

الصكوك الإسلامية وتحديات إصدارها

عبد الرزاق بن حبيب أستاذ
abenhabib1@yahoo.fr

ميمونة محجور (إدارة الأعمال مؤسسة ومالية)
m.mahdjour5@gmail.com

جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان

تاريخ النشر
23 أوت 2020

تاريخ القبول
23 جوان 2020

تاريخ الإيداع
12 جوان 2019

الملخص:

ان تزايد المؤسسات المالية الإسلامية في الآونة الأخيرة يجعلها بحاجة الى تشكيلة متنوعة من الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية المتوافقة مع احكام الشريعة، حيث أصبح التطور والابتكار في المنتجات المصرفية والأدوات المالية ضرورة حتمية، لذلك تعتبر الصكوك الإسلامية ذات أهمية كبيرة في الاقتصاد، اذ تؤدي دورا بارزا في توفير التمويل وإدارة السيولة، فهي تعتبر من اهم الأدوات التمويلية الإسلامية الواعدة، التي شهدت انتشارا ونمو سريعا في الآونة الأخيرة

تساهم هذه الورقة العلمية في تبيان المفاهيم الاساسية حول تداول الصكوك الإسلامية وكذا المبادئ التي تقوم عليها، كما تركز على التحديات والأسباب المختلفة، التي تحول دون عملية الإصدار التي تلعب دورا هاما في تنشيط الحركة الاقتصادية. ونتائج هذه الدراسة تشير الى ان عملية اصدار الصكوك الإسلامية تشهد بعض العراقيل، وذلك لعدة أسباب، منها ما هي أسباب اقتصادية وثقافية، علمية وسياسية.

الكلمات المفتاحية: التمويل الاسلامي، الصكوك الإسلامية، تحديات الإصدار.

SUKUK: ISSUES AND CHALLENGES

Abstract:

The last two decades have witnessed rapid and successive developments in the banking and financial services sector.

As demand for Islamic financial products and services has increased, Sukuk has played a prominent role in providing finance and liquidity management .It is one of the most promising Islamic financial instruments which has witnessed rapid spread and growth in recent times.

This paper aims to clarify the basic concepts of Islamic Sukuk and clarify the various challenges that may prevent the issuance of Islamic Sukuk. The results of this study indicate that there are several factors that impede the process of issuing Islamic sukuk, including: Economic, Cultural, and Political Factors.

Keywords: Islamic Finance, Islamic Sukuk, Issuance Challenges

مقدمة:

شهدت صناعة التمويل الإسلامي تطورات مهمة في مقدمتها سوق الصكوك¹، اذ تعتبر الصكوك الإسلامية احدى اهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية، والتي استطاعت ان تفرض نفسها في أسواق المال العالمية، لقدرتها على توفير حلول تمويلية متنوعة ومستقرة، ولتجسيدها موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية، وقد أحدثت تلك الصكوك ثورة هائلة في

¹ -Nor Fadilah Bahariet all 2016« A Review On The Potential Growth Of Sukuk, Issues And Its Challenges” Proceeding of the 2ndInternational Conference on Economics & Banking 2016 (2nd ICEB)24th – 25th May 2016, e-ISBN: 978-967-0850-40-5

مجال التمويل الإسلامي في السنوات الأخيرة، وأصبحت إحدى أهم أدواته التي تسعى جهات مختلفة إلى إصدارها وتداولها في سبيل تعبئة موارد مالية بطريقة تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية. سواءً في البلدان الإسلامية أو حتى في البلدان الغربية.¹ إذ يمكن أن ندرك الاهتمام الشديد والمتزايد نحو صناعة التمويل الإسلامي على الساحة المالية الدولية.²

حيث أن أصول التمويل الإسلامي نمت بمعدل مضاعف خلال العقد الماضي، ما يقدر بحوالي 200 مليار دولار في عام 2003 إلى حوالي 1.8 تريليون دولار في نهاية عام 2013. وعلى الرغم من هذا النمو الهائل، لا تزال أصول التمويل الإسلامي مركزة في الخليج. دول مجلس التعاون (GCC) وإيران وماليزيا، وتمثل حوالي 1٪ من السوق المالية العالمية بقيمة 127 تريليون دولار في الأصول. ومن المتوقع أيضًا أن ينمو سوق الصكوك إلى 3.4 تريليون دولار أمريكي بحلول نهاية عام 2018. وبشكل عام، وصلت سوق الصكوك إلى ارتفاعات جديدة على مدى السنوات القليلة الماضية، مصحوبة بقاعدة أوسع للمصدرين، والمزيد من النشاط عبر الحدود والمزيد من الإصدارات المبتكرة،³

إذ يعد سوق "الصكوك" القطاع الأسرع نموًا في التمويل الإسلامي. كون أن إصدار الصكوك يتزايد بشكل كبير في جميع أنحاء العالم، وخاصة في ماليزيا والإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية.⁴ لقد خلق الطلب المتزايد على هذه الأداة نظامًا ماليًا إسلاميًا مزدهرًا، مما جعلها واحدة

¹ - ناصر زيد 2013 " دور الحكومة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "، جامعة حسيبة بن بوعلي، الجزائر. 2013.

² -NurulWajh et all 2015“ Growth And Prospect Of Sukuk In Malaysian Market: A Review 2015proceeding Of The 2nd International Conference On Management And Muamalah 2015 (2ndicomm)16Th

³ -Mosharrof Hosen " 2016 “The Pitfalls Of The Malaysian Sukuk Industry: Issues And Challenges In Practice”

https://www.researchgate.net/publication/317950429_The_Pitfalls_Of_The_Malaysian_Sukuk_Industry_Issues_And_Challenges_In_Practice

⁴ -RachidBoutti "2014"Sukuk And Bond Performance In Malaysia "

https://www.researchgate.net/publication/280598854_Sukuk_And_Bond_Performance_In_Malaysia.

من النقاشات المالية الهامة مقارنة بالنظام المالي التقليدي الرائد في العالم.¹ وبينما يتم الاعتراف على نطاق واسع بالطلب المستمر على الصكوك، فإن التحديات المتعلقة بالنظم القانونية التقييدية والتقييس والميكانيكا الافتراضية قد تعوق من نموها المتوقع.² وانطلاقاً مما سبق، تظهر معالم إشكالية الدراسة، والتي تتمحور أساساً حول:

ما هي مختلف الأسباب والتحديات التي من شأنها ان تعيق عملية اصدار الصكوك الإسلامية؟ ان الحاجة لتحديد اهم التحديات والاسباب التي تعيق عملية اصدار الصكوك الإسلامية، تمثل الدافع الرئيسي للقيام بهذه الدراسة، وذلك للوصول لأهم هذه الأسباب والمحددات، بتقديم قاعدة بيانات، للمختلف المؤسسات المالية الإسلامية، لأجل تصويب أوضاعها، وبالتالي تنمية هذا القطاع في الاقتصاد، من خلال تحقيق نهضة قوية في مجال الصناعة المالية. وعليه من المفيد البحث في قضية التمويل الإسلامي، وخاصة الصكوك الإسلامية التي تعد من اهم ادواته، خصوصاً ما يتعلق بالتحديات والعراقيل. اذ ان الصناعة المالية بحاجة مستمرة الى دراسات تسلط الضوء على ما ينبغي معالجته من مشاكل شريطة ان ترشدها الى الحلول فتكون هذه الدراسات بمثابة المرآة التي تعكس فيها صور التطور الذي تمر به صناعة التمويل الإسلامي.

I - الاطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية :

I-1 مفهوم الصكوك الإسلامية:

الصكوك: نشأت من أصل عربي؛ هو صيغة الجمع من مصطلح "Sack" صك" الذي يعني الشهادة. يشار إلى الصكوك **sukuk** (بصيغة الجمع) باسم "السندات الإسلامية" ولكن الترجمة الصحيحة للكلمة العربية للصكوك هي " صكوك الاستثمار الإسلامي".

¹ -NurulWajh Et All "2015" Growth And Prospect Of Sukuk In Malaysian Market: A Review proceeding Of The 2nd International Conference On Management And Muamalah (2nddicomm)

²-Nomaan A. Raja2015 " challenges to the development of the sukuk market"latham&watkinsllp, 885 Third avenue, new York.

Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions

(AAOIFI) بتعريف الصكوك بشكل رسمي على أنها: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة، في ملكية اعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»¹.

من ناحية أخرى، يعرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) Islamic Financial Services Board الصكوك كوثائق مع كل "صك" تمثل حق ملكية نسبياً غير مقسم في الموجودات الملموسة، أو مجموعة من الأصول الملموسة في الغالب، أو مشروع تجاري.

قد تكون هذه الأصول لمشروع معين أو نشاط استثماري وفقاً للمبادئ المتوافقة مع الشريعة. بالإضافة إلى ذلك، فإن لجان الأمن الماليزية (SCM) تعرف الصكوك كشهادات متساوية القيمة تثبت ملكية أو استثمار غير مقسم في الأصول باستخدام قواعد ومبادئ الشريعة المعتمدة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) the Shariah Advisory Council.

من التعاريف السابقة نجد أنها تتفق على المسائل الرئيسية، والتي تعكس الجوهر الحقيقي للصكوك الإسلامية. وهي " أن الصكوك الإسلامية تحدد كوثائق مالية، ذات قيمة متساوية وكحصة مشتركة في ملكية العقارات والمزايا والخدمات والحقوق المالية التي تعدها، أو خليط من بعضها أو جميعها"².

¹ -NurulWajh et all"2015growth and prospect of sukuk in malaysian market: a review proceeding of the 2nd international conference on management and muamalah" 2015 (2ndicomm) th – 17th november 2015, e-isbn: 978-967-0850-25-216

²- Nor FadilahBahari Et All 2016 "A Review On The Potential Growth Of Sukuk, Issues And Its Challenges” Proceeding Of The 2ndinternational Conference On Economics & Banking 2016 (2nd Iceb)24 Th – 25th May 2016, E-Isbn: 978-967-0850-40-5

وهي أيضا " وثائق مالية ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية او نشاط استثماري مباح شرعا، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامي مع الالتزام بالأحكام والضوابط وفق الشريعة الإسلامية البحتة".

- كما أن هذه الصكوك لا تخلق الديون لأن شهادات الصكوك تعتبر دليلاً على ملكية الأصول الأساسية وحق الانتفاع والخدمات. لذا، من المفترض أن تشجع وتسهل الأنشطة الاستثمارية ولكن ليس الإقراض.

- يجب أن تمثل الصكوك ملكية مشتركة لأصل أو مشروع تجاري ويجب أن تعطي المستثمرين نصيباً في التدفقات النقدية المستقبلية والمخاطر التي تتناسب مع تلك الملكية.

- عندما يتعلق الأمر بتطبيق الصكوك، فهناك أنواع من الصكوك لا تتوافق مع التعريفات الواردة أعلاه. بالنسبة لبعض الصكوك، يتم استخدام الأصل الأساسي بشكل أكثر "كذريعة"، فقط لكي تكون متوافقة مع الشريعة. ويمكن النظر إلى هذه الصكوك على أنها قريبة من السندات التقليدية، خاصة إذا كانت العوائد ثابتة أو مضمونة، لأن هذا سيعني أن العائد غير مرتبط بأداء الصكوك. وهذا يقوض مبدأ تقاسم المخاطر من الصكوك. وهذا ما جعل الكثير من علماء الشريعة وخبراء التمويل الإسلامي ينتقدون تلك الصكوك في السوق ويدعون إلى تقييم أعمق وتحليل للصكوك الحالية لتحديد ما إذا كانوا يلتزمون بمبادئ الشريعة.¹

¹ -Mosharrof Hosen " 2016 The Pitfalls Of The Malaysian Sukuk Industry: Issues And Challenges In Practice " https://www.researchgate.net/publication/317950429_The_Pitfalls_Of_The_Malaysian_Sukuk_Industry_Issues_And_Challenges_In_Practice

كما يجب لعقد ملكية الصكوك ان يراعي:

1- تحصيل قيمة الصك (Collection of the bond (suk) value :

تعني مجمل عمليات الصكوك الإسلامية، أن يكون الصك أداة لجمع الأموال اللازمة لنشاط معين. لا يمكن تحقيق هذا النشاط إلا بعد تحصيل قيمة الصك المطلوبة. وبدون تحصيل قيمة الصك، فإن جمع الأموال هي مجرد عملية لعقد خالي بدون قيمة.

2- إغلاق الاشتراك أو الاكتتاب العام الأولي Closing the subscription or IPO:

إن عدم إغلاق الاكتتاب أو الاكتتاب العام يؤدي إلى عدم بلوغ الهدف المقصود من إصدار الصكوك فيه، إذ ان الصكوك هي القيمة المحددة للمشروع ، فمن الضروري تحصيل المبلغ المطلوب. ويمكن أن يؤثر الوضع على قيمة الصكوك. وقد يؤدي ذلك إلى إلغاء الاشتراك أو الاكتتاب العام إذا لم يكن من الممكن بيعه.

3- البدء في استخدام السندات (الصكوك) للغرض الذي اصدرت من أجله.

Starting to use the bonds (sukuk) for the purpose for which they have been issued

تمثل الصكوك استثمار حقيقي يؤهلها للتداول. وتعتبر هذه إحدى خصائصها الهامة، حيث أن مالك الصكوك هو مالك الحصة التي تمثلها هذه الصكوك في الممتلكات المالية، أو الحصة في رأس مال المشروع التي تم تحديدها بقيمة تمثل هذه الصكوك حيث ان الصك يمثل نسبة غير مقسمة في ملكية أصل والحق المرتبط بالدخل العادي الناتج عن هذا الأصل. وسيتم تنظيم هذه الدخول العادية في شكل أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق البورصة.¹

¹ - Nor FadilahBahari Et All 2016 « A Review On The Potential Growth Of Sukuk, Issues And Its Challenges” Proceeding Of The 2ndinternational Conference On Economics & Banking 2016 (2nd Iceb)24 Th – 25th May 2016, E-Isbn: 978-967-0850-40-5

II المبادئ التي تقوم عليها الصكوك الإسلامية:

إن المبادئ الأساسية المتعلقة بميكلة الصكوك وفقا لمبادئ الشريعة هي نفس المبادئ التي تنطبق على هياكل التمويل الإسلامية الأخرى، ويمكن تلخيصها على النحو التالي:

1- يحظر تحصيل أو تلقي الفائدة (تجنب الربا):

بموجب مبادئ الشريعة، يعتبر المال أداة لقياس القيمة ووسيلة للتبادل، وليس له فائدة جوهرية. وعليه، يجب على المستثمر في ظل الشريعة ألا يدرك أي ربح أو ربح مجرد توظيف المال. يجب أن تكون عوائد المستثمر مرتبطة بأرباح المنشأة والمستمدة من المخاطر التجارية التي يفترضها ذلك المستثمر. لذلك يجب على المستثمرين المشاركة في الدخل الناتج عن ملكية الأصول أو أرباح أو إيرادات الأعمال التي يستثمرون فيها.

2- يجب أن تكون أصول الصكوك الأساسية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية:

يجب أن تكون الأصول أو الأعمال التي تقوم عليها الصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وبالتالي لا يمكن ربطها، على سبيل المثال، بالمقامرة أو إنتاج أو بيع الكحول أو لحم الخنزير.

3- حظر عدم اليقين (الغرر)، المضاربة (الميسر) واستغلال الجهل (الجهل):

تحظر الشريعة عدم اليقين المستحث عن قصد أو المخاطر غير الضرورية في العقود (الغرر)، والمعاملات التي تعتمد فيها النتيجة بالكامل على المصادفة أو المضاربة (الميسر) والمعاملات التي يربح فيها طرف ما بسبب جهل الطرف الآخر (الجهل). قد لا تكون المعاملات المحتوية على عدم اليقين فيما يتعلق بعنصر أساسي في العقود الأساسية مثل السعر أو وقت التسليم أو الموضوع متوافقة مع الشريعة. يجب أن تكون جميع الحقوق والواجبات المتعلقة بشهادة الاستثمار شفافة وواضحة.¹

¹ -Latham &Watkins " 2016 The Sukuk Handbook: A Guide To Structuring Sukuk A Guide To Structuring Sukuk Second Edition The Sukuk Handbook2016

III-تحديات وصعوبات تطوير الصكوك الإسلامية:

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محليا ودوليا على تداول الصكوك الإسلامية، فإنه لم يرافق ذلك تطور متكافئ على مستوى العرض. ولعل من أبرز التحديات التي تواجه تطور الصكوك الإسلامية ما يلي:

1- عرض محدود للمنتجات الإسلامية في سوق الأوراق المالية **Limited Islamic products viable for listing in the stock market**

تعتبر العديد من المنتجات والخدمات المعروضة في سوق التداول المالي لا تتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية، أي انه هناك قلة في المنتجات الإسلامية المتاحة للتداول في السوق المالي وهذا ما لا يتيح الفرص امام طالبي عقود الصكوك الإسلامية.¹

إن تحدي المنافسة القوية للأسواق المالية المعاصرة يفرض على الأسواق المالية الإسلامية استحداث أوراق مالية بعيدة عن دائرة الربا المحرم شرعا، وتنظيم تداولها وطرق التعامل بها، ويتعلق الأمر بعمليات السمسرة، وأوامر البورصة، وتسعير الأوراق المتداولة وتنفيذ وتسوية الصفقات، وسداد قيمها.

اذ لا بد من إيجاد وتطوير الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول، وخاصة في ظل الطلب المتزايد عليها والذي يقدر نموه بمعدل 15% سنويا. وإعطاء دفعة قوية لنشاط المؤسسات والبنوك الإسلامية في أنحاء مختلفة، مما يساعدها على إدارة وتلبية احتياجاتها المالية، ويؤهلها لمواجهة تحديات منافسة البنوك التقليدية في ظل بيئة مالية متكافئة.²

¹ - Nor FadilahBahari Et All 2016 « A Review On The Potential Growth Of Sukuk, Issues And Its -Challenges” Proceeding Of The 2ndinternational Conference On Economics & Banking 2016 (2nd Iceb)24 Th – 25th May 2016, E-Isbn: 978-967-0850-40-5

² - جمال لعمارة راييس حدة 2006 " تحديات السوق المالي الإسلامي " ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات . دراسة حالة الجزائر والدول النامية بسكرة يومي 21 و 22 نوفمبر 2006

2- غياب إطار تشريعي وتنظيمي لتداولات الصكوك الإسلامية:

Lack of legislative and regulatory environment appropriate for : the issuance and trading of sukuk

مما لا شك فيه ان غياب الأطر التشريعية والقانونية، يؤدي الى تخوف واحجام المصارف الإسلامية عن اصدار الصكوك الإسلامية، لعدم وجود ضوابط قانونية لهذه العملية التمويلية، وبدوره يؤدي الى احجام المستثمرين عن الاستثمار في مجالات الصكوك الإسلامية المختلفة، لما لهذه الأطر من دور في تنظيم العلاقة بينهما (المصارف الإسلامية والمستثمرين).

كما ينظم هذا الإطار إصدارات الصكوك ويوحدها، وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة الى أخرى، حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.¹

اذ ان التحدي الأبرز هو أن القوانين ومعايير الصكوك الإسلامية الصادرة في أسواق البورصة مساوية للتشريع في البلدان الغربية. لذلك، من المطلوب أن توفر السلطات التنظيمية والتشريعية في البلدان التي تعتمد تداولات الصكوك الإسلامية الإطار التنظيمي والتشريعي لإصدارها.²

3- الاعتماد على التمويل قصير الأجل Relying on the short-term financing

لقد عانت البنوك الإسلامية تاريخيا من الاعتماد المفرط على سوق التمويل قصير الأجل، وخاصة في شكل مراجعة. نظرا لربحها المضمون وانخفاض مستوى المخاطرة، بالإضافة إلى عدم تجميد الأموال

¹ - نوال بن عمارة 2011 الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية " تجربة السوق المالي الدولي - البحرين - مجلة الباحث - عدد 09-2011

² - Nor Fadilah Bahari Et All 2016 « A Review On The Potential Growth Of Sukuk, Issues And Its -Challenges” Proceeding Of The 2nd international Conference On Economics & Banking 2016 (2nd Iceb) 24 Th - 25th May 2016, E-Isbn: 978-967-0850-40-5

ودورها السريع، فإن المراجعة لا تتوافق مع الدور التنموي الممنوح لهذه البنوك. وقد اعتمد التطور الحقيقي بشكل أساسي على إنشاء المشاريع الإنتاجية وتشغيل القوى العاملة بشكل دائم. ولن يتحقق التغلب على هذه العقبة إلا من خلال التمويل متوسط الأجل وطويل الأجل، الذي يتجسد عادة في المضاربة والمشاركة Mudarabat و Musharakat. ومع ذلك، بعد تنبيهات متعددة للبنوك الإسلامية، تم تقويض مبررات الاعتماد على المراجعة والتي بدورها انخفضت نسبتها. وتتراوح حالياً بين 35٪ و 40٪ من إجمالي التمويل المصرفي بعد أن كانت قريبة جداً من 80-90٪ في بداية عمل هذه البنوك. ربما يساعد انتشار إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في أسواق البورصة مستقبلاً، البنوك الإسلامية على حل مشكلة الاعتماد على التمويل قصير الأجل، لإمكانية تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل الممثلة في الصكوك، مع مراعاة ضرورة توافقها مع ضوابط الشريعة الإسلامية.

4- صغر حجم البنوك الإسلامية The small size of Islamic banks

صغر حجم البنوك الإسلامية، خاصة وأن أكبر بنك في العالم "Deutsche Bank"، يمتلك أصولاً بقيمة 2.8 تريليون دولار أمريكي، في حين يبلغ حجم التمويل الإسلامي في العالم حالياً 1.6 تريليون دولار أمريكي. وهذا يعني أن الحجم الكلي لهذا التمويل لا يمثل سوى حوالي نصف موجودات أكبر بنك في العالم. إن الحجم الكبير للمصارف الإسلامية فريد ومحدود، مثل مجموعة البركة المصرفية والبنك الإسلامي للتنمية.

كما نجد أن حظر الفائدة، يعد سبباً من بين أسباب تدني حجم البنوك الإسلامية، إذ تقوم هذه الأخيرة بتعبئة واستخدام الأموال باستخدام أدوات أو عقود متوافقة مع الشريعة الإسلامية لا تستخدمها البنوك التقليدية، وبالتالي فإن هيكل رأس المال الخاص بها يتكون أساساً من رأس المال من المستوى الأول فقط، في حين أن عددًا قليلاً فقط من البنوك الإسلامية لديها رأس المال من المستوى الثاني. هناك تباين آخر بين النموذجين البنكيين وهو ملكية البنك للأصل: في العقود المصرفية

الإسلامية مثل المراجعة، يتعين على البنوك الإسلامية امتلاك الأصول لفترة من الزمن، وهي ممارسة غير مطلوبة في الممارسات المصرفية التقليدية.¹

5- الحياد الضريبي Tax neutrality

يقصد بالحياد الضريبي ألا يترتب على فرض الضرائب تغيرات جوهرية في السلوك الاقتصادي فلا تغير هذه الضرائب من شروط الاختيار الاقتصادي، بحيث تبقى القرارات الاقتصادية تتخذ بناءً على الأهمية الاقتصادية النسبية للبدائل المتاحة، بدلاً من أن تتخذ لاعتبارات ضريبية. ولا يمكن تحقيق الحياد الضريبي على نحو تام إلا حال فرض ضريبة إجمالية مقطوعة.

وحيث إنه لا يوجد في الوقت الراهن نظام ضريبي يقتصر على ضريبة إجمالية مقطوعة، فإن غاية ما يطمح إليه الاقتصاديون من حياد في النظام الضريبي ينصرف إلى عدم اختلاف أسعار الضريبة في هذا النظام بين الأنماط المختلفة من الاستهلاك والاستثمار. ومن المعلوم أن عدم الحياد الضريبي يأتي من روافد عديدة من أهمها:

- 1- عدم شمول الوعاء الضريبي.
- 2- التفاوت في الأسعار الاسمية للضرائب.
- 3- التفاوت في تحديد مفهوم المادة الخاضعة للضريبة.
- 4- الإعفاءات الضريبية.²

يشكل الحياد الضريبي تحدياً للدول التي تصدر الصكوك الإسلامية لاتخاذ الخطوات اللازمة لتوفير الحياد الضريبي، بين الحوافز الضريبية الإسلامية والمصدرة لتقوية جاذبية الصكوك الإسلامية للمستثمرين والمصدرين. وسطاء الأوراق المالية. وقد ورد ذكره في تقرير نشرته " **the Malaysian Business Times** " أن ماليزيا تبذل جهوداً كبيرة وتقدم إعفاءات جمركية، للحفاظ على مكانتها

¹ - نوال بن عمارة 2011 الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية " تجربة السوق المالي الدولي - البحرين - مجلة الباحث - عدد 09-2011

² - نجاح عبد العليم أبو الفتوح 2014 " هل الزكاة محايدة اقتصادياً؟ " ندوة حوار الأربعاء بعنوان مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي كلية الاقتصاد والإدارة جامعة الملك عبد العزيز.

كمركز دولي للتمويل الإسلامي، يحتوي على أكبر سوق دولي للصكوك الإسلامية، وينشط الصيرفة الإسلامية، اعتماداً على مجموعة متنوعة من العقود مثل الوكالة، والايجار، والمرابحة¹. اذ يعد هذا الإجراء بمثابة دعم كبير للصناعة المالية الإسلامية ونموها وتطورها بشكل عام. حيث ان باكستان إسلام آباد "Islamabad" - في قرار تاريخي، منحت الحكومة الفيدرالية، بناء على توصيات لجنة الأوراق المالية والبورصات الباكستانية (SECP)، الحياد الضريبي للصكوك من خلال السماح بإعفاءات ضريبية معينة كانت متوفرة في وقت سابق فقط لقضايا التوريق التقليدية².

حيث ان الامتيازات الضريبية، إلى جانب الحيادية الضريبية للصكوك، هي قرارات مرحب بها، ومن المتوقع أن يختار عدد كبير من الشركات أن تصبح متوافقة مع الشريعة، وهذا بدوره سيزيد من أسواق رأس المال ويضمن التصنيع.

5- اختلاف الفتاوى حول عملية التداول بالصكوك The problem of the conflicts of the Fatwa and different standards

تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل المجالس والهيئات المهتمة بالصيرفة الإسلامية وغيرهم، اذ انهم يبالغون أحياناً في تشدهم، ويحرمون بعض التداولات بالصكوك او المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي الى فقدان الثقة فيها، مما يفضي الى تراجع الاقبال عليها وتحقق خسائر او انخفاض في الأرباح. وإذا لم تتوفر الشروط الشرعية في الصكوك، فأنها تهدد

¹ - Nor Fadilah Bahari Et All 2016 « A Review On The Potential Growth Of Sukuk, Issues And Its -Challenges” Proceeding Of The 2nd international Conference On Economics & Banking 2016 (2nd Iceb) 24th – 25th May 2016, E-Isbn: 978-967-0850-40-5

²-Economy Watch 2016. “Government Grants Tax Neutrality To Sukuk” <https://Pakobserver.Net/Government-Grants-Tax-Neutrality-To-Sukuk/>.

الأدوات المالية وكذلك المؤسسات المالية الفاعلة في إصدارها بسبب فقدان الثقة فيها، مما يهز أركان النظام الاقتصادي ويضر بالمصالح الاقتصادية لعدد كبير من الافراد والمؤسسات.¹ اذ وقعت العديد من الاختلافات في الفتاوى الصادرة بشأن التداول المالي بين الهيئات والمؤسسات التي تدعم العمل المصرفي الإسلامي، بما في ذلك المعيار الصادر عن المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) لتنظيم عملية التوريق. وفي وقت لاحق، أصدر **the International Islamic Fiqh Council** مجمع الفقه الإسلامي الدولي (وهو المجلس الفقهي الأكبر والأكثر شهرة) فتوى تحظر عملية التوريق، ولا سيما التنظيم والمنظور. حيث انه من الضروري حل مشكلة مثل هذه الاختلافات والمعايير المتباينة من خلال توحيد الفتوى الشرعية ووضع معايير وآليات إصدار الصكوك الإسلامية في صيغة موحدة. عبر معظم الدول التي تصدر السندات الإسلامية وأيضاً عن طريق إنشاء سلطات تنظيمية مستقلة لضمان سلامة الصكوك الإسلامية من الناحية المالية والشرعية.

6- تكاليف إصدار الصكوك الإسلامية **The costs of putting into bonds (sukuk) and providing the administrative and human resources capabilities**

هناك بعض الاعتبارات التي يجب أخذها في الحسبان لعمليات إصدار الصكوك الإسلامية، حيث قد تكون تكاليف عمليات إصدارها عالية. ويرجع ذلك إلى أن التكلفة لا تشمل فقط تكلفة التمويل نفسه، بل تكلفة وقت التنظيم والوثائق اللازمة لذلك.

كما يشمل توفير القدرات الإدارية والبشرية التي قد تشكل عبئاً مالياً كبيراً، خاصة في غياب التشريعات القانونية المنظمة لعملية الصكوك الإسلامية، والتي يشكل عدمها تحدياً أو عقبة حقيقية أمام دخول البنوك الإسلامية في منطقة الصكوك كمصدر لها. وذكر البنك الآسيوي للتنمية في تقرير متابعة السندات في آسيا، أن عدم الدراية الكافية بهيكل الصكوك المعقد، يعني تحمل المصدرين

¹ - سامح كامل الغزالي، 2015 " معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية " دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين. قدمت هذه الرسالة استكمالاً لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل. 2015 الجامعة الإسلامية غزة.

المحتملين رسوما أعلى مقابل خدمات استشارية، في حين يريد المستثمرون عائدا أعلى بسبب ضعف أنشطة التداول في الأسواق الثانوية للصكوك. حيث أظهرت دراسة للبنك الآسيوي للتنمية أن تكلفة إصدار الصكوك (السندات الإسلامية) لا تزال أعلى كثيرا من إصدار السندات التقليدية رغم نمو التمويل الإسلامي في دول مثل ماليزيا واندونيسيا. وذكر البنك أن العائد على الصكوك، التي تصدرها الحكومة في إندونيسيا يبلغ في المتوسط 86 نقطة أساس (0.68%) فوق عائد السندات الحكومية التقليدية المماثلة. وفي ماليزيا، وهي أكبر سوق صكوك من حيث السيولة في العالم، يرتفع عائد الصكوك ثماني نقاط مئوية في المتوسط فوق السندات التقليدية¹.

7- ارتباط الصكوك الإسلامية بمؤشر أسعار الفائدة في السوق المالية **The bonds (sukuk) are connected. with the interest rates index in the market**

من بين التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية ارتباطها بمؤشر أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، والمعروفة باسم "ليبور LIBOR" بالإضافة إلى ذلك، فإن الانتقادات القوية التي تم توجيهها إلى الصكوك الإسلامية من حيث أن العائدات التي عادة ما تكون مترابطة مع أسعار الفائدة في الأسواق الدولية، وهذا الارتباط بين الأسعار القائم على الربا يعد محظورا وفقا لقوانين الشريعة الإسلامية.

8- نقص الكوادر البشرية المؤهلة **Lack of qualified human resources**

لقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطورا سريعا، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه أن ضعف العاملين سيفرض تهديدا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية².

¹ - مانيليا - رويترز 2014 «تكلفة إصدار الصكوك الإسلامية في آسيا لا تزال أعلى من مثلتها في السندات التقليدية " <https://www.alquds.co.uk>

² - نوال بن عمارة 2011 الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية " تجربة السوق المالي الدولي - البحرين - مجلة الباحث - عدد 09-2011.

اذ يتطلب إصدار الصكوك الإسلامية من تأهيل كوادر بشرية تتقن بناء هياكل وعمل الصكوك واليات تداولها. وتوفير معرفة عميقة بالعلوم ذات الصلة بنشاط الصكوك في مجالات القانون والمحاسبة والمالية والفقه، وتفتقر معظم الدول العربية والإسلامية الحاضرة لهذه الصناعة في الوقت الحالي الى وجود عدد كاف من الأشخاص في تلك المجالات معا، ومما لا شك فيه ان ضعف قدرات العاملين سيولد تمهدا من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول تلك الصكوك.¹

9- التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية Credit Rating and Control of International Financial Institutions

لا بد من للصكوك الإسلامية عند عملية إصدارها من تصنيفها ائتمانيا من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، الى جانب المشورات الفنية اللازمة كمشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيرا من العوائد المتوقعة. مما يلقي عبئا على المؤسسات المصدرة لها وذلك بغرض تقليل مخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.²

الخاتمة:

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محليا ودوليا على تداول الصكوك الإسلامية، فانه لم يرافق ذلك التطور تكافؤا على مستوى العرض. اذ تواجه عمليات إصدار الصكوك الإسلامية كغيرها من أدوات الاستثمار العديد من التحديات التي تحول دون إصدارها ونموها، رغم ان هناك العديد من الجهود المبذولة للرقى بالصناعة المالية الإسلامية، لا سيما ما حققته في الآونة الأخيرة من توسعات في مجال التداول الإسلامي.

¹ - سامح كامل الغزالي، 2015 " معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية " دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين. قدمت هذه الرسالة استكمالاً لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل. 2015 الجامعة الإسلامية غزة.

² - نوال بن عمارة 2011 الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية " تجربة السوق المالي الدولي - البحرين - مجلة الباحث - عدد 09- 2011.

في هذه الورقة قمنا بتسليط الضوء حول تداول الصكوك الإسلامية ومختلف التحديات والاسباب التي تحول دون عملية الاصدار. من خلال الإجابة على الاشكالية المطروحة والتي تركز أساسا على تبيان التحديات التي من شأنها ان تؤثر على عملية اصدار الصكوك التي تلعب دورا هاما في تنشيط الحركة الاقتصادية، إلا انه يشهد بعض العراقيل، وذلك لعدة أسباب، منها ما هي أسباب اقتصادية وثقافية، علمية وسياسية من جهة، كمحدودية عرض المنتجات الإسلامية في سوق الأوراق المالية، غياب إطار تشريعي وتنظيمي لتداولات الصكوك الإسلامية، الاعتماد على التمويل قصير الأجل، صغر حجم البنوك الإسلامية، اختلاف الفتاوى حول عملية التداول بالصكوك، تكاليف اصدار الصكوك الإسلامية، نقص الكوادر البشرية المؤهلة، التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية.

حيث كان الهدف من هذه الدراسة، هو تبيان مختلف الأسباب والتحديات التي من شأنها ان تعيق عملية اصدار الصكوك الإسلامية، وتوضيح مستلزمات هذا القطاع في أكثر من اتجاه، كما يتيح الفرصة لاستعمال جملة هذه المعلومات في التخطيط (على مستوى المؤسسات المالية والمهتمين بمجال التمويل الإسلامي)، بغية المساهمة في تطور السوق المالية الإسلامية، وتعزيز مساهمته الإيجابية بالتنمية الاقتصادية، والأخذ بالأسباب التي تؤدي إلى إزالة العقبات والمؤثرات السلبية التي دلت عليها الدراسة.

اذ انه من المفيد تقديم مجموعة من التوصيات التي يمكن الاستفادة منها على مستوى الافراد والمؤسسات (المؤسسات المالية والمهتمين بالتمويل الإسلامي) فعليه:

- لا بد من تطوير الأدوات المالية الإسلامية القابلة للتداول، وخاصة في ظل الطلب المتزايد عليها، وإعطاء دفعة قوية لنشاط المؤسسات والبنوك الإسلامية في أنحاء مختلفة، مما يساعدها على إدارة وتلبية احتياجاتها المالية، ويؤهلها لمواجهة تحديات منافسة البنوك التقليدية في ظل بيئة مالية متكافئة.
- اذ يستوجب إنشاء سلطات تنظيمية مستقلة لضمان سلامة الصكوك الإسلامية من الناحية المالية والشرعية.

- كما يتطلب إصدار الصكوك الإسلامية تأهيل كوادر بشرية تتقن بناء هياكل وعمل الصكوك واليات تداولها.

- توفر السلطات التشريعية والتنظيمية في البلدان التي تعتمد تداولات الصكوك الإسلامية الإطار التنظيمي لإصدار الصكوك الإسلامية

اذ ان إصدار الصكوك الإسلامية سيؤدي الى جذب شريحة كبيرة من أصحاب رؤوس الأموال التي ترغب في التعامل وفق احكام الشريعة الإسلامية، بالإضافة الى تحسين مستوى الربحية للمؤسسات المالية، كما وسيتيح إصدار الصكوك الإسلامية للحكومة الحصول على تمويل للمشاريع وخاصة مشاريع التنمية والبنى التحتية.

المراجع:

- 1- جمال لعمارة، راييس حدة 2006 " تحديات السوق المالي الإسلامي " ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات . دراسة حالة الجزائر والدول النامية. بسكرة يومي 21 و 22 نوفمبر 2006
- 2- سامح كامل الغزالي، 2015 " معوقات إصدار الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية " دراسة تطبيقية على المؤسسات المصرفية العاملة في فلسطين. قدمت هذه الرسالة استكمالاً لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل. 2015 الجامعة الإسلامية غزة.
- 3- ناصر زيد 2013 " دور الحكومة في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية "، جامعة حسينية بن بوعلي، الجزائر. 2013.
- 4- نوال بن عمارة 2011 الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية " تجربة السوق المالي الدولي - البحرين -مجلة الباحث -عدد 09-2011.
- 5- نجاح عبد العليم أبو الفتوح 2014 " هل الزكاة محايدة اقتصادياً؟ " ندوة حوار الأربعاء بعنوان مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي كلية الاقتصاد والإدارة جامعة الملك عبد العزيز.
- 6- مانिला - رويتز 2014 «تكلفة إصدار الصكوك الإسلامية في آسيا لا تزال أعلى من مثيلتها في السندات التقليدية " <https://www.alquds.co.uk>

- 7- Economy Watch 2016. "Government Grants Tax Neutrality To Sukuk" <https://Pakobserver.Net/Government-Grants-Tax-Neutrality-To-Sukuk/> .
- 8- Latham & Watkins " 2016 The Sukuk Handbook: A Guide To Structuring Sukuk A Guide To Structuring Sukuk Second Edition The Sukuk Handbook2016
- 9- Mosharrof Hosen " 2016 The Pitfalls Of The Malaysian Sukuk Industry: Issues And Challenges In Practice. https://Www.Researchgate.Net/Publication/317950429_The_Pitfalls_Of_The_Malaysian_Sukuk_Industry_Issues_And_Challenges_In_Practic "
- 10- Nomaan A. Raja2015 "Challenges To The Development Of The Sukuk Market" Latham & Watkins Llp, 885
- 11- Nor FadilahBahari Et All 2016 « A Review On The Potential Growth Of Sukuk, Issues And Its -Challenges” Proceeding Of The 2ndinternational Conference On Economics & Banking 2016 (2nd Iceb)24 Th – 25th May 2016, E-Isbn: 978-967-0850-40-5
- 12- NurulWajh Et All Growth And Prospect Of Sukuk In Malaysian Market: A Review 2015proceeding Of The 2nd International Conference On Management And Muamalah 2015 (2ndicomm) Th – 17th November 2015, E-Isbn: 978-967-0850-25-216
- 13- RachidBoutti "2014" Sukuk And Bond Performance In Malaysia "

https://www.researchgate.net/publication/280598854_Sukuk_And_Bond_Performance_In_Malaysia