

مستقبل الصكوك الإسلامية في أعقاب الأزمة المالية العالمية لعام 2008م

أ. حكيم براضية

لمركز الجامعي تسمسليت، الجزائر

البريد الإلكتروني:

hakim.berradia@gmail.com

أ.د. محمد زيدان

جامعة الشلف، الجزائر

البريد الإلكتروني:

zidane1962@gmail.com

الملخص:

تشهد صناعة الصكوك الإسلامية اهتماما إقليميا وعالميا واسعا باعتبارها أداة تنموية تحول دون تحميل الموازنة العامة للدولة أي أعباء إضافية، وتضاعف الاهتمام العالمي بها خصوصا بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث دفعت هذه الأخيرة العالم إلى البحث عن طرق جديدة للنهوض من كبوته وإيجاد حلول بديلة لتلك التي كانت السبب في حدوث هذه الأزمة.

ومن هنا حظيت المصرفية الإسلامية ومنها صناعة الصكوك الإسلامية على قدر كبير من الاهتمام في الدراسات من التشريعات في الكثير من المؤسسات الاقتصادية الغربية في الآونة الأخيرة، وبناءً على هذه الدراسات عدلت العديد أدوات وسياسات مالية إسلامية للحد من مخاطر هذه الأزمة وتجنب مسبباتها مرة المصرفية الغربية بما لا يمنع من تبني أخرى.

الكلمات المفتاح: الصكوك الإسلامية، الأزمة المالية، سوق الصكوك، وكالات التصنيف...

Abstract:

Industry is Islamic Sukuk attention regionally and globally and wide as a development tool to prevent loading the state budget any additional burdens, and increased global interest in them, especially after the global financial crisis in 2008, was paid by the latter the world to search for new ways for the advancement of its collapse and to find alternative solutions to those the cause of this crisis.

Hence, had the Islamic banking, including the industry sukuk a great deal of attention in studies of Western economic Recently, the basis of these studies was amended several pieces of legislation in many banking institutions, Bank, including not preclude the adoption of tools and policies of Islamic financial to reduce the risk of this crisis and avoid the causes again

Key words: Islamic Sukuk, the financial crisis, and agencies Category, sukuk market ...

المقدمة:

حققت الصناعة المالية الإسلامية نجاحاً كبيراً منذ السبعينيات من القرن العشرين، باعتبارها تقوم على أسس ومبادئ سليمة تحول دون المضاربات والمقامرات، الأمر الذي جعلها تتم بشكل ملحوظ وتحافظ على استقرارها في ظل المتغيرات والأحداث الدولية، وقد كانت الأزمة المالية العالمية أحد أهم الاختبارات التي واجهتها، وعلى الرغم من أن صناعة الصكوك الإسلامية صناعة ناشئة وواعدة تشهد انتشاراً وتوسعاً كبيرين استطاعت أن تجد لنفسها مكانة بارزة في أسواق المال الدولية، لذا وجب البحث عن إنجازات هذه الصناعة وتداعيات الأزمة المالية العالمية عليها ومحاولة استشراف النظرة المستقبلية لهذه الصناعة، بالإضافة إلى التحديات التي تواجهها وتقف عائقاً أمام نموها وتوسعها مع الإضافة إلى سبل مواجهة تلك التحديات.

1- مشكلة البحث: سنحاول في هذا البحث تناول ماهية الصكوك الإسلامية وإبراز الإنجازات التي حققتها صناعة الصكوك الإسلامية، وتداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م عليها، والتحديات التي تعترضها، إضافة إلى استشراف مستقبل هذه الصناعة في ظل المتغيرات الراهنة، وذلك بالإجابة على الأسئلة التالية:

- ما المقصود بالصكوك الإسلامية، ماهي أنواعها وفيما تتمثل أهميتها الاقتصادية وضوابطها الشرعية؟

- هل تأثرت الصكوك الإسلامية جراء الأزمة المالية العالمية لعام 2008م؟

- ما هي الآفاق المستقبلية لصناعة الصكوك الإسلامية، وما هي التحديات التي تواجهها؟

2- أهمية البحث: تأتي أهمية البحث في موضوع صناعة الصكوك الإسلامية إلى:

- الانتشار العالمي لصناعة الصكوك الإسلامية، حيث عرفت رواجاً كبيراً وتطوراً ملحوظاً، بالإضافة إلى سعي الكثير من الدول الغربية والإسلامية إلى وضع تشريعات وقوانين لاستعمالها في المعاملات المالية؛
- التحديات التي تواجه هذه الصناعة والدور المنتظر منها في تمويل مختلف المشاريع، وخاصة مشاريع البنية التحتية؛
- المعدلات الإيجابية التي حققتها صناعة الصكوك في ظل الأزمة المالية العالمية مقارنة بالأدوات المالية الأخرى.

3- محاور البحث: للإجابة على مشكلة البحث سنحاول معالجة الموضوع من خلال المحاور التالية:

المحور الأول: الصكوك الإسلامية (مفهومها، أنواعها، أهميتها وضوابطها الشرعية)؛

المحور الثاني: انعكاسات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م على صناعة الصكوك الإسلامية؛

المحور الثالث: الآفاق المستقبلية لصناعة الصكوك الإسلامية في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية.

4- الدراسات السابقة:

- دراسة (زاهرة علي محمد بني عامر، 2008): الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير في كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة اليرموك الأردن تحت عنوان "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية" خلصت الباحثة في هذه الدراسة إلى أن التصكيك الإسلامي يشابه التصكيك التقليدي من حيث كونه آلية لتجزئة الأصول، ولكنه يختلف عنه من حيث انضباط الأول بأحكام المعاملات المالية الإسلامية. كما بينت الباحثة أنه يمكن أن يكون للتصكيك الإسلامي تأثير على مستوى الاقتصاد الكلي من حيث قدرته على جذب المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية ومشاريع البنية التحتية، وحل مشكلة المديونية من خلال استبدال سندات الدين العام بصكوك استصناع وصكوك منافع عامة إسلامية، والتأثير على كفاءة العمل المصرفي الإسلامي، كما أن التصكيك الإسلامي قد يعمل على تطوير الأسواق المالية الإسلامية من خلال الزيادة الكمية والنوعية للأدوات المالية الإسلامية المطروحة فيها، وإيجاد مؤسسات مالية جديدة متعاملة في الأسواق المالية.

- دراسة (أسامة عبد الحليم الجورية، 2009): الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير في معهد الدعوة الإسلامية تحت عنوان: "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، جاءت هذه الدراسة في أربعة فصول، الفصل الأول خصص للحديث

عن الأوراق المالية التقليدية والتكليف الفقهي لصكوك الاستثمار، بالإضافة إلى الفرق بينهما، بينما استعرض الفصل الثاني أنواع الصكوك، والثالث واقع الصكوك وحجم إصدارها، بينما تناول الفصل الرابع الدور التنموي للصكوك الإسلامية. وخلصت الباحثة إلى أن للصكوك دوراً كبيراً في الاقتصاد العالمي من خلال مساهمتها في تطوير السوق المالية الإسلامية الدولية ومركز لإدارة السيولة وأداة استثمار للبنك الإسلامي للتنمية، كما أن لها دوراً في الاقتصاد المحلي، بحيث يمكن استخدامها كأداة من أدوات السياسة المالية والنقدية وكوسيلة تمويلية على المستوى الكلي والجزئي.

- دراسة (عبد الملك منصور، 2009): الدراسة عبارة عن بحث مقدم في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي تحت عنوان "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة" تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى ماهية الصكوك الإسلامية وأنواعها وخصائصها، وأسس إصدارها وتداولها، ودورها في تطوير السوق المالية وتوفير الموارد للاحتياجات الاستثمارية للمؤسسات الخاصة والحكومية، كما تناول الباحث تجارب إصدار هذه الصكوك على المستوى الدولي، والمشكلات التي واجهتها، ودراسة الإطار التشريعي لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية، وعرض مقترح تشريعي للصكوك. وخلص الباحث إلى أهمية التعامل بالصكوك الإسلامية، وكيفية تفعيل دورها على المستوى المصرفي، والسوق المالي، والاقتصاد الوطني والمالية العامة.

المحور الأول - الصكوك الإسلامية: مفهومها، أنواعها، أهميتها وضوابطها الشرعية

تشهد الأدوات المالية الإسلامية انتشاراً وازدهاراً واسعاً، ومن أبرز هذه الأدوات الصكوك الاستثمارية التي تمكنت من استقطاب العديد من المستثمرين، وأصبحت كواحدة من أهم الأدوات التي استطاعت أن تجد لها مكانة بارزة في الأسواق المالية.

أولاً- تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها:

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله".¹

أمّا مجلس الخدمات المالية الإسلامية فيعرفها بأنها: "جمع صك ويشاد لها عادة بـ (سندات إسلامية)، وهي شهادات، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة".²

وعرف قرار رقم 137(15/3) التصكيك بأنه "إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً وبهذا التعريف تخرج السندات التقليدية التي تمثل ديوناً وفوائد، والتي صدر بحرماتها قرار رقم 62(6/11).³

بناءً على ما سبق يمكن تعريف الصكوك الإسلامية، على أنها عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تمثل ملكية شائعة في أعيان أو منافع أو خدمات أو خليط منهما، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب، واستخدامها فيما أصدرت من أجله.

ويمكن استخلاص الخصائص التي تتميز بها الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، فيما يلي:

- الصك وثيقة تثبت لصاحبها حق ملكية شائعة في موجودات؛
- تصدر الصكوك على شكل أوراق مالية متساوية القيمة؛
- يستحق صاحب الصك المشاركة في أرباح المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك؛

- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعا في التعاقد.
- تتوافق الصكوك الإسلامية مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات؛^v
- قابلية الصكوك للتداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً.

والفرق بين (الصكوك الإسلامية) والسندات (الصكوك التقليدية)، هو أن (الصك الإسلامي) ملكية شائعة في أصول أو منافع، وبالتالي فهي متوافقة مع القاعدة الاقتصادية الإسلامية التي تحرم الربا المتمثل في ضمان عوائد ثابتة بغض النظر عن الربح أو الخسارة، (فالصكوك الإسلامية) تعطي دخل لمالكيها مقابل تجارة معينة أو تأجير لأصل أو غيره من أنواع الصكوك المتاحة، وهي عبارة عن أوراق (صكوك) تثبت حق ملكية في أصل معين، و(الصكوك) في الاقتصاد الإسلامي يقابلها (السندات المالية) في الاقتصاد التقليدي، ويتميز (الصك) بضرورة وجود الأصل، فإن (السندات التقليدية) قد تصدر بضمان المنشأة فقط، وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمصرفية الإسلامية (الصكوك الإسلامية) أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري، وذلك بعد تحصيل قيمة (الصكوك) وقفل باب الاكتتاب واستخدامها فيما أصدرت من أجلها^{vi}.

ثانياً - أنواع الصكوك الإسلامية:

أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعاً من الصكوك الإسلامية، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً واستخداماً يمكن حصرها فيما يلي^{vii}:

- 1- **صكوك الإجارة:** وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب السوق^{viii}.
- 2- **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وعليه تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

3- **صكوك الاستصناع:** وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك. والمصدر لتلك الصكوك هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع.

4- **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار، وتتخذ هذه الصكوك أشكالاً، منها^{ix}:

4-1 **صكوك المشاركة:** وهي عبارة عن "صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يُرجع إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية^x.

4-2 **صكوك المضاربة:** وهي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت.

- 4-3 صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار والمكتتبون هم الموكّلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكّل باستثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله من موجودات بغنمها وغمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد، والمصدر (الوكيل) يحصل إما على نسبة من الربح أو على مبلغ محدد، سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق.
- 5- صكوك المزارعة: هي عبارة عن وثائق تصدر متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتمويل مشروع معين على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك نصيب في المحصول وفق ما حدده العقد^{xi}. والمصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة. وقد يكون المصدر هو المزارع (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت حصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض.
- 6- 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.
- 7- صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.

ثالثاً- أهمية الصكوك الإسلامية:

1- فوائد الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي:

- تعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أماناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المشددة التي تمارسها المؤسسات والأجهزة المسؤولة عن عمليات التصكيك^{xii}.
- تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها^{xiii}.
- تصكيك الأصول تعتبر بديلاً لطرق التمويل الأخرى كالاقتراض أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي على كلاهما من قيود ومشاكل.
- تساعد الصكوك الإسلامية الأفراد والمؤسسات والحكومات من إدارة سيولتها بصورة مريحة.
- إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية.

2- فوائد الصكوك بالنسبة للمستثمرين:

- ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.
- تتميز الصكوك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني، وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى. بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة ذات الأغراض الخاص في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونياً في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك^{xiv}.
- توفر عمليات التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة.

- تقدم لصناديق الأوقاف وشركات الضمان التكافلي وصناديق التقاعد فرصة للاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت طويل الأجل التي تراعي أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي فهي تقدم لهم فرص استثمارية بديلة تتسجم مع كيبعة التزاماتهم الطويلة الأجل.

- للصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها.

3- فوائد الصكوك بالنسبة للاقتصاد الكلي:

- إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها، وبالتالي تقوي بنيتها التحتية. من هذه المؤسسات قيام شركات ذات الطبيعة الخاصة، وكالات التصنيف، خدمات المحاسبة والمراجعة الرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك^{xv}.

- تفكيك دور الوساطة التقليدية وتقليص دورها بالنسبة للمقترضين كمصدر للتمويل، وذلك بعد انتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور وحسابه، مثل صناديق الاستثمار المشترك إلى جانب توجه المقترضين بإصداراتهم مباشرة إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية من خلال البنوك التجارية وبنوك الأعمال وغيرها^{xvi}. مما يزيد من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد من حيث الأوراق المالية ومن حيث المتعاملين فيها.

- زيادة حجم عدد الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

- يميل التصكيك الإسلامي إلى إحداث بيئة تنافسية نتيجة لزيادة مصادر العرض^{xvii}.

رابعاً - الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية:

نظراً لاتساع تطبيق الصكوك عالمياً والإقبال المتزايد عليها، وما تناقلته وسائل الإعلام المختلفة من اتهامات وشبهات حول الصكوك الإسلامية، قام المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإعادة بحث موضوع إصدار الصكوك وتداولها في عدة اجتماعات، ليوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بما يلي:

1- عند إصدار الصكوك:

- يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء كانت أعياناً أم منافع أم خدمات، كما يجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقنها في موجوداته.

- لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذم مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير المقصودة في الأصل.

2- عند تحديد سعر الأصول:

أصدر المجلس الاستشاري الشرعي ضوابط بشأن تحديد سعر الأصول في الصكوك الإسلامية لتسهيل عملية تحديد سعر بيع الأصول المستخدمة باعتبارها الأصول التي تقوم عليها الصكوك^{xviii}، وقرر أن سعر بيع الأصول إذا كانت تباع بسعر أعلى من أسعارها فينبغي ألا تتجاوز 1.33 مرة من قيمة السوق، وعلى الجانب الآخر، إذا كانت الأصول تباع بسعر منخفض يجب ألا يقل سعر البيع عن 0.67 مرة من قيمة السوق.

3- عند استخدام الإيرادات^{xix}:

- يمكن استخدام الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك لأغراض تمويلية مادامت الأدوات المستخدمة موافقة مع الشريعة الإسلامية، وكذلك أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها من قبل الشريعة الإسلامية؛

- وكذلك يمكن استخدام هذه الإيرادات المتجمعة من إصدار الصكوك للعمليات التجارية العامة التابعة للمؤسسات المالية التقليدية طالما أنها لا تتطوي في أي الأنشطة والأدوات المخالفة للشريعة؛
- تمثل الصكوك حصة شائعة في حق صاحبها من الموجودات أو تمثل مشاركة في المشروع أو الاستثمار؛
- العائد بمثابة الربح وليس بالربا؛
- استعمال رأس مال الصكوك بما يتوافق مع الشريعة اعتماداً على المبادئ الشرعية التي قررتها هيئة الرقابة الشرعية.

4- عند تداول الصكوك:

من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي انتقال ملكية الصك من شخص إلي آخر هو من التصرفات الجائزة شرعاً، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثّلها الصك، فالتصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشرع لا تضع قيوداً علي التصرفات في العروض إلا إذا كانت أعيانها محرمة (كالخمر) أو شاب التعاقد ظلم أو غش...، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة.

فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا فيما يعرف من أحكام عقد الصرف، كذلك فإن التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط في الشريعة مثل تحريم بيع الدين بالدين، وتحريم بيع الدين بدين أكثر إلى أجل أطول، إلى غير ذلك من التفصيلات الفقهية^{xx}.

والخلاصة هي أن المبدأ الذي يستقى من أحكام المعاملات المالية الإسلامية هو التوسع في التصرفات المتعلقة بالأعيان والتقييد في التصرفات المتعلقة بالنقود والديون.

خامساً- الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية:

إن الضوابط الاقتصادية للصكوك الإسلامية والمنبثقة من الأعمال المصرفية الإسلامية هي كفيلاً بحماية الصكوك والأسواق المالية الإسلامية وكذلك الأسواق المالية العالمية في الوقت الحاضر. وفيما يلي أهم وأبرز الضوابط الاقتصادية للصكوك^{xxi}:

- التأكيد على توافر كافة ظروف ومستلزمات الإفصاح في السوق، وتجنب كافيّة العمليات المبنية على الربا أو الغرر والجهالة والخداع؛
- أن يكون التعامل مع مالكي الصكوك الحقيقيين، فالتعامل مع المالكين الحقيقيين يقلل من الوسطاء والمضاربين الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمصالحهم؛
- فرض قيود كبيرة على المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار بحيث توجه أموالها للاستثمار وليس للمقامرة، ففي بورصة طوكيو مثلاً لا يسمح لمثل هذه المؤسسات باستثمار نسبة تزيد عما تحدده سلطة السوق؛
- المراقبة المستمرة لعمليات السوق بحيث تكون عمليات حقيقية وليست صورية؛
- التأكيد على ضرورة منع البيع بالهامش أو بزيادة المدابنات على الأصول؛
- فرض قيود للحد من تقلبات الأسعار؛
- التحكم بأوقات تداول الصكوك بزيادتها في الأحوال الطبيعية وخفضها في الظروف الاستثنائية؛

- توفر سوق أوراق مالية كفؤة تتميز بالعمق والانتساع حتى تجد الصكوك مجالاً للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية وتشجيع المؤسسات علي الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق عائد، أو اللجوء إليها لمعالجة نقص في السيولة.

المحور الثاني- انعكاسات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م على صناعة الصكوك الإسلامية:

يشهد سوق الأدوات المالية الإسلامية رواجاً واسعاً في السنوات الأخيرة، ويرى صندوق النقد الدولي أنه نظراً لفائض السيولة التي تتمتع به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل ارتفاع أسعار النفط، تسعى هذه المؤسسات إلى البحث على فرص لتوظيف هذا الفائض في استثمارات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وبالمثل هناك إقبال متزايد من صناديق التحوط ومؤسسات الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة العائد وتنويع الاستثمارات، مما أدى إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي (التصكيك).

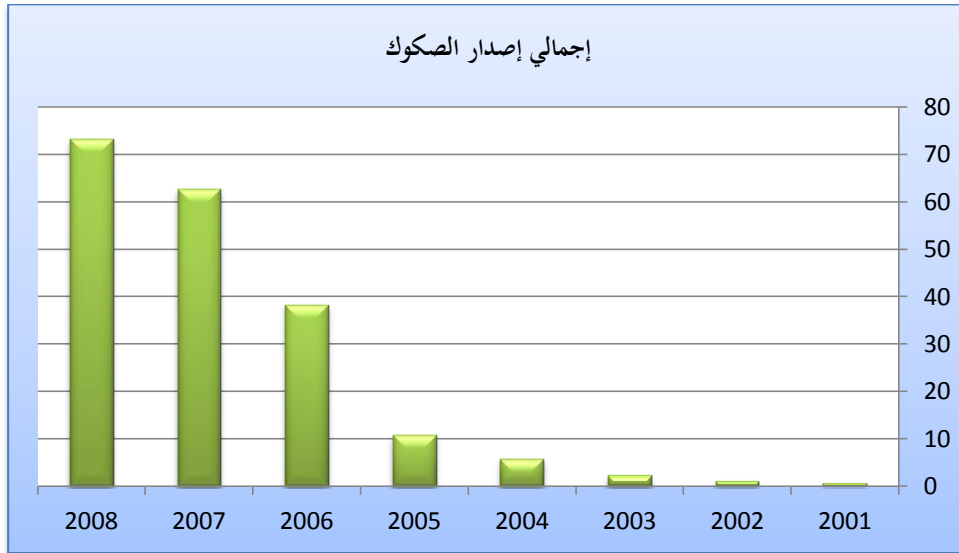
أولاً- تطور حجم الصكوك الإسلامية:

زادت إصدارات الصكوك الإسلامية بمقدار أربعة أضعاف من 7.2 مليار دولار في عام 2004 إلى 27 مليار دولار في عام 2006م^{xxii}، حيث بلغت أحجام الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية في نهاية عام 2007م مبلغ 97.3 مليار دولار، جاءت غالبيتها من ماليزيا والخليج العربي. وازداد حجم الإصدار الكلي للصكوك في أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا وآسيا بنسبة 71% ليبلغ 32.65 مليار دولار عام 2007م مقارنة بعام 2006م^{xxiii}، وارتفع عدد إصدارات الصكوك من 109 عام 2006م إلى 119 عام 2007م، بينما زاد متوسط حجم الصفقات من 175 مليون دولار عام 2006م إلى 270 مليار دولار عام 2007م، حيث تم إصدار الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية، لتبلغ 31% من الحجم الإجمالي، تلتها العقارات بنسبة 25%، والطاقة والخدمات الأخرى بنسبة 12%، وفي الوقت نفسه عززت صكوك المشاركة مركزها كبنية الصكوك المهيمنة من ناحية حجم الإصدار، بإصدارات بلغت 12.9 مليار دولار، تلتها صكوك الإجارة بإصدارات بلغت 10.13 مليار دولار، لكن صفقات صكوك الإجارة المصدرة وصلت إلى 54 مقارنة بـ 22 إصداراً لصكوك المشاركة^{xxiv}، وترجع أسباب النمو الملحوظ في الصكوك الإسلامية إلى ما يلي:^{xxv}

- 1- يعتبر الانتعاش الذي تعرفه دول الخليج العربي أحد أهم الأسباب التي أدت إلى ذلك النمو وخاصة الانتعاش في مجال العقار الذي يُشكل ركيزة أساسية للاستثمار الإسلامي باعتبار الاستثمارات الإسلامية تتمركز حول وجود أصول داعمة لهذا النوع من الصكوك؛
- 2- زيادة السيولة واتجاه الأفراد للاستثمارات في المنطقة لها تأثير كبير على النمو؛
- 3- الانتشار الملحوظ للبنوك في السنوات الخمس الأخيرة وبالذات البنوك الإسلامية وزيادة اهتمامها بالصكوك من أحد أسباب نمو حجم الصكوك الإسلامية.

وفيما يلي تطور حجم الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة 2001 - 2008:

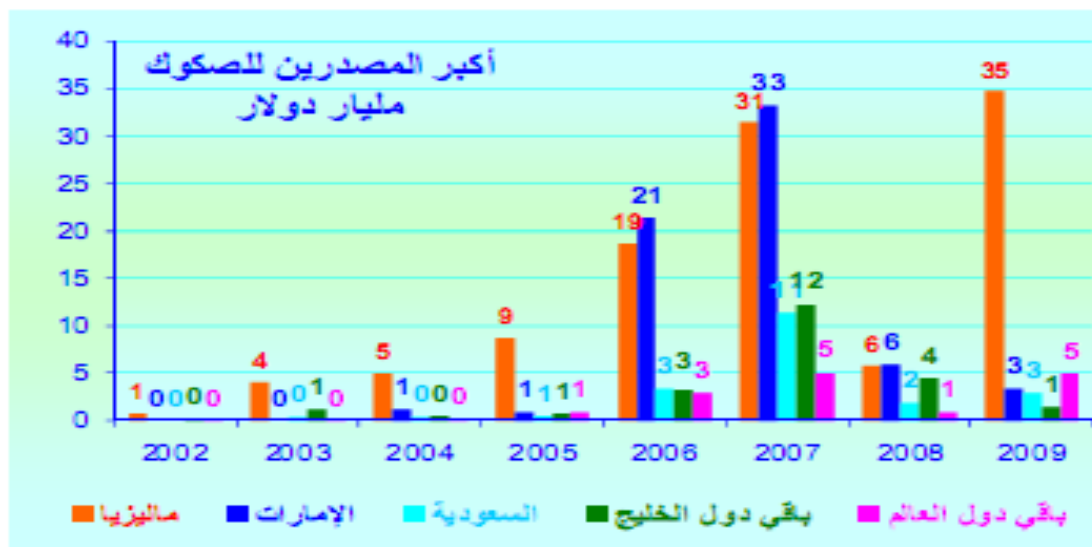
شكل 1: تطور حجم الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة 2001 - 2008



المصدر: رزان عدنان، "25 مليار دولار حجم الصكوك المتوقع إصدارها في عام 2008"، جريدة القبس الكويتية، العدد 12681، الصادر في 2008/09/16.

أما فيما يخص أكبر الدول المصدرة للسندات الإسلامية، فقد احتلت ماليزيا المقدمة في الفترة 2002-2006م، بفضل الخبرة التي اكتسبتها وتطور قطاعها المالي والمصرفي، وفي عام 2006م تمكنت الإمارات العربية المتحدة من الارتقاء إلى المقدمة متجاوزة ماليزيا بفارق قليل*، وجاءت المملكة العربية السعودية في المرتبة الثالثة بعد ماليزيا بفارق كبير، وفي عام 2007م بقيت الإمارات في الصدارة وبفي الفارق بينها وبين ماليزيا حوالي 2 مليار دولار، كما حلت الكويت محل السعودية في المركز الثالث، ولكن في عام 2009م عادت دولة ماليزيا لاحتلال الصدارة من جديد، والجدول الموالي يوضح أكبر الدول المصدرة للصكوك الإسلامية خلال الفترة 2002-2009م.

شكل 2: أكبر الدول المصدرة للصكوك الإسلامية في العالم خلال الفترة 2002-2009م



المصدر: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبوزيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك

الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 مايو 2010، ص11.

ثانياً- أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك الإسلامية:

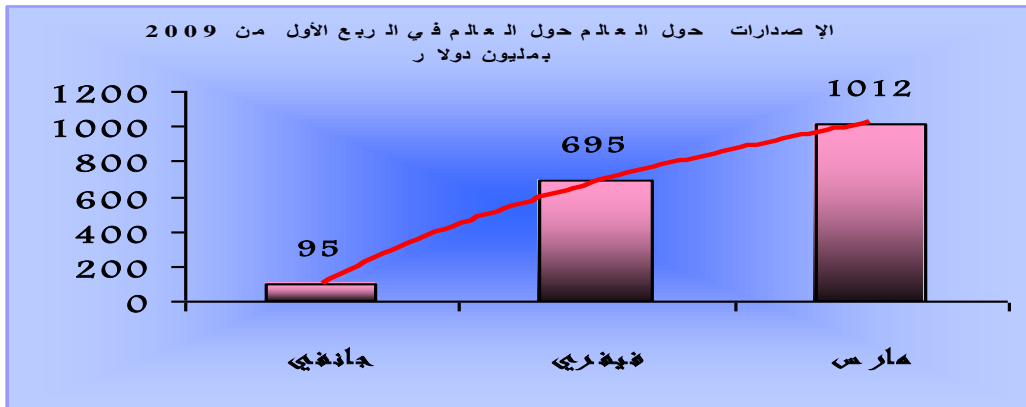
1- من حيث حجم الإصدار:

في ظل الأزمة المالية العالمية ومع تفاقم حالة الركود التي عرفها الاقتصاد العالمي، تقلص الطلب على الأصول المساندة للصكوك، مما أدى إلى انخفاض العوائد المتوقعة على هذه الصكوك، وقد واجه سوق الصكوك الإسلامية كغيره من أسواق الدين صعوبات كبيرة عام 2008م، أبرزها ارتفاع كلفة الاقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأصول المالية والعقارية، فمن نمو كبير بلغ 71% عام 2007م بحوالي 33.5 مليار دولار، تراجع في عام 2008م بأكثر من 50% ليبلغ 15.1 مليار دولار فقط^{xxvi}.

ويعتبر 2009م عام عودة نمو الصكوك خصوصاً بعد أن شهدت صناعة الصكوك نكسة في عام 2008م، بسبب الأزمة المالية العالمية التي عصفت بقطاع المال وأسواق الائتمان على حد سواء. فحسب وكالة التصنيف الائتماني العالمية ستاندرد أند بورز شهد عام 2009م إصدار صكوك بقيمة 23.3 مليار دولار مقابل 15.5 مليار دولار عام 2008م، أي بنسبة نمو تقارب 34%، كما سجل عام 2009م أكبر رقم في تاريخ الإصدارات بعد عام 2007م، وبذلك يكون سوق الصكوك الإسلامية قد تجاوز 110 مليار دولار^{xxvii}.

والشكل الموالي يوضح تطور الصكوك الإسلامية في الربع الأول من عام 2009م.

شكل 3 : الإصدارات حول العالم في الربع الأول من عام 2009م

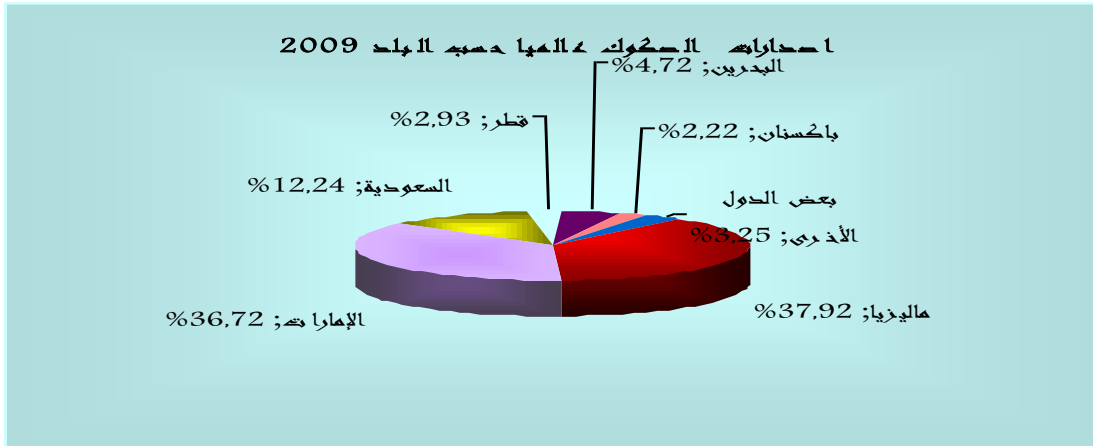


المصدر: تقرير شركة سبائك الشهري، "سوق الصكوك يعود للحركة.. لكن علامات الضعف كثيرة"، مرجع سابق، ص11.

2- من حيث أكبر الدول إصداراً للصكوك خلال الفترة 2008 - 2009م

على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية، فقد تمكنت ماليزيا من العودة إلى المقدمة بنسبة 37.92% من إجمالي الصكوك المصدرة في هذه الفترة متجاوزة دولة الإمارات التي حققت نسبة 36.72%، واحتلت المملكة العربية السعودية المركز الثالث بنسبة 12.24%، وهذا يعني أن ماليزيا والإمارات سيطرا على أكثر من 70% من الصكوك الإسلامية المصدرة في العالم.

شكل رقم 4 : إصدارات الصكوك عالمياً حسب البلد في عام 2009م



المصدر: رزان عدنان، "25 مليار دولار حجم الصكوك المتوقع إصدارها في عام 2008"، جريدة القبس الكويتية، العدد 12681، الصادر في 2008/09/16.

للإشارة فإن سوق الصكوك تأثرت كغيرها من أسواق الدين نظراً لانخفاض قيم الأصول وخاصة العقارية، إذ لم يتجاوز 17 مليار دولار في عام 2008م و32 مليار دولار في عام 2009م، لكن سرعان استعاد توازنه وثقة المدخرين منذ بداية النصف الثاني من عام 2009م، بعدما أظهرت ثبات في مواجهة الأزمة وتحقيقها لعائدات وصلت خلال الأزمة إلى 7% وهي معدلات مرتفعة، حيث لم تحققها أي أداة مالية أخرى في ظل الأزمة^{xxviii}.

أما عن الأسباب التي أدت إلى تراجع إصدار الصكوك فيمكن ذكرها فيما يلي:

- تراجع أسعار النفط وعوائده؛
- شح السيولة نتيجة الأزمة المالية العالمية؛
- تراجع آفاق النمو الاقتصادي؛
- تزايد الشكوك بشأن شرعية الصكوك المصدرة.

ثالثاً- دور الصكوك الإسلامية في معالجة آثار الأزمة المالية وتوفير السيولة:

أبرزت الأزمة المالية العالمية أزمة سيولة خانقة تضررت جراءها العديد من البنوك والشركات الغربية بالدرجة الأولى، حيث توجهت الأنظار إلى أساليب التمويل الإسلامي التي باتت تحظى بقبول واسع من قبل الغربيين خصوصاً بالصكوك الإسلامية التي أصبحت تعد واحدة من أهم الأدوات التي باتت تعطي دعماً قوياً للصناعة المالية الإسلامية، في وقت قيدت فيه الأزمة المالية العالمية وسائل التمويل التقليدية. هذا وترى وكالة التصنيف ستاندر أند بورز أن الدول الغربية تحاول الاستفادة من الطلب على المنتجات الإسلامية في منطقة الخليج لإطلاق صكوك إسلامية بغية الحصول على السيولة لتمويل المؤسسات العالمية التي تضررت من أزمة الرهن العقاري، حيث أصدرت شركة التجزئة البريطانية (تيسكو) أول صكوك لها في عام 2007م لصالح وحدتها الماليزية^{xxix}.

ومن جانب آخر، كان من أبرز أسباب الانهيارات التي حدثت في أسواق المال العالمية والإفلاسات التي لحقت بالعديد من البنوك والشركات الكبرى في العالم، ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث أشارت تقارير عديدة إلى أن صناديق الاستثمار وصناديق التحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع للبنك المركزي، كما أن العديد من البنوك الكبرى لم تكن تخضع أيضاً لمعايير بازل 1 وبازل 2 وبعد أن انكشفت الحقائق والتجاوزات، نادى العديد بضرورة الاستفادة من

ضوابط التصكيك الإسلامي المنبثقة من الأصول المصرفية الإسلامية، حيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا المالية قراراً يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيع الرمزية التي يتميز بها النظام الرأسمالي، كما أصدرت الهيئة نفسها قراراً يسمح للمؤسسات والمتعاملين في الأسواق المالية بالتعامل مع نظام التصكيك في السوق المنظمة الفرنسية.

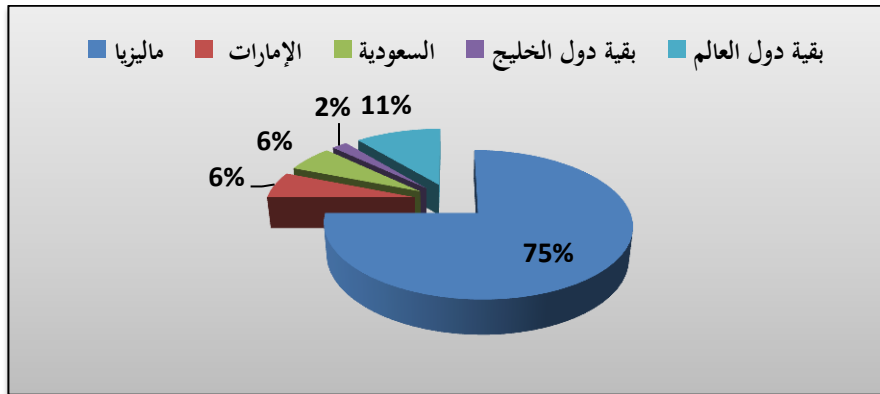
المحور الثالث- الآفاق المستقبلية لصناعة الصكوك الإسلامية في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م

أكدت الأزمة المالية العالمية مجدداً سلامة المبادئ التي تقوم عليها الصناعة المالية الإسلامية، كونها تمتلك العديد من المقومات التي تحقق لها الأمن والأمان وتقليل المخاطر مثل الأمانة والمصداقية والشفافية والبيئية والتيسير والتعاون والتكامل والتضامن، والصكوك الإسلامية رغم تأثرها النسبي بالأزمة المالية العالمية، إلا أنه يتوقع لها مستقبلاً زاهراً نتيجة انتشار إصدار وتداول هذه الصكوك.

أولاً- الآفاق المستقبلية لصناعة الصكوك الإسلامية: بدأ انتعاش إصدار الصكوك ابتداءً من منتصف عام 2009م، وازدادت وتيرته مع بداية عام 2010م متزامناً مع إعلان بعض الدول عن تعافي اقتصادياتها، حيث عاد النشاط من جديد إلى سوق الصكوك، ليصل إجمالي الإصدارات حتى نهاية سبتمبر 2009م حوالي 34 مليار دولار، وفي شهر أكتوبر وحده من نفس العام بلغ إجمالي إصدار الصكوك فيه 5.3 مليار دولار، ليصل حجم إصدار الصكوك عالمياً إلى غاية نهاية أكتوبر حوالي 39 مليار دولار، ليكون بذلك إن صحت التوقعات عام 2010م هو الأعلى من حيث عدد وقيم الإصدارات وأفضل الأعوام في تاريخ الصكوك على الإطلاق وفقاً لتقارير تورومني وكذلك مؤسسة خدمة معلومات التمويل الإسلامي.

ففي النصف الأول من عام 2010م بلغ إجمالي عدد الصكوك التي تم إصدارها عالمياً ما قيمته 16.5 مليار دولار، مشكلاً زيادة 16.3% قيمتها 7.6 مليار دولار على أساس النصف الأول من عام 2009م بسبب الانتعاش الاقتصادي للأسواق الناشئة وبرامج التحفيز الحكومية الضخمة والإنفاق على البنية التحتية. ونشير تربع دولة ماليزيا على سوق الصكوك الإسلامية بمساهمتها بنسبة 60.5% من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة في النصف الأول من عام 2010م، وتراجعت كل من المملكة العربية السعودية وإندونيسيا بنسبة 14.1%. أما حسب نوع العملة فقد سيطر الينجيت الماليزي على صفقات الصكوك بنسبة 53.4%، يليه الدولار بنسبة 10.3% والريال القطري بنسبة 8.3%^{xxx}.

شكل 5: إصدارات الصكوك حسب كل دولة خلال عام 2010م



المصدر: تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بوبيان، "بوبيان: هل يمثل النمو القوي للصكوك في 2010

بداية العودة والانطلاق بعد عامين من الركود؟"، مرجع سبق ذكره، ص 8.

أما مع بداية عام 2011 فقد تجاوزت إصدارات الصكوك الإسلامية في الربع الأول منه 26 مليار دولار موزعة على 160 إصداراً، وهو ما يعادل نصف ما تم إصداره في عام 2010م، واستحوذت ماليزيا على ما يقارب نصف إصدارات سوق الصكوك العالمية في الربع الأول من عام 2011م، حيث بلغ حجم إصداراتها 142 إصداراً متنوعة الهياكل بقيمة 13 مليار دولار^{xxxi}، كما يلاحظ احتلال دولة قطر المركز الثاني من حيث قيمة الإصدارات العالمية بطرح طرحها لصكوك سيادية.

وحول مستقبل الصكوك من المتوقع أن يزداد التوسع في سوق الصكوك الإسلامية مع ارتفاع الطلب ووجود الضوابط والمعايير الشرعية، حيث توقع مركز دبي المالي العالمي أن تقفز قيمة الإصدارات إلى 300 بليون دولار في غضون السنوات المقبلة، وحسب ما أفادت التقارير عن أسواق الصكوك الإسلامية، هناك كثير من التقارير المتفائلة حول مصير صناعة الصكوك الخليجية على المدى الطويل، في خطوة أرادت من ورائها بعض مؤسسات التصنيف طمأننة عملائها عن قوة وصلابة أسواق الصكوك الإسلامية.

كما يُتوقع ظهور شركات جديدة تنظم عمل سوق الصكوك، مما يجعلها أداة مربحة لعمليات الاستثمار وعمليات التمويل، حيث إن الصكوك تعتبر بديلاً للسندات التقليدية، كما أنها تعتبر تطوراً جديداً للمستثمرين الذين يرغبون في منتجات استثمارية تتوافق مع التقاليد الإسلامية، ونفس الشيء تتوقع وكالات التصنيف والمؤسسات العالمية نمواً كبيراً في حجم إصدار هذه الصكوك لتصل إلى 3 تريليون دولار بحلول عام 2015^{xxxii}.

كما أشار البنك الدولي أن حجم إصدارات الصكوك الإسلامية سيصل إلى 3 تريليون دولار بنهاية عام 2015^{xxxiii}، وفي هذا الإطار تنوي الكثير من الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك إلى اتخاذ خطوات وإجراءات من شأنها أن تعزز مكانتها في أسواق الصكوك، بحيث تنوي ماليزيا إصدار مؤشر للصكوك المحلية والعمل على تشجيع الشركات على القيام ببيع صكوك لصغار المستثمرين، وتعمل بورصة ماليزيا على هذا الموضوع. وفي منطقة الخليج العربي، فقد أعلنت بورصة البحرين عن إطلاق بيت البورصة وهي أول بورصة في المنطقة متخصصة بمنتجات التمويل الإسلامي، فيما تنوي بورصة قطر البدء في تداول السندات والصكوك خلال الربع الأول من عام 2011^{xxxiv}.

مما سبق يمكن القول أن صناعة الصكوك ستبقى تشهد نمواً ملحوظاً في المستقبل القريب بناءً على:

- الطفرة النفطية التي تشهدها دول المشرق العربي بفعل ارتفاع أسعار النفط؛
- البرامج التنموية الحكومية؛
- الإقبال المتزايد من المستثمرين لزيادة شعبيتها ولتحقيقها معدلات نمو مقبولة؛
- التأثير النسبي للصناعة المالية الإسلامية بشكل عام وصناعة الصكوك بشكل خاص مقارنةً بنظيرتها التقليدية بالأزمة المالية العالمية؛
- لجوء بعض الدول الغربية والمتضررة من آثار الأزمة المالية العالمية لطرح صكوك إسلامية بغية الحصول على السيولة والتمويل اللازم لمؤسساتها.

ثانياً - التحديات التي تواجه صناعة الصكوك بالمؤسسات المالية الإسلامية:

بالرغم ما للصكوك الإسلامية من مميزات وتوقعات للانتشار، إلا أن هناك مجموعة من التحديات والعراقيل التي تحد من نمو سوق الصكوك الإسلامية والتي يجب أخذها بعين الاعتبار لتحقيق الصكوك الإسلامية المزيد من أهدافها المنشورة، وأهم هذه التحديات ما يلي:

- 1- **الأزمة الشرعية***: تواجه الصكوك الإسلامية كسائر المنتجات المالية الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك وبالتالي تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.
- 2- **ارتفاع تكاليف الإصدار**: على مدير الاستثمار أو مدير الصندوق وهو عبارة عن شركة أو مؤسسة مالية أو بنك أن يعمل على تولي الإصدار وإدارة عمليات الاكتتاب وتغطية الإصدار، وفي هذا زيادة تكلفة وزيادة شبه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية^{xxxv}.
- 3- **التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية**: لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك كلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة^{xxxvi}.
- 4- **غياب الهيئات التنظيمية**: حيث يؤكد خبراء مصرفيون أن من أكبر التحديات التي تواجهها صناعة الصكوك هو غياب الهيئات التنظيمية المستقلة التي تضمن الصك من الناحية المالية والشرعية.
- 5- **نقص الشفافية في بعض الإصدارات**: وهو ما دعا العديد من مؤسسات الإصدار إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني العالمية، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات^{xxxvii}.
- 6- **عدم وجود سوق ثانوي كفاء**: حيث يجب توفر سوق مالية كفاء تتميز بالعمق والاتساع حتى تجد الصكوك مجالاً للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية وتشجيع المؤسسات علي الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق عائد، أو اللجوء إليها لمعالجة نقص في السيولة، كما تقوم السوق المالية بالتسعير الكفاء للأوراق المالية... الخ والتخصيص الأمثل للموارد المالية، وتتيح سوق الأوراق المالية تعبئة الموارد المالية عن الإصدارات العامة بدلاً من اللجوء إلي المدخرين بصورة مباشرة، علي ما في ذلك من المزايا الاقتصادية. وبدون توفير هذه السوق، وتمتع الصكوك بالتداول، فإن الاستفادة من الصكوك ستظل محدودة للغاية، ولا يقتصر الأمر على الصكوك فقط، بل إن عدم توفر هذه السوق يؤثر بالسلب على أداء المصارف الإسلامية في مجموعها.
- 7- **ريادة البنوك الأجنبية**: لإصدار الصكوك الإسلامية، مع قلة عدد البنوك الاستثمارية الإسلامية المشاركة فيها، بسبب عدم توفر الموارد البشرية المؤهلة.
- 8- **مخاطر الصكوك**: الصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظراً لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي مخاطر الائتمان، مخاطر السوق ومخاطر التشغيل وغيرها من المخاطر.

ثالثاً - سبل تجاوز التحديات التي تواجه سوق الصكوك الإسلامية

- 1- **المزيد من الشفافية في الأسواق المالية الإسلامية**: ضعف أو غياب الشفافية في السوق المالية يجعل من الحصول على المعلومات المطلوبة لانتقاء الأوراق المالية المناسبة مكلفاً مادياً ومستهلكاً للوقت، مما يؤدي إلى تضيق المجال على المستثمرين وضعف الإقبال على هذه الأوراق بسبب غياب الشفافية المفضية في غالب الأحيان إلى وجود تلاعبات ومضاربات غير مشروعة لا تعكس السعر الحقيقي للورقة المالية. وفي هذا الشأن ولضمان الشفافية على الهيئات المشرفة، على الأسواق المالية الإسلامية العمل على إضفاء المزيد من الشفافية والإفصاح حول حجم تداولات الصكوك الإسلامية.

2- دعم الحكومات لسوق الصكوك الإسلامية: إن أهم عامل لتفعيل وتطوير سوق الصكوك الإسلامية هو دعم الحكومات لهذه السوق من خلال التسهيلات الضريبية والمشاركة الفعالية في هذه السوق من خلال إصدار الصكوك السيادية واستخدام الصكوك ضمن سياستها المالية والنقدية وكآلية لوصول دعمها للمؤسسات المالية الإسلامية، وقد خطت الحكومة الماليزية خطوات إيجابية في هذا الجانب، حيث أعتت إصدارات الأوراق الاستثمارية الإسلامية من الضريبة.

3- إيجاد معايير شرعية ومالية خاصة بالصكوك الإسلامية: بينت المعطيات السابقة أنه من بين العقبات التي أثرت سلباً على نمو الصكوك الإسلامية هو الخلاف حول شرعية بعض هيكلية الصكوك وكذا كيفية تنظيم العلاقة بين الأطراف الفاعلة في هذه العملية، وعليه وجب إيجاد معيار شرعي كاف وشامل ليوضح آلية عمل هذه الصكوك والمستند التي تقوم عليه مع التفريق بين الصكوك القائمة على أصول وصكوك سيادية حكومية وصكوك خاصة تهدف للاكتتاب في مشاريع استثمارية... هذا من الجانب الشرعي، والجانب المالي والمحاسبي للصكوك بدوره يحتاج إلى معايير تضبطه وتوفر الحماية لجميع الأطراف المشاركة حتى تبتعد عن الإعسار وحالة العجز وتضمن العائد المجزي للعملاء.

4- التوسع في صكوك المشاركة والمضاربة: رغم أن الصناعة المالية الإسلامية صناعة تقوم على أساس المشاركة وتهتم بالجانب الاستثماري والتنموي بدرجة أكبر من اهتمامها بدور الوساطة المالية والتمويل المحدود، غير أن الواقع الحالي لها يظهر أنها مازالت محدودة في هذا المجال ومقتصرة على الصيغ التمويلية قصيرة الأجل أو ذات الربح الثابت- صيغ الهامش المعلوم-، وحتى مع ظهور وتطور نمو الصكوك الإسلامية. الأمر الذي يدعو إلى إعادة النظر في هذه الصيغ والتركيز على صكوك مشاركة والمضاربة ذات الأجل الطويل والأهداف التنموية بعيدة المدى كخيارات واستراتيجيات للوصول إلى أهدافها وتدعيم مبادئها.

5- صناعة التأمين التكافلي كآلية لإدارة مخاطر الصكوك: تعد صناعة التأمين التكافلي صناعة فنية، غير أنه يمكن الاستفادة منها في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية سواء كانت موجوداتها أصولاً أو منافع أو ديوناً، وذلك بتأسيس صندوق تعاوني يشترك فيه مستثمرون يتعرضون لمخاطر ما، بدفع كل واحد منهم قسطاً تأمينياً على أساس الالتزام بالتبرع، وتديره شركة مخصصة في خدمات التأمين على أساس الوكالة بأجر أو المضاربة...

6- إدارة الفوائض النفطية بالاستثمار في الصكوك السيادية: مازال يمثل النفط أهم ركائز الصناعة المالية الإسلامية وخاصة صناعة الصكوك الإسلامية، وفي ظل التوجه الحكومي بالاستثمار وطرح المزيد من الصكوك السيادية، حيث تشير التقارير أن نسبة إصدارات الصكوك السيادية في الربع الأول من عام 2011م فاقت 90%. ويفترض أن تدار الفوائض النفطية وتمول المشاريع التنموية بالاستثمار في الصكوك السيادية حتى تكون ذات عائد مجزي وورقة رابحة لإدارة الاختلال في العجز الموازني، ومصدر سيولة كاف لدعم البنية التحتية للنظام المالي الإسلامي من مؤسسات وأسواق.

الخاتمة:

تناولنا في هذا البحث بالدراسة و التحليل مفهوم الصكوك الإسلامية، أنواعها، أهميتها وضوابطها الشرعية، وتطور صناعة هذه الصكوك وانعكاسات الأزمة المالية العالمية عليها، بالإضافة إلى محاولة استشراف مستقبل هذه الصناعة في ظل التحديات والعقبات التي تواجهها، وسبل مواجهة تلك التحديات والعقبات. وخلصت الدراسة إلى جملة من النتائج نذكرها فيما يلي:

- أن الصكوك الإسلامية عبارة أدوات استثمارية تتوافق مع الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وكبديل لأدوات الاستثمار التقليدي.
- عرفت سوق الصكوك الإسلامية تطوراً ملحوظاً منذ نشأتها سواء من حيث العدد أو القيمة رغم تداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008م؛
- أظهرت تجارب الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك واستخدامها أنها وسيلة ملائمة لتمويل مشروعات البنية التحتية، وكأداة من أدوات السياسة النقدية والمالية؛
- أن انتعاش سوق الصكوك الإسلامية مرتبط بتحسّن أسواق الدين العالمية بشكل عام؛
- من المتوقع أن يحافظ سوق الصكوك الإسلامية على نموه وقوته نظراً لازدياد شعبية هذه المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي ظل دعم الحكومات للتمويل الإسلامي للاستفادة من هذا المنتج في تمويل التنمية ومشاريع البنية التحتية؛
- تعتبر التشريعات وقواعد الإفصاح والشفافية من أكبر التحديات التي تواجه صناعة الصكوك بالمؤسسات المالية الإسلامية. وبناءً على نتائج المتوصل إليها نقدم التوصيات التالية:
- توفير البيئة التشريعية والتنظيمية الملائمة لإصدار الصكوك، كإصدار أنظمة ولوائح طرح الصكوك الإسلامية وتداولها، وإنشاء الجهة التنظيمية المشرفة على سوق المال في كل بلد لهيئة شرعية موحدة لها المرجعية الكاملة لإصدار الصكوك التي يُراد طرحها، أو إدراجها في سوق المال لتضييق هوة الخلاف الفقهي، وتعزيز الشفافية واستقرار السوق وزيادة الثقة فيه، مع الاستفادة من خصوصيتها في التداول، والعمل على تكوين مؤشر للصكوك الإسلامية على المستوى المحلي والإقليمي والدولي؛
- العمل على تطوير السوق الثانوية لتداول الصكوك حتى يمكن الاستفادة من سيولتها عند الحاجة؛
- ضرورة دخول المؤسسات المالية الإسلامية إلى سوق الصكوك الإسلامية لتنشيطه والاستفادة من مزاياه؛
- مراعاة المؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للصكوك الإسلامية الضوابط الشرعية لإصدار وتداول تلك الصكوك؛
- تطوير مؤسسات البنية التحتية من هيئات التصنيف والتقييم وهيئات الرقابة الشرعية والأسواق المالية الإسلامية...حتى تسهل عملية إصدار وإخراج وتداول الصكوك الإسلامية.

المراجع:

أولاً- المراجع باللغة العربية:

1. أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، رسالة ماجستير، معهد الدعوى الإسلامي للدراسات الإسلامية، 2009.
2. أحمد بن عبد الرحمن الجبيري "الصكوك.. الاختلافات الفقهية تثير شكوكاً حول الصناعة المصرفية"، المصرفية الإسلامية العدد 8، الصادر في 2009/12/01.
3. أمل الحمدي، "130 مليار دولار الأصول المستثمرة في الصكوك خلال السنوات الخمس المقبلة"، جريدة الاقتصادية الإلكترونية، العدد 6252، الصادر في 2010/11/23.
4. آندي جويست وآخرون، "التمويل الإسلامي يشهد توسعاً سريعاً"، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق المال بصندوق النقد الدولي، 2007/09/19.
5. خوله فريز النوباني، "الصكوك الإسلامية... واقع وآفاق تنموية"، مؤتمر الاستثمار في الدول الإسلامية، عمان، الأردن، 2011/05/21.
6. رساميل، "التوريق الإسلامي هو الحل وليس سبب الأزمة"، جريدة القبس الكويتية، العدد 12713، الصادر في 2008/10/20.
7. تقرير شركة سبانك الشهري، "سوق التمويل الإسلامي ينمو 34% في 2009"، جريدة القبس الكويتية، العدد 13189، الصادر في 2010/02/15.
8. تقرير شركة سبانك الشهري، "سوق التمويل الإسلامي ينمو 34% في 2009"، جريدة القبس الكويتية، العدد 13189، الصادر في 2010/02/15.
9. زياد الدماخ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي"، مؤتمر قوانين الأوقاف وإدارتها: وقائع وتطلعات، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، 20-22 أكتوبر 2009.
10. زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008.
11. سامي السويلم، "منتجات صكوك الإجارة"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 مايو 2010.
12. شركة موديز للتصنيفات الائتمانية العالمية، "تقرير مراجعة 2007 والنظرة المستقبلية لعام 2008"، التمويل الإسلامي، فبراير 2008.
13. صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص 23.
14. عبد القادر زيتوني، "التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، عمان، الأردن، 1-2/12/2010.
15. عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.

16. فؤاد محمد أحمد محسين، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، رسالة الدكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 30 جويلية 2006.
17. فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية إتحاد المصارف العربية، الجمهورية اللبنانية، 2008.
18. كمال توفيق حطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.
19. معبد علي الجارحي & عبد العظيم جلال أبوزيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 مايو 2010.
20. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، ماليزيا، يناير 2009.
21. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007.
22. وليد خالد الشايجي & عبد الله يوسف الحجى، "صكوك الاستثمار الشرعية"، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005

ثانيا - قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

23. Andreas Jobast and Others , "Islamic bond issuance-what sovereign debt managers need to know", International monetary fund working paper, July 2008.

ثالثا - المواقع الالكترونية:

- الموقع الرسمي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية <http://WWW.AAIOFI.ORG>
- الموقع الرسمي لجريدة الرياض <http://www.alriyadh.com/2008/02/24/article320551.html>
- الموقع الرسمي للهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، <http://www.iifef.com/node/592>

ⁱ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "كتاب المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص 288.

ⁱⁱ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، "متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية"، ماليزيا، يناير 2009، ص 3.

ⁱⁱⁱ قرار رقم 137(15/3)، الصادر ضمن قرارات الدورة الخامسة عشرة لمجلس مجمع الفقه الإسلامي، 6-11 مارس 2004.

^{iv} قرار رقم 62(6/11)، الصادر ضمن قرارات الدورة السادسة لمجلس مجمع الفقه الإسلامي، مارس 1990.

^v عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص 11.

vi أحمد بن عبد الرحمن الجبير، الصكوك الإسلامية، من الموقع:

<http://www.alriyadh.com/2008/02/24/article320551.html>

، أطلع عليه في 2010/12/15.

vii أحمد بن عبد الرحمن الجبير، أنواع الصكوك الإسلامية، من الموقع: <http://www.badlah.com/page-469.html>،

أطلع عليه في 2011/10/20.

viii كمال توفيق حطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص 13.

ix زهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008، ص 94-95.

x وليد خالد الشايحي و عبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005، ص 909.

xi زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي"، مؤتمر قوانين الأوقاف وإدارتها: وقائع وتطلعات، الجامعة الإسلامية العالمية بماليزيا، 20-22 أكتوبر 2009، ص 11.

xii كمال توفيق حطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مرجع سابق، ص 10.

xiii المرجع نفسه، ص 7.

xiv فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات الاستثمارية"، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 2008، ص 9 - 10.

xv المرجع نفسه، ص 8.

xvi فؤاد محمد أحمد محسين، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، رسالة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، 30 جويلية 2006، ص 15-18.

xvii رساميل، "التوريق الإسلامي هو الحل وليس سبب الأزمة"، جريدة القبس الكويتية، العدد 12713، الصادر في 2008/10/20.

xviii صفية أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-3 يونيو 2009، ص 23.

xix المرجع نفسه، ص 24.

^{xx} عبد الملك منصور المصعبي، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جيدة"، مرجع سابق، ص 22.

^{xxi} كمال توفيق خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، مرجع سابق، ص 25-26.

^{xxii} آندي جويست وآخرون، "التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا"، نشرة صندوق النقد الدولي، إدارة النظم المالية وأسواق المال بصندوق النقد الدولي، الصادرة في 19/09/2007، من الموقع: <http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2007>

أطلع عليه بتاريخ 2010/10/10.

^{xxiii} شركة موديز للتصنيفات الائتمانية العالمية، "تقرير مراجعة 2007 والنظرة المستقبلية لعام 2008"، التمويل الإسلامي، فبراير 2008.

^{xxiv} Andreas Jobast and Others, "Islamic bond issuance—what sovereign debt managers need to know", international monetary fund working paper, July 2008, p4.

^{xxv} الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، "مزايا جديدة للصكوك الإسلامية كأدوات استثمار وتمويل"، 2007، من الموقع: <http://www.iifef.com/node/592>، أطلع عليه في 2010/10/23.

* من بين الأسباب التي أثرت على حجم الإصدار في ماليزيا بعد سبب أزمة الديون العقارية الرديئة في العالم، هو أن الصكوك الماليزية بدأت في الغالب مبنية على البيوع العينة المحرمة وبيع الدين، وقيل لتبرير ذلك حينئذ أن المذهب الشافعي يسمح ببيوع العينة. (أنظر: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 مايو 2010، ص 10.

^{xxvi} عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سوريا، جويلية 2009.

^{xxvii} تقرير شركة سبائك الشهري، "سوق التمويل الإسلامي ينمو 34% في 2009"، جريدة القيس الكويتية، العدد 13189، الصادر في 2010/02/15.

^{xxviii} تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بوبيان، "بوبيان: هل يمثل النمو القوي للصكوك في 2010 بداية العودة والانطلاق بعد عامين من الركود؟"، جريدة الأنباء، العدد الصادر في 2010/10/18.

^{xxix} عبد القادر زيتوني، "التصكيك الإسلامي ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، المؤتمر العلمي الدولي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصاد إسلامي، عمان، الأردن، 1-12/2/2010، ص 16.

^{xxx} تقرير لوحدة البحوث والدراسات في بنك بوبيان، "بوبيان: هل يمثل النمو القوي للصكوك في 2010 بداية العودة والانطلاق بعد عامين من الركود؟"، مرجع سابق، ص 7.

^{xxxi} خوله فريز النوباني، "الصكوك الإسلامية... واقع وآفاق تنموية"، مؤتمر الاستثمار في الدول الإسلامية، عمان، الأردن، 2011/05/21.

^{xxxii} أحمد بن عبد الرحمن الجبير "الصكوك.. الاختلافات الفقهية تثير شكوكاً حول الصناعة المصرفية"، المصرفية الإسلامية، العدد 8، الصادر في 2009/12/01، ص 5، من الموقع: http://www.almasrifiah.com/2009/12/01/article_310104.print، أطلع عليه في 2011/01/05.

^{xxxiii} عثمان ظهير، "الصكوك الإسلامية... بوادر الانتعاش تلوح في الأفق من جديد"، مرجع سابق، ص 11.

^{xxxiv} "39 مليار دولار إجمالي الصكوك المصدرة خلال الأشهر العشرة من عام 2010"، جريدة الأنباء، العدد الصادر 2010/11/16.

* ففي عام 2007 أصدر فضيلة الشيخ تقي عثمانى تصريح مشهور انتقد فيه واقع الصكوك وخصوصاً صكوك المشاركة التي رأى أن 85 % منها ليس إسلامياً في الحقيقة، وفي ورقة له وصف الصكوك بأنها اجتمعت فيها معظم خصائص السندات الربوية، وانتقد مسيرة هذه الصناعة. واستجابة لهذه الورقة أعد المجلس الشرعي لهيئة المعايير المحاسبية في سبتمبر 2007 بياناً لتصحيح الكثير من الانحرافات التي شابت الصكوك، خاصة صكوك المشاركة. ومن ذلك منع تعهد المضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار بشراء الأصول بقيمتها الاسمية وكذلك منع إقراض المضارب أو الشريك حملة الصكوك عند تراجع الأرباح.

- للمزيد أنظر: سامي السويلم، "منتجات صكوك الإجارة"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 ماي 2010.

^{xxxv} كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 28.

^{xxxvi} المرجع نفسه، ص 28.

^{xxxvii} صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 30.