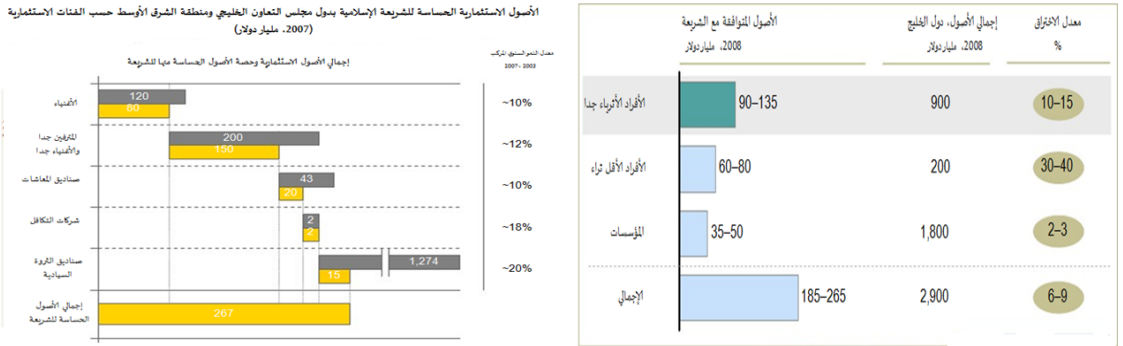
الشكل 16: درجة التوجه نحو الطلب على أدوات التمويل الإسلامي حسب فئة المستثمر



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه.

Henry Chin and Others, 'Understanding Shariah Investment', RREEF Research, 2008, p17.

الشكل 17: معدل اختراق التمويل الإسلامي لسوق الأصول المالية حسب نوع المستثمر



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه.

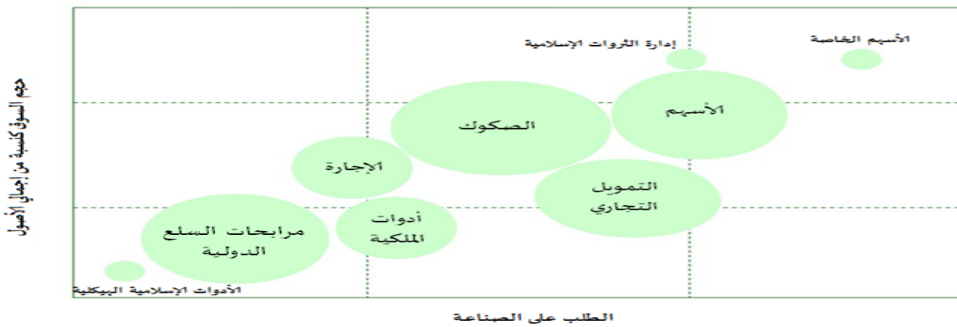
McKinsey & Company, 'The Financial Crisis and the way forward', The World Islamic Banking Competitiveness Report, 2009-2010, p106.

ويؤكد على هذا التوجه كذلك دراسة أخرى لمؤسسة "ماكنزي"، حيث تشير هذه الأخيرة بناءً على المسح

الذي أجرته في منطقة الخليج، أن التمويل الإسلامي قد تمكّن من تسجيل معدل اختراق (أي جذب للأصول) تباين بين 10% و 15% لدى فئة الأثرياء جداً (وهي فئة مُهمّة للغاية بما تستحوذه من أصول ضخمة تساوي تقريباً نصف حجم الأصول المؤسسية)، وكانت حصته أعلى لدى فئة الأقل ثراءً، وتحديدًا بمعدل تباين بين 30% و 40%. وعلى خلاف الفئتين السابقتين كانت حصته لدى شريحة المؤسسات مُتدنية إلى حد ما، حيث تراوحت بين 2% و 3% من إجمالي أصول ضخمة قُدّرت بـ 1.8 تريليون دولار تماماً كما هو موضّح في الشكل رقم 17. وتشير ذات الدراسة بناءً على استقصاء أجرته المؤسسة في منطقة الشرق الأوسط أن 50% من شريحة الأثرياء جداً في المنطقة تفضّل المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة وذلك في حال توفّرها، باعتبارها أكثر شفافية وتنظيماً من الناحية الأخلاقية.

هذا، ومما يؤكّد صحة وسلامة ما توجّهت إليه تلك الدراسات هو ذلك النمو القوي والمتواصل التي عرفته الصناعة المالية الإسلامية بمختلف قطاعاتها. ومن ضمن التشكيلة الواسعة لأدوات التمويل والاستثمار الإسلامية التي تحظى بقبول مُختلف شرائح المستثمرين المشار إليها، نجد أن الصكوك تعدّ واحدة من أفضل من تلك الخيارات (لا سيما وأنها من الأدوات الاستثمارية التي يُمكن التنبؤ بعائداتها)، ويتأكد ذلك بالتّظر إلى حصّتها الواسعة من إجمالي الأصول وبمكائنتها ضمن الأصول الاستثمارية كذلك، حيث أنّها تقترب كثيراً من الأصول ذات الأداء القوي كالأسهم والأسهم الخاصة ونحو ذلك - أنظر الشكل أدناه - وبطبيعة الحال فإن هذا التقديم أو التفضيل شكّل في نظرنا أساساً قويا للنمو الذي شهده سوق الصكوك.

الشكل 18: شكل يوضّح مدى أهمية الطلب على الصكوك مقارنةً بباقي أدوات التمويل والاستثمار الإسلامية



Baljeet Kaur Grewal, 'Enhancing The Intermediation Process in The Capital Market', Kuwait Finance House Research, 2007, p29.

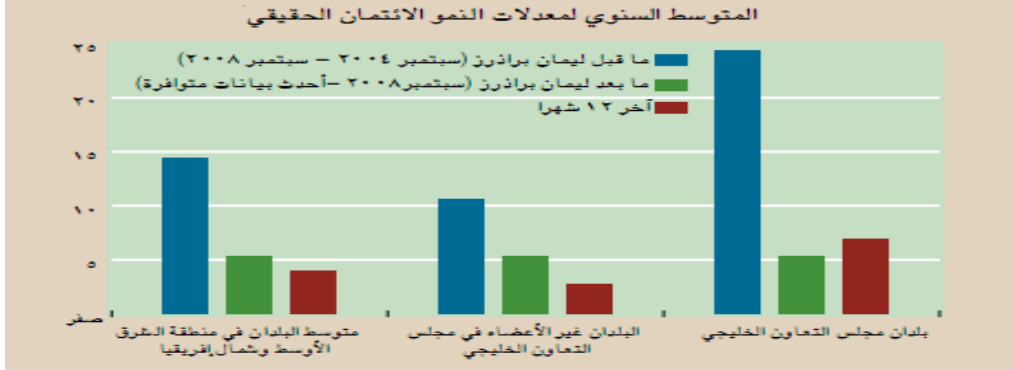
هذا، ولا يقتصر في الحقيقة الطلب على الصّكوك على المستثمرين في منطقة الخليج والمنطقة الآسيوية باعتبارها أسواقاً رئيسية، بل إن ذلك يشمل حتىّ المستثمرين الغربيين وبخاصة المستثمرين الأوروبيين الباحثين عن مزيدٍ من فرص الاستثمار في الخليج. ولأن الأمثلة في هذا الباب كثيرة جداً- تتأبى على العدّ والإحصاء-، فإننا لن نتجاوز غرض التمثيل إلى الاستيفاء، وإنما سنكتفي ببعض منها، فنجد، على سبيل الذكر، أن ما يربو عن 40% من المكتتبين في الصّكوك المصدرة من قبل مصرف أبو ظبي وكذا صكوك نجيل هم أوروبيون. وكذلك الحال بالنسبة لصكوك البنك الإسلامي للتنمية حيث كان الطلب عليها قوياً من قِبل المستثمرين الأوروبيين، وتحديداً بحصة بلغت 27% من إجمالي الإصدار المقدّر قيمته بـ 1.5 مليار دولار، كما جذبت صكوك حكومة دبي المقدّرة بـ 750 مليون دولار مُستثمرين أوروبيين بنسبة مشاركة بلغت 28%. وعلى وجه العموم فإنه يُمكننا الجزم بأنه ما من إصدار- خاصة الإصدارات الدّولية- إلا ويمتلك فيه الأجانب حصة معينة، ولعلّ ممّا يبرّك على هذا اتّجاه الكثير من صناديق الاستثمار الأوروبية، وصناديق التقاعد، والكيانات المالية التقليدية ومؤسسات الاستثمار الأخرى بقوة نحو حياة الصّكوك والاحتفاظ بها كجزءٍ من استراتيجية التنويع، ويهدف زيادة العائد كذلك.

❖ **إطلاق مؤشرات للصّكوك وتأسيس صناديق للاستثمار في الصّكوك:** ومن ذلك مؤشّر داوجونز سيتي جروب- وهو أوّل مؤشّر عالمي لقياس أداء الصّكوك العالمية المتوافقة مع الشريعة عام 2006- ومؤشّر SKBI للصّكوك ببورصة ناسداك دبي ومؤشّر بورصة كوالالمبور... الخ. وقد كان لظهور هذه المؤشرات أثرٌ بارزٌ جداً في إيجاد الثقة لدى الشّركات المصدرة وكذلك المستثمرين ومديري الأصول، باعتبارها مصدراً معلوماتياً قيماً يُعزّز أدوات التداول القائمة الخاصة بالمستثمرين لمساعدتهم في اتّخاذ مزيدٍ من قرارات الإصدار والتداول الصّائبة على المدين القصير والطويل. وفي سياق دعم نمو صكوك طرحت شركة جدوى للاستثمار أوّل صندوق عالمي للمتاجرة في صكوك الخليج والشرق الأوسط (2007)، وتبعها في ذلك مصرف الهلال بإطلاقه لصندوق الهلال للصّكوك العالمية عام 2012 وشركة الخير كابيتال السعودية بإطلاقها لصندوق "الخير كابيتال بلاس للصّكوك".

❖ **تراجع فرص الحصول على التمويل من المصارف:** فقطاع الشّركات، كما لا يخفى على الجميع واجه صعوبة كبيرة في الحصول على موارد مالية لتمويل احتياجاته المتنامية لا سيما من المصارف التي أصبحت أكثر تشدداً في منح التسهيلات الائتمانية عقب الأزمة العالمية. ففي منطقة الخليج مثلاً، وكما هو موضّح

في الشّكل أدناه، نلاحظ أنه قد حدث تراجعٌ في معدّل الائتمان الممنوح للقطاع الخاص بنسبة 20% تقريباً- وذلك بفعل الأزمة وتداعياتها-. وكان الحال كذلك في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وفي غيرها من المناطق ولكن بدرجة أقلّ بالمقارنة.

الشّكل 19: المتوسّط السنوي لمعدّلات نمو الائتمان الحقيقي في مختلف المناطق قبل وبعد الأزمة العالمية

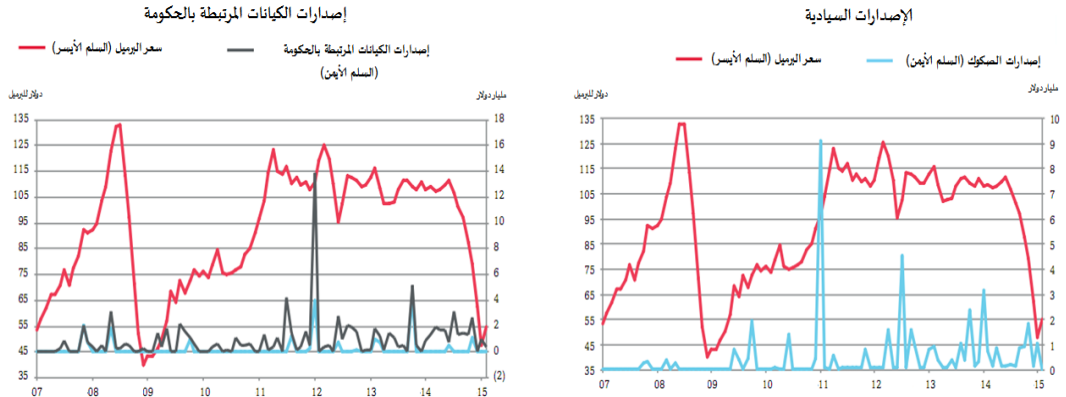


المصدر: أدوالفو باراهاس وراف شامي، "الشرق الأوسط: التركيز على المستقبل"، مجلة التمويل والتنمية، 2013، ص 23. وفي ظلّ هذا التراجع وانخفاض الفرص أمام الشّركات في تأمين التمويل من مصادر أخرى، وارتفاع تكلفتها في حال توقّفها وجدت هذه الأخيرة (خاصّة الشّركات الكبرى) في الصّكوك الملاذ المهم لتدبير السيولة الكافية والملائمة لأعمالها (لكونها واحدة من أكثر خطوط التمويل استقراراً)، الأمر الذي انعكس إيجاباً على سوق الصّكوك الذي شهد صعوداً متتالياً عقب الأزمة، حيث قفز حجم إصدارات الشّركات من 12 مليار دولار عام 2008 إلى 16.6 مليار دولار عام 2010، ثم إلى 40.7 مليار دولار عام 2013. وظل النمو في حجم الإصدارات مستمرا بشكل متصاعد طوال الفترة 2017 - 2022.

الفوائض النفّطية: فبالرغم من أنه لا يُمكن في الحقيقة وصف الحركية أو التجاوب بين أسعار النّفط ومستوى إصدارات الصكوك بالمهمّ جداً أو القوي كما قد يرى أو يتصوّر البعض، تماماً كما يوضّحه الشّكل أدناه، إلّا أن هذا العامل يبقى واحداً من العوامل التي ساهمت في إيجاد شيء من الحركية في سوق الصّكوك حيث ساهم الارتفاع الكبير في أسعار النّفط خاصّة خلال الفترة 2009-2014 في خلق فوائض مالية مهمّة لدى الحكومات والمؤسّسات المالية الإسلاميّة- خاصّة بمنطقة الخليج-، فكان من ذلك أن أُلّفَت تلك الهيئات نفسها مجبرة على السّعي سعياً متزايداً للعثور على فرص لتوظيف تلك الفوائض، وقد كان مجال الصّكوك فرصة لها، خاصّة في ظلّ سعي وطموح بعض الحكومات لجعل التمويل الإسلامي أحد المكونات

الاستراتيجية في أنظمتها الاقتصادية- كدول الخليج ودول جنوب شرق آسيا-.

الشكل 20: درجة الارتباط بين تغيرات أسعار النفط وصادرات الصكوك السيادية وشبه السيادية بمنطقة الخليج



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه.

Standard & Poor's, 'Islamic Finance Outlook 2016', Report, 2015, p59-62.

الدعم المصرفي الإسلامي لسوق الصكوك: ويأتي الاهتمام الملحوظ للمصرفية الإسلامية بالصكوك في إطار سعيها نحو إيجاد أدوات مالية تُسعف على استثمار السيولة العالية (التي تشكلت بصفة أساسية من عائدات النفط)، وفي إطار سعيها الدؤوب نحو تنويع محافظها الاستثمارية، وتغطية ضعفها الشديد في المجال الاستثماري وزيادة حجم الأدوات القابلة للتداول، وكذا موازنة خصومها بتمويل مُستقر. وتشير الإحصائيات في هذا الجانب إلى أن المصرفية الإسلامية ساهمت بشكلٍ مُعتبر - إلى حدٍ ما - في دفع سوق الصكوك الأولية، حيث وصل حجم إصداراتها حتى نهاية عام 2022 إلى أكثر من 138 مليار دولار، على أقل تقدير (أي ما يعادل 7.65% من إجمالي السوق). كما كان اسهامها مُعتبراً في مجال إدارة الإصدارات والإشراف عليها، إذ تسجّل التقارير حضوراً لبعض المصارف الإسلامية المعروفة في أكثر الإصدارات المحلية أو الدولية تقريباً. واكتتاباً كان لها أيضاً اسهامٌ قوي مُقارنة بالمؤسسات المالية الأخرى.

هذا، ومما يجعل المصرفية الإسلامية في نظرنا كأحد العوامل التي كان لها دورٌ ملموس في نمو سوق الصكوك توسّعها التدريجي في إصدار صكوك متوافقة مع بازل 3 بهدف تلبية مُتطلبات معايير كفاية رأس المال بموجب الاتفاقية. فمنذ بدء التنزيل التدريجي لتعليمات بازل 3 في جانفي 2013 بدأت المصارف الإسلامية بصورة متزايدة في استخدام سوق الصكوك لإصدار صكوك متوافقة مع الاتفاقية المذكورة، حيث بلغ عدد

الإصدارات، حتى سنة 2014، 14 إصداراً إجمالي مبلغ 6.93 مليار دولار من قبل 13 مصرفاً إسلامياً مختلفاً، توزعت بين ماليزيا والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية- أنظر الشّكل الموالي-. وحسب بعض التقديرات فإن المصارف الإسلامية بحاجة إلى حوالي 40 مليار دولار في سبيل الامتثال لمعايير بازل الجديدة خلال السّنوات المقبلة. هذا، ويندرج ضمن العوامل التي ساهمت في دعم المصرفية الإسلامية لسوق الصّكوك إضافة إلى ما سبق، إدراج الصّكوك المصدرة من قبل مؤسسة إدارة السيولة الإسلامية الدولية ضمن تعاملاتها (لإدارة السيولة بشكلٍ أساسي كما سبق وأشارنا). وزيادة على هذا كلّه فإنه من الطبيعي أن يكون هناك طلب قوي على الصّكوك من قبل المصارف الإسلامية (وغيرها من مؤسّسات التمويل الإسلامية) باعتبار أنه لا يُوجد لها سوى بضع خيارات أخرى فيما يتعلّق بالأدوات المتوافقة مع الشّريعة الإسلامية.

الشّكل 21: حجم وعدد ونوع الصّكوك المصدرة بغرض الوفاء بمتطلّبات بازل 3

إصدارات صكوك بازل 3 حسب عدد الإصدارات



إصدارات صكوك بازل 3 حسب حجم الإصدارات



إصدارات صكوك بازل 3 حسب نوع رأس المال



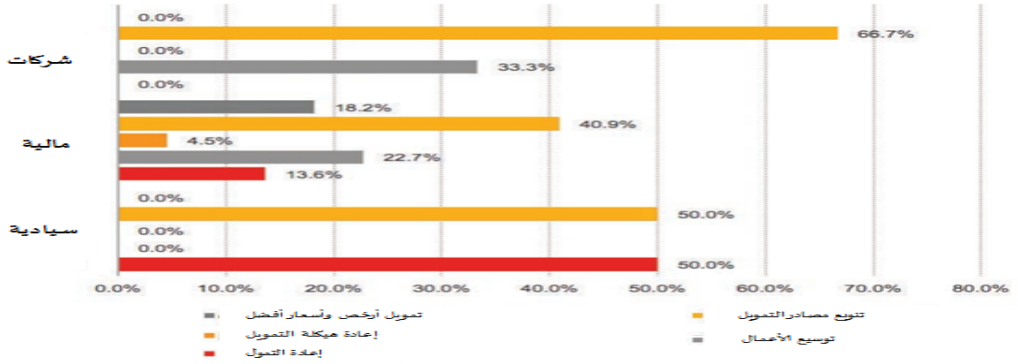
إصدارات صكوك بازل 3 حسب هيكل الإصدار



المصدر: بيتك للأبحاث.

البحث عن تنوع مصادر التمويل خاصّة بالنسبة لقطاع الشّركات: وهو ما تؤكّده إحدى الدراسات حيث تُشير بناءً على الاستقصاء المجرى من قبلها إلى أن أكثر من 66% من عيّنة الشّركات المختارة للدراسة قد أكّدت على أن الهدف الأساسي من اللّجوء إلى إصدار الصّكوك هو تنوع مصادر التمويل، وتأتي في المرتبة الثانية غاية توسيع نطاق العمل، تليها عوامل أخرى مختلفة-أنظر الشّكل أدناه-. وبطبيعة الحال فإن هذا الباعث في نظرنا شكّل هو الآخر أساساً قوياً لدفع سوق الصّكوك الأولى، وقد نستدلّ على ذلك بالتطوّرات الإيجابية التي شهدتها إصدارات الشّركات خصوصاً قبل الأزمة العالمية (أي في ظلّ وفرة السيولة وتنوّع مصادرها).

الشكل 22: دوافع لجوء المصدرين إلى إصدار الصكوك



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه.

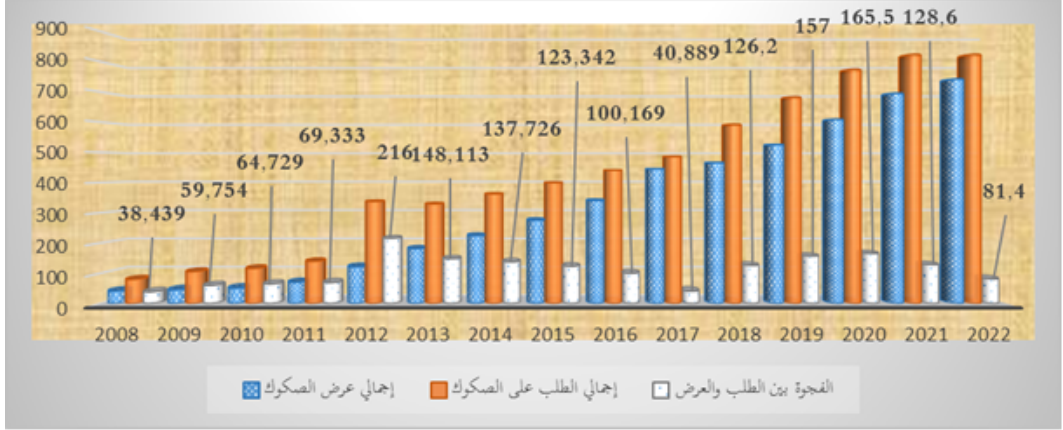
Thomson Reuters, 'Islamic Finance Gateway', research paper, 2012, p124.

❖ **قوة جانب الطلب على الصكوك:** وبعد هذا الاعتبار أيضاً عاملاً ساعد بشكلٍ قوي في دعم التّمو الذي شهدته سوق الصكوك لا سيما بعد الأزمة، حيث ساهم تنامي الوعي بماهية الصكوك (في أوساط المستثمرين سواء على مستوى الشركات أو الأفراد) ووضوح المستندات المتعلقة بعملياتها، وارتفاع تصنيفاتها الائتمانية من قبل وكالات التصنيف الدولية، في ارتفاع الطلب عليها وبشدة من قبل المستثمرين المسلمين (ويُدعم ذلك كلّ محدودية القنوات الاستثمارية المتاحة لهم في مجتمعاتهم) وغير المسلمين (خاصة في أعقاب اختيار سوق الأسهم في العديد من الدول الأجنبية بفعل الأزمة العالمية)، فلا نكاد نجد إصداراً سيادياً كان أو غير ذلك إلا وتمّ الاكتتاب فيه بأكثر من ضعف قيمته، فعلى سبيل المثال سجلت الطلبات على الصكوك السيادية المصدرة من قبل المملكة المتحدة اكتئاباً زائداً عن حجم الإصدار (340 مليون دولار) على ما يقرب من 12 مرة (حوالي 2.3 مليار جنيه استرليني). وبالمثل تمّ تغطية الاكتتاب في صكوك لوكسمبورغ السيادية بمقدار مرتين من حجمها الأصلي (253 مليون دولار). وبصورةً مماثلة جذبت الصكوك الصادرة عن حكومة دبي بمبلغ 750 مليون دولار زيادة في تغطية الاكتتاب قدرها ثلاث أضعاف. وثمة حالات كثيرة من هذا القبيل حدثت خلال الفترة 2016-2022، وقد لا يكفي المجال لعدّها وإحصائها.

ويواجه عام فإن الفجوة بين الطلب على الصكوك وعرضها في أعقاب الأزمة عرفت نمواً كبيراً خلال سنة 2012 تحديداً، حيث تضاعفت بأكثر من مرتين (تحديداً بمعدّل 211%) - أنظر الشكل أدناه-، أي بضعف حجم الصكوك المتداولة تقريبا آنذاك. هذا، وعلى الرغم من الانخفاض الملحوظ في الفجوة بين

الطلب والعرض خلال الفترة 2013-2017 (بمعدل تناقص متوسطه 35%) والفترة 2021-2022 (بمعدل تناقص متوسطه 42%) إلا أنه يبقى دائماً هناك طلب غير مُشبع على الصكوك، وهذا بلا شك سيُعطي دفعا لسوق الإصدارات في حال الامتثال له.

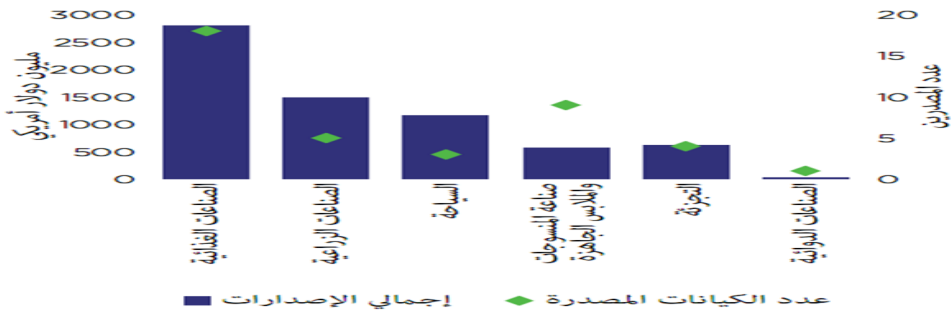
الشكل 23: الفجوة بين عرض الصكوك والطلب عليها خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على عدد من التقارير.

نمو صناعة الحلال: ففي السنوات الأخيرة دخلت الشركات العاملة في صناعة الحلال إلى أسواق رأس المال الإسلامية لتلبية احتياجاتها المالية (وذلك اعتباراً من أنه ينبغي أن يكون مصدر التمويل لصناعة الأغذية الحلال قائماً على أسس شرعية لضمان توافق عملية الإنتاج كلها مع أحكام وأنظمة الشريعة)، وقد لعبت الصكوك في هذا دوراً ملموساً كأداة للتمويل، حيث ولج سُوقها العديد من أصحاب الأعمال في صناعة الحلال بدءاً من صناعة ومعالجة وتمويل المنتجات الغذائية والتأمين والمنسوجات والملابس الجاهزة والسياحة

الشكل 24: إصدارات الصكوك في بعض قطاعات صناعة الحلال



المصدر: بيتك للأبحاث.

وحثّ الصناعات الدوائية. وحتى نهاية 2014 تمّ جمع ما يزيد عن خمس مليارات دولار من قبل نحو 40 مصدرراً للصّكوك منشؤها صناعة الحلال (أنظر الشكل أعلاه). فعلى سبيل المثال دخلت شركة المراعي التي تعمل في صناعة الأغذية والمشروبات الحلال سوق الصّكوك منذ مطلع عام 2012 وحتى نهاية 2014 ثلاث مرات، تمكّنت على إثرها من جمع أكثر من مليار دولار من لتمويل احتياجاتها.

❖ وقد نُجمل هنا بالإضافة إلى ما سبق ذكره عوامل أخرى كان لها في نظرنا دورٌ في إعطاء دفع لسوق الصّكوك:

* الاستقرار المالي والسياسي الذي شهدته منطقة الخليج. ولقد نعلم أن انخفاض المخاطر السياسية يدعم جانب التصنيفات (معظم دول الخليج لديها تصنيفات أعلى من ماليزيا)، الأمر الذي انعكس إيجاباً على عوائد الصّكوك وجعلها أكثر تنافسية.

* تحسّن توقّعات الاستثمار في الأسواق الرئيسية مثل ماليزيا والإمارات العربية.

* الانتعاش الاقتصادي الذي عرفته منطقة الخليج لا سيما في مجال العقار والتطوير العقاري الذي يُعدّ وجهاً وضرباً مفضلاً لعمليات التصكيك لوجود أصول داعمة.

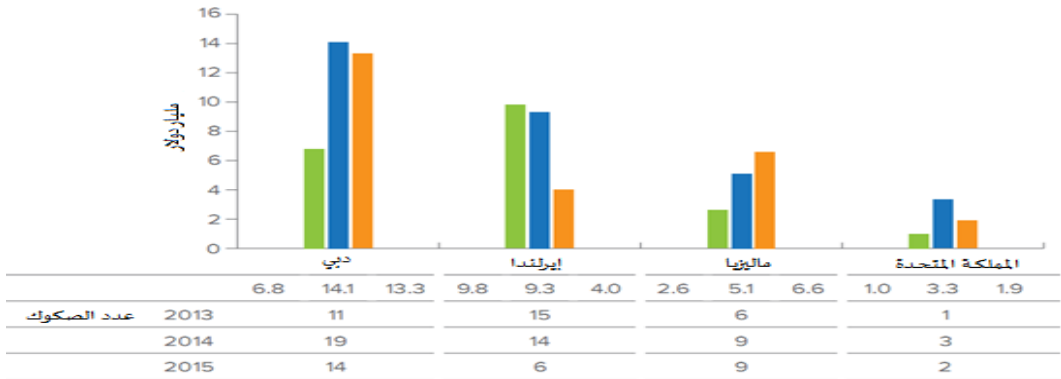
* وإذا كانت ثمة أسباب أخرى يُعزى إليها نمو سوق الصّكوك المشهود، فهي تلك العوامل والأسباب التي قادت ماليزيا تحديداً (باعتبارها العمود الفقري للسوق بجناحيها والصّانع الحقيقي والرئيسي له) نحو إيجاد سوق صكوك سريعة التّم والتوسّع. وباختصار فإن مردّ نجاح ماليزيا في تحقيق ذلك يتلخّص - حسب نظرنا - في عوامل أساسية ثلاث هي: أولاً، توقّر الإرادة السياسية، أي رغبة الحكومة الماليزية في دعم إنشاء السوق. ثانياً: وجود نظام يعترف ويقرّ بمفهوم الملكية، ممّا جعل من الهينّ إتمام معاملات الصّكوك وبأقلّ كلفة. وأخيراً، وجود حوافز ضريبية مختلفة جعلت التمويل الإسلامي بديلاً أقلّ كلفة اقتصادياً للمؤسّسات الرّاغبة في زيادة رأس المال. وبموازاة ذلك، نمت قاعدة المستثمرين في البلاد، حيث ضمت عدداً متزايداً من المصارف الإسلامية (حوالي 30 مصرفاً) وشركات تكافل وصناديق استثمار، هذا مع تواجد كمّيات متزايدة من الأصول وفائض كبير في السيولة، وسوق مالية محلية عميقة.

* **عمليات التطوير التنظيمي:** فالتمو المهم الذي شهده سوق الصّكوك كان مدفوعاً إلى حدٍ ما بعمليات التطوير المستمرة التنظيمية (راجع مختلف أعداد مجلة أخبار التمويل الإسلامي، بيتك للأبحاث، زاوية) (اللوائح والتشريعات) التي تمّ إدخالها على الأسواق الرئيسية (كسوق ناسداك دبي وسوق المملكة المتحدة ونحو ذلك)

وغير الرئيسية (Filippo di Mauro and Others, 2013,p26-30)، لإيجاد نوع من تكافؤ الفرص بين الأدوات التقليدية والإسلامية. وقد نجح في ذلك عددٌ من الأسواق البارزة خاصة ماليزيا والإمارات العربية حيث كان النمو في وقتٍ مبكرٍ من القطاع مدفوعاً إلى حدٍ كبيرٍ بالتنظيمات التي أرستها الحكومات آنذاك والتي جعلت من الصكوك أكثر قيمة لتوفير احتياجات الجهات المصدرة والمستثمرين على حدٍ سواء.

* اتجاه المصدرين الأجانب (شركات وحكومات) إلى الأسواق الناشئة (منطقة الخليج وآسيا) لجذب السيولة بسبب الشح الكبير فيها في أعقاب الأزمة العالمية. ويتجلى ذلك بوضوح في ارتفاع حجم الإصدارات الأجنبية (الأوربية وغيرها) من الصكوك، وإدراج عدد من الإصدارات ضمن تعاملات أسواقها المالية - أنظر الشكل رقم 26-.

الشكل 26: إجمالي الصكوك المدرجة في أهم البورصات



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه

International Islamic Financial Market, 'A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market', 5th edition, p94.

* تنامي حجم الإصدارات السيادية، والذي يأتي في إطار السعي المتواصل للحكومات نحو: جمع الأموال لدعم النمو والنشاط الاقتصادي (خاصةً وأنها توفر تمويلًا مستقرًا وطويل الأجل)، وتنوع مصادر تمويل الموازنة العامة واستخدام الصكوك في تنفيذ سياستها النقدية والمالية، والعمل على تحديد مستويات مرجعية من العائد تيسر التمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية من كيانات القطاع الخاص، والتوجه نحو إيجاد أدوات استثمارية بديلة وتعزيز تنمية السوق المالية الإسلامية..... الخ. فهذه وأخرى كلها أهداف شكّلت في نظرنا أساساً قوياً لعبت دوراً مهماً في تحريك الإصدارات السيادية، والتي بدورها دفعت وبشكلٍ قوي سوق

الإصدارات تماماً كما رأينا من ذي قبل.

هذه باختصار جُملة الأسباب والعوامل التي كان لها دورٌ في النّمو الذي آلت إليه سوق الصّكوك. وفي نظرنا فإنّ فُرص توسّع تلك السّوق مُستقبلاً لا تزال قائمة.

4. أسباب محدوديّة سُوق الصّكوك الأوّلية والثّانوية

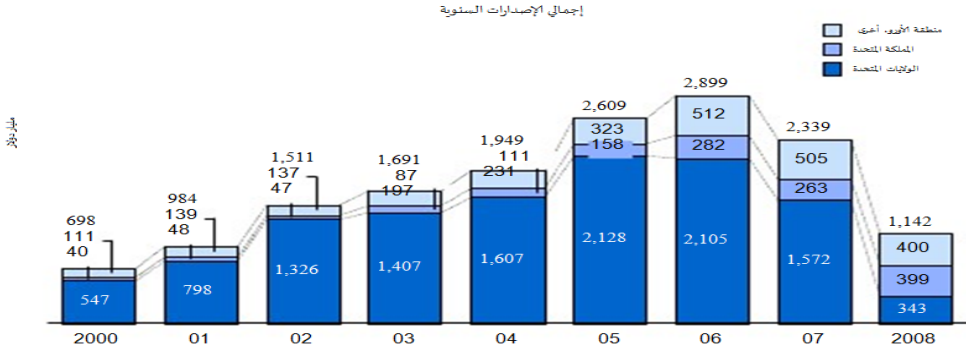
لئن كان من المفترض وفقاً لما هو عليه حال الأسواق المالية العالمية أن يكون حجم السّوق الثّانوية أكبر بكثيرٍ من حجم السّوق الأوّلية (الإصدارات)، فإنّ المَطَّلَع على حال سوق الصّكوك الثّانوية الإسلاميّة لا يلمس فيها بحالٍ - وللأسف - ذلك الاعتبار، فالتداول من الصّكوك لا يمثّل في الواقع إلاّ جزءاً يسيراً من إجماليّ الإصدارات خصوصاً خلال الفترة 2003-2014 إذ أنّ ثَمّة فقط 31.7% من الإصدارات دخلت مجال التداول، وأما النّسبة الباقية (68.2%) فبقيت حبيسة السّوق الأوّلية. ومع أنّ النّسبة تتحسن قليلاً عند دمج تطورات الفترة 2015-2022 إلاّ نِسبة ما هو متداول من الصّكوك تبقى محدودة للغاية (لا تتجاوز النّسبة 62%). ولا يدلّ هذا الوضع إلاّ على وجود خلل، إذ لا يستقيم بأيّ حالٍ من الأحوال التّهوض بسوق مالية من خلال جانب العرض فقط، بل إنّ حيوية وفعالية أيّ سوق مالية مُرتهنة بتفعيل الجانبين، أي العرض والطلب معاً - سوق التداول -. هذا، ولا يتمثّل مظهر القُصُور في جانب التداول فقط، بل هو جارٍ حتّى في جانب العرض - سوق الإصدارات - فلا يخفى على أحد من العالمين ظآلة حجمها إذا ما قُورنت بنظيرتها التقليديّة، وذلك برغم تزاخم دواعي النّمو من ناحية وقوّة أثرها من ناحية أخرى.

وبطبيعة الحال فإنّ وضعاً كهذا ليس بقضية عارِضة، بل إنّ من الآكّد أنّ ثَمّة عدداً من العوامل والأسباب ساهمت في صنع ذلك الخلل، وقد يكفي أن نجلب منها للدّلالة على ذلك ما يلي:

☞ **العدد المحدود من الإصدارات وغياب الأدوات البديلة:** فسوق الصّكوك الأوّلية هي في الواقع سوقٌ ضئيلة جداً إذا ما قارناها بحجم سوق التوريق التقليدي. فإصداراتهما لا تكاد لا تتعدّى 1% من مجمل إصدارات هذه الأخيرة خلال الفترة 2001-2008 - أنظر الشّكل أدناه -. ولعلّ العلة الأساس في ذلك تكمن في محدوديّة المؤسّسات الاستثماريّة والمالية القادرة على إصدار الصّكوك، وغياب آلية جيدة للتسعير

تسهل عمليات الإصدار الجديدة.

الشكل 27: تطوّر سوق التوريق العالمي خلال الفترة 2000 – 2008



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه.

McKinsey & Company, 'Global Capital Market: Entering A New Era', research paper, 2009 p26.

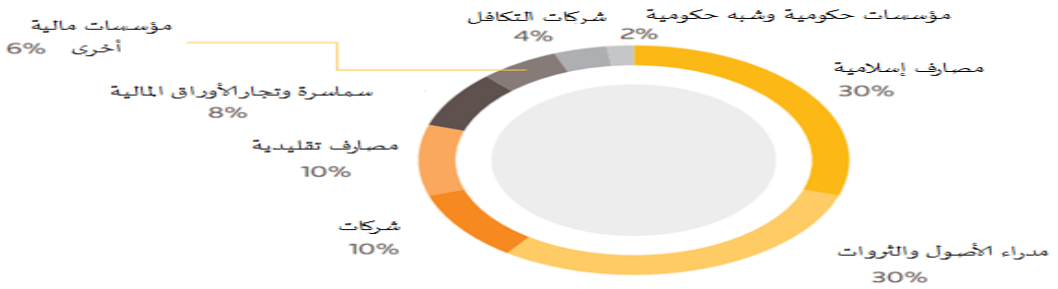
وما قد يعضد تينك السببين هو عدم رغبة بعض الحكومات ومنها الخليجية في إصدار المزيد من الصكوك- خاصة وأن إصداراتها ذات جدوى وأهمية بالغة في تطوير السوق، لأنها تصدر من كيان ذو مخاطرة معدومة وقيم كبيرة من جهة أخرى- لأسباب وصورف نذكر منها:

- نقص في الكوادر المتخصصة.
- معظم الإصدارات الحكومية يتم شراؤها من قبل مؤسسات مالية عالمية متهمة أكثر بالحصول على العائد من غير الالتفات إلى كون هذه الإصدارات سندات تقليدية أو صكوك إسلامية.
- لا يوجد حافز حقيقي لهذه الحكومات لإصدار الصكوك سوى رغبتها في تطوير أسواق المال الإسلامية.
- وجود جانب كبير من الصكوك الصادرة على أساس الصيغ القائمة على الدين: فالمتبع لتطورات إصدارات الصكوك حسب الهيكل للفترة 2001- 2022 يلحظ حضوراً بارزاً وقوياً لصكوك المراجعة خاصة في السوق المحلية -وهي السوق التي تشكل الجانب الأكبر لسوق الإصدارات كما سبق واتضح لنا من قبل- حيث بلغت حصتها 71% تقريباً من مجمل الإصدارات خلال الفترة 2001- 2015 و30% خلال الفترة 2016- 2017 و48% خلال سنة 2021 وأكثر من 29% خلال عام 2022. وغني

عن البيان أن الشريعة لا تسمح بتداول الدين إلا بقيمته الاسمية.

يُضاف إلى ما سبق حقيقة أن الصكوك المصدرة لا تُتاح في الأغلب الأعم للمُستثمرين العاديين وأن حملتها هم عادة من كبار المستثمرين. ويؤكد على ذلك واقع السوق، حيث تُشير التقارير إلى وجود سيطرة واضحة للمؤسسات المالية وعددٍ قليلٍ من المؤسسات الاستثمارية على مجمل السوق الثانوية. ولقد نعلم أن وجود لاعبين كهؤلاء مما يعرقل حركية وحيوية هذه الأخيرة، ذلك أنهم يُسهمون بشكلٍ كبيرٍ في إطالة إجراءات التداول والمقاصة.

الشكل 28: الفئات الاستثمارية الفاعلة في سوق التداول



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه.

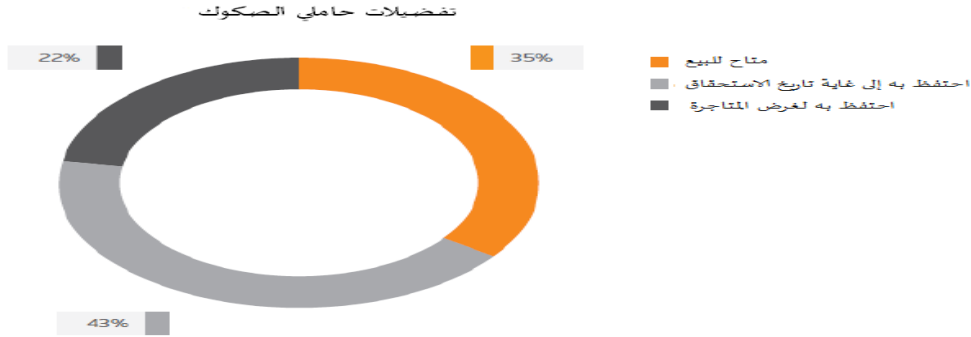
Thomson Reuters, 'Sukuk Perceptions and Forecast Study 2017', research paper, 2017, p90.

غياب العمق: فكما أشرنا في صدر هذا المحور، فإن ما يزيد 68% وما يربو عن 39% من مجمل ما تم إصداره من الصكوك خلال الفترة 2001-2014 والفترة 2001-2022 على التوالي، بقي حبيس السوق الأولية، أي لا تجري عليها تداولات. والأسباب في ذلك برأينا جمّة متكاثرة، وقد نذكر منها على وجه التحديد ما يلي:

● سيطرة وتسلط طابع الاحتفاظ بالصكوك لدى المستثمرين: إذ تشير إحدى الدراسات الميدانية إلى أن 65% من حاملي الصكوك يؤثرون الاحتفاظ بها- أنظر الشكل أدناه-. وقد تعود العلة في ذلك إلى وعدم وجود بديل لها في السوق. كما قد يُعزى السبب في ذلك أيضاً إلى سيادة النمط العائلي للمشروعات والشركات، حيث تدور الصكوك في غالب الأحوال بين أفراد العائلة أو بين عددٍ محدودٍ من

النّاس. وبطبيعة الحال فإن هذا الوضع يتعارض حتّى مع الهدف الحقيقي من وراء إيجاد الصّكوك، ناهيك عن هدف بناء سوق ماليّة إسلاميّة حيويّة ونشطة.

الشكل 29: شكل يوضّح مدى تفضيل حاملي الصّكوك الاحتفاظ بصكوكهم



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على المرجع الموضح أدناه ويتصرف.

Thomson Reuters, 'Growing the Global Footprint of Sukuk, Tapping New Sovereign & Corporate Opportunities in the Islamic Capital Markets', Research paper, 2015, p12.

✦ وجود جانب كبير من الإصدارات غير مدرج في الأسواق الثانوية بسبب مشكلة ضعف أو غياب الإطار التشريعي والتنظيمي والفني - واختلافه بين الدول في حال وجوده - (أي مؤسسات البنية التحتية المساندة مثل أنظمة التداول والتسوية، ومؤسسات مراقبة أداء الإصدارات، ومعايير محاسبة ومراجعة قياسية... ونحو ذلك) لإدراج وتداول الصّكوك، وبسبب مسألة عدم توحيد (تنميط) الهياكل نتيجة غياب معايير شرعية موحّدة (لعلّ أوضح دليل أو بيان على ذلك الصّكوك الماليزية التي لم تلق إقبالاً كبيراً في منطقة الخليج).

✦ وقد يضاف إلى ذينكين السببين إشكالية التصنيف الائتماني، بمعنى استعصاء الحصول على تقييم ائتماني جيّد وفقاً للمعايير الغربيّة - تأتي أهميّة هذا الجانب اعتباراً من أن التصنيف يُعطي المنتج فرصة في التسوق والقبول لدى العملاء بصورة أكبر -.

☞ عدم توفر البيئة القانونيّة المناسبة التي تشجّع المستثمرين على اقتناء الصّكوك: فثمة نُدرّة في الأحكام القضائية المنشورة التي تعالج موضوع حقوق حاملي الصّكوك. وليس بخافٍ على أحد أنه لا قدر ولا أهميّة لوجود أسواق للتداول إذا لم تلك مؤسسة على قوانين وتشريعات تضمن حقوق جميع الأطراف بكلّ

وضوح وشفافية ونظام قضائي فاعل ومؤهل، خاصة وأن مثل تلك القضايا- أي الحقوق- لا تحمل التأخير أو المماطلة.

✍ غياب آلية لإصدار صكوك للشركات الصغيرة والمتوسطة نظراً لصعوبة إدراجها في الأسواق والتكلفة العالية نسبياً لإصدارها.

✍ محدودية عدد المؤسسات كلاعبين (صناع) مُتخصّصين في تقديم عروض وطلبات مُستمرة، وافتقار المصارف الإسلامية إلى القدرة على هيكلة أو إنشاء أو ترتيب المعاملات في سوق رأس المال، وذلك باعتبارها- نظرياً- من أهمّ الفاعلين في الأسواق الماليّة الإسلاميّة.

✍ لا يزال عددٌ كبير من المشاركين في السوق بمن فيهم المستثمرين، حديثي العهد بالصكوك، وأكثرهم يفتقر إلى الإلمام الكافي بالمضامين القانونية لهذه الأداة- بل لا يملكون دراية كافية حول الصكوك أكثر من الأسهم-. هذا فضلاً عن نظرهم إليها كأداة ذات عائِدٍ مُحدّد وبكونها مُرتبطة بمُعدّلات الفائدة العالميّة.

✍ محدودية مساهمة المؤسسات ذات الاستراتيجيّة الاستثماريّة طويلة الأجل كصناديق التقاعد ومؤسسات التمويل- وذلك بسبب قلة الإصدارات من الصكوك ذات الأجل الطويل-، لا سيما في الأسواق الرئيّسية مثل دول مجلس التعاون الخليجي.

✍ غياب وكالات التصنيف المحليّة: إذ لا توجد حالياً وكالات تصنيف محليّة مُنتشرة في المجتمعات الإسلاميّة ذات الأسواق الماليّة. ولقد نعلم أن لجوء الشركات الراغبة في مُمارسة نشاط التصكيك إلى شركات التصنيف العالميّة يُحمّلها بلا شك مزيداً من التكاليف، وقد يؤخّرها فضلاً عن ذلك عن الحصول على التمويل المطلوب في الفترة المحدّدة بسبب طول مدّة إجراءات التقييم والتصنيف. وهذا بلا ريب يشكّل عاملاً يعوق إلى حدٍ ما من رغبة ومكنة العديد من الشركات من التعامل في الصكوك إصداراً.

✍ تنزع الانفاقيّات القانونيّة الخاصّة بالصكوك عموماً إلى اعتبارها أداة مُعقّدة نوعاً ما وكثيرة التشابك وذلك لأنها في كثيرٍ من الأحيان تحاول التوفيق بين المتطلّبات الشرعيّة من جهة وبين المتطلّبات القانونيّة من جهة أخرى. وهذا التصنيف من شأنه أن يحدّ من التوسّع في التعامل بالصكوك وبالأخصّ في الأسواق

الثانوية الغربية.

ضعف معدلات العوائد التي تعرضها الصكوك المدرجة في الأسواق الثانوية مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى. فعلى سبيل المثال تؤكد شركة جدوى للاستثمار على أن الصكوك المدرجة في سوق الأسهم السعودية لا تقدم أيّ إجراءات تعوّض عن ضعف التداول (شركة جدوى للاستثمار، 2009 ص07).

القيود التطبيقية، وخاصة تلك التي تنشأ عن شروط التسجيل، والتي تملئها كثيرٌ من القوانين. فمعظم الدول تفرض تسجيلاً للملكية العقارات والسيارات والطائرات والبواخر.... وما أشبه ذلك من الأصول، ومثل هذا التسجيل يُعرقّل عملية تداول الصكوك ويحدُّ منها بقدرٍ كبير (منذر قحف ومحمد محمود الجمال 2013).

ارتفاع أسعار الصكوك (القيمة السوقية للصكوك) قياساً بالإمكانات المالية لصغار المستثمرين - والذين من المفترض أن يمثلوا الغالبية من الفاعلين في أسواق التداول-. فعلى سبيل المثال يُقدّر الحد الأدنى لقيمة الصك في الأسواق السعودية 10 آلاف ريال سعودي، و10 آلاف درهم للصك للاشتراك في صندوق الهلال للصكوك العالمية. ولقد نعلم أن زيادة عمق السوق وكفاءته يعتمد على ولوج عدد كبير جداً من المستثمرين في السوق.

الشكوك حول مقدرة الشركات من أداء التزاماتها.

الكثير من الأسواق الثانوية المنظمة لا تسمح بإدراج الصكوك ذات المعدلات المتغيرة (Faizal Ahmad, 2005, p66).

محدودية الوعي بشأن الصكوك الإسلامية في الأسواق الغربية.

يُضاف إلى ذلك حقيقة سيطرة أسواق مُحدّدة على سوق الصكوك الثانوية الإجمالية، إذ يشير تقرير الصكوك الأخير إلى أن 76% من مجمل الصكوك المتداولة متأتّي من ثلاث أسواق فقط هي: ماليزيا السعودية والإمارات العربية. ولا يحتاج الأمر إلى إثبات للقول بأن من الأسباب المباشرة لضحالة الأسواق محدودية صنّاع السوق.

هذه إذن وغيرها جملة العوامل التي كانت في نظرنا سبباً في القصور الحاصل في سوق الصّكوك الإسلامية الأولى والثّانوية على حدّ السّواء. وفي رأينا فإن تلك السّوق ستظلّ رهينة الضّالة والضّحالة ما لم تُبذل جهودٌ مُضاعفة لمعالجة أوجه القصور تلك.

5. خاتمة:

عُنت الدراسة جملةً وتفصيلاً بقراءة في العوامل التي كانت سبباً في النّمو الذي شهده سوق الصّكوك خلال الفترة 2001-2022 من ناحية، وبحث في الأسباب التي حالت دون تعاضد حجمها واتّساع تداولاتها من ناحية أخرى. وبعد عرضٍ للتطوّرات التي شهدتها السّوق بجناحيها الأولى والثّانوية وفقاً لاعتبارات عدّة، وقف البحث على عددٍ من النتائج نرى أن نقيّد معالمها في العرض التالي:

تُحظى صناعة الصّكوك بمكانة مُعتبرة ضمن هيكل أصول الصّناعة المالية الإسلامية، وذلك بفعل معدّلات النّمو التي تحقّقها من سنة لأخرى مقارنةً بغيرها من الأصول.

تبيّن على إثر تشخيص تطوّرات السّوق الأولى والثّانوية للصّكوك، أن هذه الأخيرة أقلُّ حركية وفعالية مُقارنة بالأولى، وبأنّ ثمة حضورٌ ضعيف لدول الخليج - إصداراً واكتتاباً- (التي يفترض أن تكون حاضنة التمويل الإسلامي بقوة) مُقارنة بالمنطقة الآسيوية وبالأخصّ ماليزيا.

تجلى لنا على إثر دراسة تطوّرات السّوق الأولى أن نموّها كان نتاجاً لعوامل عديدة أهمّها: ضخامة حجم الإنفاق على مشاريع البنية التحتية وتحسيناتها، الدور المحوري للمؤسّسات التنموية مُتعدّدة الأطراف، بلوغ تواريخ الاستحقاق والحاجة إلى إعادة التمويل دُخول لاعبين جُدد، الثروة النَّفطية، تزايد الطلب على أدوات التمويل الإسلامي، الدّعم المصرفي الإسلامي للسّوق، البحث عن تنويع مصادر التمويل، قوّة جانب الطلب على الصّكوك، وعمليات التطوير التنظيمي... وغير ذلك ممّا وقفنا عليه.

على الرّغم من تعدّد عوامل نمو السّوق الأولى فإن السّوق الثّانوية بقيت محدودة للغاية، وترجع العلة في ذلك إلى عوامل كثيرة أهمّها: سيادة نمط الإصدارات القائمة على صيغ الدّين، سيطرة وتسلّط طابع الاحتفاظ

بالصّكوك لدى المستثمرين، محدودية الإصدارات المدرجة في التداولات، غياب البيئة القانونيّة المناسبة لمحدودية صانعي السّوق والأعبين فيها، ضعف معدّلات العائد وارتفاع قيمة الصّكوك الإسمية، نقص الوعي بالصّكوك.

❖ قراءة الوضع المستقبلي لسوق الصّكوك هو أمرٌ من الصّعوبة بمكان لكونها سوق تحيا بين دوافع التّمو وعوامل المحدودية.

هذا، ولقد نعلم أن من تمام الفائدة وحسن الختام أن تذيّل الخاتمة بتوصيات، فنقول أن ثمة مجال كبير أمام أصحاب القرار وواضعي السياسات لخلق حيوية في هاته السوق الواعدة من خلال تعظيم الاستفادة من فرص النمو واتخاذ خطوات وإجراءات لإصلاح جوانب النقص التي تعاني منها سوق التداول ولقد نعلم أن الإمكانيات في هذا الصدد ليست بقليلة وما نحتاجه هو الاهتمام فقط.

6. قائمة المراجع:

- سمير عبد الحميد رضوان. (1996). أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. القاهرة: المعهد العالمي للفكر الإسلامي.
- مجلة أخبار التمويل الإسلامي. بيتك للأبحاث. زاوية.
- أدوالفو باراهاس ورافل شامي. (2013). الشرق الأوسط: التركيز على المستقبل. مجلة التمويل والتنمية.
- شركة جدوى للاستثمار. (2009). سوق الصّكوك السعودية، تقرير.
- منذر قحف ومحمد محمود الجمال. (2013). صكوك الإجارة الموصوفة في الذمة، ورقة بحثية مقدّمة للدورة الحادية والعشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- Filippo, M and Others. (2013). Islamic Islamic Finance in Europe. European Central Bank.
- Faizal, M. (2005). Securitization: An Important Recipe for Islamic Banks - A Survey' Review of Islamic Economics. V.9. N°01.
- International Islamic Financial Market. (2016). A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market. Sukuk Report. 5th edition.
- International Islamic Financial Market. (2023). A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market', Sukuk Report, 12th Edition.
- Henry, C and Others. (2008). Understanding Shariah Investment. RREEF Research.

- Baljeet, K. (2007). Enhancing The Intermediation Process in The Capital Market. Kuwait Finance House Research.
- Standard & Poor's. (2012). Islamic Finance Outlook 2012. Report.
- Standard & Poor's. (2015). Islamic Finance Outlook 2016. Report.
- Thomson Reuters. (2015). Growing the Global Footprint of Sukuk, Tapping New Sovereign & Corporate Opportunities in the Islamic Capital Markets. Research paper.
- Thomson Reuters. (2012). Islamic Finance Gateway. research paper.
- Thomson Reuters. (2017). Sukuk Perceptions and Forecast Study 2017. research paper.
- Thomson Reuters. (2018). State of The Global Islamic Economy. Report.
- Elyès, J et Olivier, P. (2008). Enjeux Et Opportunités Du Développement De La Finance Islamique Pour La Place De Pari. Rapport remis à Paris Europlace.
- The McKinsey Global Institute. (2013). Financial globalization: Retreat or reset?. Report.
- McKinsey & Company. (2009). Global Capital Market: Entering A New Era. research paper.
- McKinsey & Company. (2009–2010). The Financial Crisis and the way forward. the World Islamic Banking Competitiveness Report.
- Ruslena, R. (2018). Sustainability of Malaysia's Sukuk market: Strong domestic demand driving resilience. islamic finance news.