

”

الصكوك الإسلامية تطورها ودورها في عمليات التمويل

Islamic checks... their development and their role
in financing operations

المدرس الدكتور
فالح نعيمش مطر الزبيدي
كلية الإدارة والاقتصاد / الجامعة المستنصرية

Lecturer Dr.FalehNghimeshMatar Al-Zubaidi
Faculty of Management and Economics / Mustansiriya
University

“

المستخلص:

تطورت وتنوعت المشتقات المالية في اسواق الأوراق المالية في العالم وتعتمد جلّها على المعاملات الربوية التي تجعل من سعر الفائدة اساساً لتحركها مما حدا بالمجتمعات الإسلامية أن تتحرك لتوجد ما يقابل تلك المشتقات وبأطر شرعية ضمن حدود الشرع الإسلامي فتم إبتكار الصكوك الإسلامية في أوائل العقد الأخير من القرن العشرين من بعد فتاوى شرعية وأصبحت تلك الصكوك أداة تمويلية تصدر وفق تعاليم الدين الإسلامي ولا تتعامل بالربا أو بالمشروعات المحرمة شرعا فكان اصدار الصكوك الإسلامية التي نمت بشكل هائل وقفزت مبالغ اصدارها بمضاعفات كبيرة مما حدا بالدول التي تبحث عن التمويل الى الاسراع بأخذ موقعها من اصدار الصكوك سواء اكانت هذه الدول اسلامية ام بلدان اخرى متقدمة غير اسلامية مما وفر لها مصدرا لراس المال ساهم بشكل خاص في تمويل مشاريع البنية التحتية لها كبديل عن الاقتراض في حالة وجود عجز في موازنتها العامة.

Abstract:

It evolved and diversified financial derivatives in the stock markets in the world and relies mostly on usurious transactions that make the interest rate basis for driven prompting Islamic societies that are moving to be found corresponds to those derivatives and frameworks legitimacy within the confines of Islamic law have been introduced Islamic bonds early in the last decade of the twentieth century after fatwas legitimacy and become those instruments financing instrument issued in accordance with the teachings of the Islamic religion does not deal with riba or forbidden religiously projects was the issuance of Islamic instruments that have grown tremendously and jumped amounts issued large multiples, prompting countries that are looking for funding to speed up taking the position of issuing instruments, whether they These Islamic countries or other countries of advanced non-Muslim, which provided them with a source of capital contributed in particular to finance its infrastructure projects as an alternative to borrowing in the case of a deficit in public budget

المقدمة

مع وجود النصوص الشرعية التي تحرّم الربا وأخذ الفائدة على القروض في الدين الإسلامي الحنيف وفي الوقت الذي تنوعت مشتقات التمويل الربوي في العمل المصرفي التقليدي صار لازماً إيجاد طرقاً شرعية لتشغيل رؤوس الأموال المعطلة وبما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية ويضمن بنفس الوقت حقوق وعوائد الأطراف المتعاملة عن طريق مبدأ الشراكة في استثمار هذه الأموال واستغلال الحكومات لهذا المبدأ لجمع المدخرات من أجل تنفيذ مشاريع البنية التحتية ومشاريع تنمية أخرى مرغوب الاستثمار فيها فكان إيجاد طريقة للتسديد أي إصدار سندات إسلامية وهذه الطريقة سميت التصكيك أي إصدار صكوك إسلامية لا تعتمد على مبدأ الفائدة ضمن مؤسسات مالية ومصرفية إسلامية وقد اثبتت دورها وانتشارها الواسع وتفوقها على السندات التقليدية الأخرى كما سيظهر في متن البحث.

مشكلة البحث:

إنّ الهندسة المالية الإسلامية قد تطورت وتنوعت مشتقاتها وإن ابرز تلك المشتقات هي الصكوك الإسلامية والتي تعد بديلاً عن السندات التقليدية التي تعد الفائدة، وكصدر للتمويل بديل عن الاقتراض للحكومات والوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في رأس المال اللازم للاستثمار.

فرضية البحث:

تقوم فرضية البحث على أن الصكوك الإسلامية تُعد بديلاً شرعياً أفضل نوعاً ما عن الاقتراض أو إصدار السندات التقليدية بما تتسم به من ميزات وقلة المخاطر ونجاح تجارب بعض الدول في هذا البديل التمويلي.

أهمية البحث:

تتبع أهمية البحث من عظم وتنامي وتنوع وتطور وانتشار إصدار الصكوك الإسلامية في العالم كأداة من أدوات تمويل العجز وكذلك فإن أهميتها من صمودها في وجه الأزمات المالية العالمية لإستنادها على أصول حقيقية .

هدف البحث:

يهدف البحث الى التعرف على مدى ملائمة الصكوك الإسلامية للاستثمار وجمع المدخرات والتمويل كبديل عن السندات التقليدية التي تعتمد فائدة في إصداراتها، كما يهدف الى اظهار دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية كتجارب لبعض الدول.

منهجية البحث:

اعتمد البحث على المنهج الإستنباطي في التحليل من خلال دراسة حالة تطور الصكوك الإسلامية المتسارع منذ بداية الإصدار لها وما لحقها من نمو وتنوع في الإصدار ، وقد تم تقسيم البحث

الى ثلاثة مباحث تناول الأول فيها التعريف بماهية الصكوك الإسلامية وانواعها وآلية عملها والفرق بينها وبين كل من السندات التقليدية والأسهم بما تمتاز به من ميزات يفوق بعضها تلك الأنواع من الأوراق المالية ، وتناول المبحث الثاني تطور اصدار الصكوك الإسلامية من خلال التمويل الإسلامي ونمو مقدار وهيكلية هذه الصكوك وجغرافيتها ، كما تناول المبحث الثالث تجارب تطبيقية تبين دور الصكوك في عمليات التمويل والمشاريع التنموية التي ساهمت في تمويلها للبلدان التي اصدرت هذه الصكوك، واختتم البحث باستنتاجات وتوصيات اظهرت اهمية ودور هذه الصكوك في التمويل اللازم سواء اكان لسد عجز الموازنات العامة للدولة ام لإقامة مشاريع تنموية .

المبحث الأول

الإطار النظري للصكوك الإسلامية

تعد عملية إصدار الصكوك الإسلامية نقطة فارقة في تاريخ تطور وابتكار الهندسة المالية الإسلامية لم يسبق لها مثيل في تطور التمويل الإسلامي، ولم تكن هذه الصكوك ذات أهمية قبل عقد من الزمن، الا انها اصبحت الآن ذات أهمية من اجل تلبية رغبة المستثمرين بتمويل إسلامي طويل الأمد في أسواق رأس المال.

أولاً/ التصكيك Securitization:

يعرف التصكيك بأنه عملية تجميع وتصنيف الأصول المضمونة منها وغير المضمونة وتحويلها الى صكوك ثم بيعها على المستثمرين^(١).

وعرفه الدكتور منذر قحف على أنه وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية^(٢).

وتعد عملية التصكيك البديل الإسلامي للتسديد أي خلق السندات والتي تعني جعل الديون المؤجلة في ذمة الغير صكوكاً قابلة للتداول^(٣).

ان التصكيك الإسلامي يعد أداة مالية تصدر وفق الشريعة الإسلامية ولا تعتمد على الفائدة في عائدها، بعكس التسديد (أي إصدار السندات) الذي يقوم أساساً على الديون والمفاضلة بها ويعتمد على سعر الفائدة .

وبهذا يمكن تعريف التصكيك كما ذكر ذلك د. فتح الرحمن علي محمد صالح^(٤) على انه عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً الى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشأة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة ان يكون محلها غالبه أعياناً، وذات آجال محدودة بعائد غير محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر.

والتصكيك كمصطلح هو نفسه التوريق والذي يعني لغةً (إخراج الأوراق) وإصطلاحاً هو تحويل القروض وأدوات الديون غير السائلة الى الأوراق المالية السائلة (الأسهم والسندات) قابلة للتداول في أسواق المال وهي أوراق تستند الى ضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة^(١).

وتعرفه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنه إصدار 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 الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء إستخدامها فيما أصدرت من أجله^(٢).

وهناك تعريف آخر أبسط من تلك التعاريف فقد ذكر محمد بن ادريس الشافعي في كتابه الأم أن التوريق هو جعل الدين المؤجل في ذمة الغير في المدة ما بين ثبوته في الذمة وحلول أجله صكوكاً قابلة للتداول في سوق ثانوية وبذلك تجري عليه عمليات التبادل والتداول المختلفة ويتحول الى نقود بعد أن كان مجرد إلزام في ذمة المدين^(٣).

ويرى الباحث ان افضل تعريف للصكوك الاسلامية ومن وجهة النظر الاقتصادية والشرعية حسب ما انتهى اليه مجمع الفقه الاسلامي الدولي هي (إصدار وثائق او شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان او منافع او حقوق او خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً او سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه)^(٤).

ثانياً / الفرق بين الأسهم والسندات التقليدية والصكوك الاسلامية

نبين الآن الفرق بين الإصدارات الثلاثة وبمقارنة بسيطة نجد ان هناك ما يعرف بديمقراطية التمويل (اي بيع الأوراق المالية) وديكتاتورية التمويل (اي الإقتراض من المصارف)وبين هذا وذاك هناك طريق ثالث وهو بيع الأصول التي تدرّ تدفقاً مالياً بصورة دخل منفصل عن بقية الأصول وهو الصكوك الإسلامية وفيما يلي أوجه الشبه والاختلاف بين الأصناف الثلاثة:

أوجه الشبه والاختلاف بين الأسهم والسندات والصكوك

الصكوك	السندات	الأسهم
١ إصدار أوراق مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية	أصدار أوراق مالية تتوافق مع المعايير الوضعية	أصدار أوراق مالية تتوافق مع المعايير الوضعية
٢ توزيع أصول عينية حقيقية	توزيع ديون	توزيع أصول عينية حقيقية
٣ يكون العائد دخلاً غير محدد وحسب مقدار الإمتلاك من الصكوك	يكون العائد فائدة محددة نسبياً مسبقاً	يكون العائد ارباحاً غير محددة وحسب مقدار الإمتلاك من الأسهم
٤ تكون لأجل محدد	تكون لأجل محدد	تكون دائمية
٥ يعد حامل الصك ممول وليس مالك للشركة المصدرة للصك بتاريخ بدء وانتهاء محدد اي انه شريك وليس مالك	لا يعد حامل السند شريك او مالك في الشركة التي اصدرت السند	تعد جزءاً من رأسمال المنشأة الإقتصادية أي أن حامل السهم شريك ومالك
٦ يساهم في تحمل المخاطر	لا يساهم في تحمل المخاطر	يساهم في تحمل المخاطر
٧ لا يمنح حامل الصك هذا الحق ايضاً أي حق التصويت او حضور اجتماعات مجلس الادارة	لا تعطي حاملها حق حضور الجمعيات العمومية والتصويت والاشتراك في الادارة	تعطي حاملها حق حضور الجمعيات العمومية والتصويت والاشتراك في الادارة
٨ تساهم في نمو القطاع الحقيقي في الاقتصاد	تساهم في نمو الاقتصاد المالي	تساهم في نمو القطاع الحقيقي في الاقتصاد

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على :

علي، بوسفات؛ التوريق وأزمة المالية العالمية، بحث مقدم الى الملتقى الدولي الثاني (الأزمة المالية الراهنة وبدائله المالية والمصرفية، النظام الإسلامي نموذجاً ٢٠٠٩/٦/٥ الجزائر .و فرحات، د. منى خالد : توريق الدين التقليدي والإسلامي، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد ٢٩ - العدد الأول - ٢٠١٣ ص ٢٢٩ متاح على الأنترنت على الرابط التالي:

<http://www.damascusuniversity.edu.sy/mag/law/images/stories/1-2013/221-241.pdf> .

ثالثاً: آلية عمل الصكوك الإسلامية

أطراف عملية التصكيك : تحتاج عملية اصدار الصكوك الى اطراف رئيسة كي تتم وهذه الأطراف هي جهة الاصدار ووكيل الاصدار وحملة الصكوك (المستثمرون) ومحفظة التصكيك:

1- جهة الإصدار: وتمثل شركة ذات شخصية معنوية والتي تقوم بإدارة الصكوك ويطلق عليه ايضاً بالمصدر الأصلي اي منشأ الصكوك او مالك الأصل وهي الجهة التي تبحث عن سيولة مالية (تمويل) فتقوم بتجميع مالديها من اصول بما يعرف بمحفظة التصكيك ثم بيعها الى الطرف الثاني في عملية التصكيك وهي الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) مقابل الحصول على نقد سائل (٩).

2- وكيل الإصدار (شركة ذات غرض خاص) SPV : وقد يطلق على هذه الجهة عدة تسميات منها شركة التصكيك او مدير الصكوك ونعني بها الجهة التي انيط بها حق التفويض ببيع الصكوك

للمستثمرين (حملة الصكوك) وتسمى شركة ذات غرض خاص (Special Purpose Vehicle Company) وتقوم بعملية اصدار الصكوك وجميع العمليات الاخرى الخاصة بالصكوك مقابل اجر معين وتعد الشركات ذات الغرض الخاص (SPV) من نوع الشركات ذات المسؤولية المحدودة وتستخدم عادة في عمليات التوريق في المصارف التقليدية وانتقلت الفكرة الى عملية التصكيك الإسلامي فعند رغبة المصارف في الحصول على نقد آني مقابل ديونها تلجأ الى إنشاء مثل هذه الشركات لتوريق ديونها , أما في الصناعة المالية الإسلامية فإن هذه الشركات لا تتعامل بالديون المعتمدة على الفائدة حيث يوكل اليها اصدار الصكوك الإسلامية .

ومثال ذلك فقد صدر قانون رقم ٤٤ لسنة ٢٠١٤ في الأردن ينظم عمل هذه الشركات ذات الغرض الخاص حيث لايجوز لها الاندماج مع غيرها من الشركات أو تداول أسهمها داخل السوق المالي في الأردن وخارجه^(١) , أي أن الشركات ذات الغرض الخاص موجودة لتسهيل عملية التوريق فالهدف من إنشائها الحصول على السيولة مقابل بيع الديون أما المالية الإسلامية فقد وكلتها اصدار الصكوك بعيدا عن عملية التوريق.

3- المستثمرون (حملة الصكوك): وتمثل الجهات التي تشتري الصكوك رغبة في الحصول على عائد مالي شرعي غير محرم وغالبا ما تكون هذه الجهات تتمتع بامتلاكها للسيولة المالية العالية التي ترغب في استثمارها في هذا المجال وقد تكون هذه الجهات مصارف تقليدية او اسلامية او شركات قطاع خاص او حتى جهات حكومية او افراد او اي جهة اخرى.

4- محفظة التصكيك : وتعني الوعاء الإستثماري الذي يضم الأصول المراد تصكيكها لغرض الحصول على السيولة المطلوبة لتمويل المشاريع الاستثمارية .

ويضاف الى تلك الاطراف اطرافا اخرى مساندة لها مثل هيئة الرقابة الشرعية التي لا بد منها لإعطاء الصبغة الشرعية لإصدار الصكوك والتي تقرر مدى شرعية او لا شرعية الاستثمار في المشاريع المراد توفير الاموال لها اي ان عمل الهيئة هو لغرض التأكد على التزام الاطراف بأحكام الشريعة الاسلامية .

وبعد ان يتم اصدار الصكوك الاسلامية عن طريق الوسيط المالي ((شركة ذات غرض خاص (SPV) يكون هذا الوسيط نائبا عن حملة الصكوك في تسليم الاموال وبنفس الوقت نائبا عن الشركة المنفذة للقبض ويتم عبر مبدأ المشاركة ليصبح حملة الصكوك شركاء في ملكية الأصل .

علما بان هناك شروطاً لإصدار الصكوك منها^(٢):

1- تحديد المدة الزمنية للصك.

2- الذمة المالية المفصولة.

3- ان توزيع العوائد يتم عن طريق ما يسمى الغنم بالغرم وهي قاعدة فقهية اي الربح او الخسارة الناجمة عن المشروع او من العملية التي يستثمر فيها رأس المال (قيمة الصكوك) بين الجهة المصدرة وبين حملة الصكوك بنسبة شائعة يتم الاتفاق عليها عند الاكتتاب.

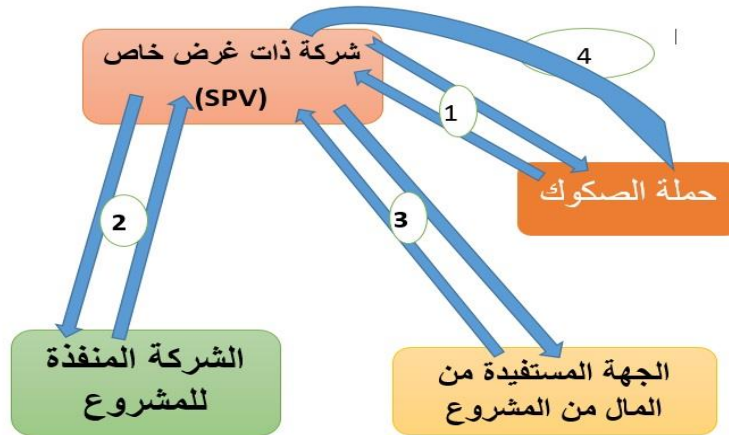
4- ان تكون مقبولة شرعاً.

5- أن تكون قابلة للتداول في السوق المالية.

ومن هذا فان اصدار الصكوك يعتمد على وجود اصل او مجموعة اصول منتجة ثم استصدار صكوك محددة عنها اي عملية مشاركة في العوائد المتوقعة منها اي انها مضاربة في مجالات استثمارية .

وتبعاً لذلك فان دورة الصكوك الاسلامية تمر بثلاث مراحل هي مرحلة اصدار الصكوك وحسب الشكل البياني التالي :

شكل بياني يوضح آلية عمل الصكوك الإسلامية



الشكل من اعداد الباحث بالإعتماد على :

Andreas A.Jobt ;The economics of Islamic Finance and Securitization -1
WP/07/117 ,IMF,P20

٢-الرشود, د. خالد بن سعود: العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الاسلامية , اطروحة دكتوراه مقدمة للمعهد العالي للقضاء بجامعة الامام محمد بن سعود الاسلامية ٢٠١٣.

مراحل اصدار الصكوك :

المرحلة الأولى مرحلة اصدار الصكوك : يتم في هذه المرحلة تكوين محفظة التصكيكوتأسيس الشركة ذات الغرض الخاص لغرض نقل تلك المحفظة اليها التي تقوم بإصدار الصكوك استنادا على ما موجود من اصول تم جمعها في محفظة التصكيك ثم بيعها الى اي جهة ترغب في شرائها وهم حملة الصكوكلتحصل منهم على ثمن هذه الصكوك وفق الاكتتاب المبرم.

المرحلة الثانية ادارة محفظة الصكوك : وبذلك تنتقل ملكية تلك الأصول الى حملة الصكوك وتقوم الشركة (SPV) بنقل ملكية منافع المشروع اليها كما تقوم بعد الانتهاء من المشروع بشراء كل او بعض منافع المشروع.

المرحلة الثالثة اطفاء الصكوك: اي دفع قيمة الصكوك الى حاملها وحسب المدة المحددة في الاصدار .

رابعاً/ أنواع الصكوك الإسلامية:

1- صكوك المشاركة: وهي الصكوك التي يصدرها وكيل استثماري وتمثل مشاريع معينة ويقوم هذا الوكيل بإدارة الاستثمار نيابة عن حملة الصكوك مقابل نسبة من الأرباح وفيها شروط معينة :
أ- أن تكون نسبة التوزيع محددة مسبقاً.

ب- أن يتحمل الطرفان المصدر والمشارك للصكوك الربح والخسارة معاً.
وتكون المشاركة عادةً لمدة محدودة سواء أكانت قصيرة أو طويلة الأجل ويمكن أن يمول صك المشاركة العديد من الأنشطة الاقتصادية سواء كانت توسيع أنشطة قائمة أو إقامة أنشطة جديدة. (١)

2- صكوك الإجارة :وهي ما يتعلق بالأصول المؤجرة أي بيع الأصل المؤجر عن طريق الصكوك ليصبح حامل الصك هو المالك له والمستفيد من ايجاره بقدر انصبه الصكوك التي يحملها أي أنها ملكية شائعة في أعيان مؤجرة (٢) .

3- صكوك المرابحة أي إصدار صكوك لغرض تمويل شراء سلعة المرابحة وتكون هذه السلعة مملوكة لحملة الصكوك وتستخدم المؤسسة التي تبيع الصكوك هذه الأموال لغرض تملك بضاعة وقبضها قبل بيعها ويكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء البضاعة ودفع مصروفاتها نقداً وثمن بيعها للمشتري مرابحةً على أقساط مؤجلة (٣) .

4- صكوك المضاربة : وهي اصدار صكوك متساوية القيمة وتعرض للإكتتاب على اساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة ويتعهد صاحب المشروع (المصدر للصكوك)بموجبه أن يكون حاملو الصكوك هم أصحاب رأس المال ويكونون شركاء فيه ويتحملون الربح والخسارة المتوقعة .

5- صكوك السلم: أي ملكية شائعة في رأسمال لتمويل شراء سلعة معينة يتم إستلامها في المستقبل ولا يتم تداول هذه الصكوك الا بعد أن يتحول رأس المال الى سلع بعد إستلامها وقبل بيعها وبذلك تكون السلعة ملكاً لحامل الصك فبدلاً من إصدار سندات تقليدية لغرض التمويل أو القروض بفائدة يصدر صكوك فمن ثمن بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عملية الإنتاج.

6- صكوك الإستصناع: وهي الصكوك التي يصدرها المنتج لسلعة ما ويحصل على قيمة الصك ثم يقوم بإنتاج السلعة المتفق عليها ويسلمها الى حامل الصك بالوقت المتفق عليه وينطبق ذلك أيضاً على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور. ()

7- صكوك المزارعة: ولغرض تمويل تكاليف زراعية يتم إصدار الصكوك بموجب عقد المزارعة ويصبح حامل الصك مالكا للمنتجات الزراعية بموجب عقد حسب الاتفاق في العقد، وهناك ما يسمى بصكوك المساقاة وكذلك صكوك المغارسة لغرس الأشجار ولا تختلف عنها وفقاً لعقد مبرم. ()

خامساً/مزايا وعيوب الصكوك الإسلامية

إن عملية التوريق وبما تتضمنه من اعادة تدوير الأموال المستثمرة بتحويل الأصول غير السائلة الى أصول سائلة إنما تساهم في تنشيط أسواق المال وخفض تكلفة التمويل والمخاطر بالإضافة الى أن هذه العملية تحرر المؤسسات المالية من قيود الميزانية العمومية حيث تظهر الأصول محل التوريق على شكل ديون وعند حساب كفاية رأس المال وقياس المخاطر فإن هذه الديون ترجح (تعدل) قيمتها بمقدار الخطر المتوقع بعدم تحصيل بعضها ، هذا فيما يخص التوريق التقليدي (التسديد) اي اصدار سندات بالإعتماد على الديون القائمة ، أما التصكيك فإنها تستند الى الهندسة المالية الإسلامية التي تتضمن (مجموعة الأنشطة في عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة إضافة الى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الحنيف) () حيث أن مقاصد الشريعة الإسلامية هو حفظ المال وتنميته بنظام المشاركة وتحمل الأعباء والمخاطر فبعد أن أفرزت المالية العالمية مشتقاتاً مالية لتمكين المستثمرين من تحويل المخاطر عبر الأنظمة المالية العامة فإن انخفاض درجة المخاطرة يشجع المستثمرين من أجل الحصول على عوائد أعلى في إستثمارات بديلة .

ألاً أنه وكما أسلفنا فإن هذا التوريق التقليدي قد أفرط في إصداراته للمشتقات المالية وكان أحد أبرز أسباب الأزمة المالية العالمية في العقد الماضي فكان للصكوك الإسلامية الدور المميز باختلافها عن السندات التقليدية بما تمتاز به من ضمانات وقلة مخاطر فالصكوك الإسلامية هي أوراق مالية تجعل التوريق قليل المخاطر عن طريق المشاركة في تملك الأصل فتستبعد بذلك مسائل كثيرة منها عمليات التدليس والنصب والغرر والتوسع في المشتقات المالية التقليدية الهائل عن طريق المضاربة كما حدث لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية الذي كان بداية الأزمة المالية العالمية.

ويمكن ان نضيف الى ماسبق تخلف الأسواق المالية في معظم البلدان الإسلامية عن مثيلاتها في البلدان المتقدمة ويعزو البعض ذلك الى ان الدين الاسلامي الحنيف قد حرّم الربا من أجل مصلحة

الناس لما فيه من جور وظلم وبذلك حرم الفائدة (الربا) وشروط عقود التمويل وبعض ديون التجارة مما أبعداها أنظمة الصيرفة التقليدية التي تعتمد على الفائدة كمحرك أساسي لأرباحها وعملها، وبذلك ظهر التصكيك الإسلامي الذي يعتمد على مبادئ الشريعة الإسلامية في إصدار الصكوك مما أتاح فرصاً استثمارية وتمويلية للجهات المصدرة والمستثمرة والمقترضة .

ويمكن إجمال أبرز مزايا الصكوك الإسلامية من خلال ما توفره للجهات الثلاث وهي الجهة التي تصدر الصكوك والجهة التي تشتري الصكوك (المستثمر) والإقتصاد الكلي للبلد بالنقاط التالية:

أ- الجهة التي تصدر الصكوك (١):

1- إنّ الصكوك تقلل من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون في امتلاك الأوراق المالية الأخرى لأنها توائم بين مصادر الأموال واستخداماتها .

2- تعد الصكوك أداة لتأمين السيولة المطلوبة.

3- تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنها عملية تمويل خارج الميزانية لأن الشركة أو الجهة المصدرة للصكوك لا تحتاج الى تبرير تفصيل لإستعمالات أموالها لأن شراء الصكوك سيتم من خلال حملة الصكوك.

4- يغني المؤسسات من بند الديون المشكوك فيها لهذه الصكوك.

5- مخاطرها محدودة مقارنة بالسندات .

6- يزيد من قدرة المؤسسة على زيادة التمويل دون الحاجة الى زيادة رأسمالها.

7- زيادة ربحية الجهة المصدرة لأنها تعد خارج الميزانية.

ب- للمستثمرين (حملة الصكوك):

1- تعد أداة قليلة الكلفة لأنها لا تحتاج الى العديد من الوسطاء والسماسرة .

2- تعد الصكوك ذات تصنيف إئتماني عالي لأنها تستند على مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة الى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV).

3- عوائدها أعلى من السندات.

4- يمكن التنبؤ بعوائدها وتدفقاتها.

5- توفر فرصاً استثمارية متنوعة.

ج- للإقتصاد الكلي (١):

1- تعمق السوق المالية للبلد .

2- تساهم في نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP).

3- تقلل من درجة سيطرة الجهاز المصرفي على عملية التمويل .

- 4- تدعم قيام مؤسسات مالية جديدة تعتمد على قواعد الشرع الإسلام الحنيف.
 - 5- تساهم في سد العجز في الموازنة العامة للدولة.
 - 6- اتعطي تبريراً لتبني الدولة سياسة نقدية توسعية باعتبارها تعتمد على أصول حقيقية.
 - 7- الإستخدام المتوسع للتصكيك يضع أسس لبنية تحتية لأدوات مرغوبة.
- ورغم تلك المزايا التي تتسم بها الصكوك الإسلامية إلا أنها لا تخلو من مخاطر وعيوب يمكن ان نتعرض لها أهمها:
- 1- انها من الممكن ان تتعرض الى المخاطر التي تواجه الإستثمارية الإسلامية.
 - 2- أنه وبسبب طبيعة عمل الصكوك الإسلامية فإنه لا يوجد سوق ثانوي (محدودية عدد مالكيها).
 - 3- لا يستطيع حملة الصكوك ان يفرضوا رأيهم في إدارة المشروع كما هو حال حملة الأسهم للشركات لأن الصكوك تعد عقود ملكية وعقود ايجار في غالبيتها ووفقاً لآلية عملها.
 - 4- كما ان هناك بعض القلق من ان الصكوك التي تصدر قد لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية بمسألة مبدأ المخاطرة بالربح خيث تخالف ما نصت عليه الشريعة (عن طريق الوعد بإعادة دفع قيمة رأس المال). كما ان الصكوك يجب ان لا تعد ديناً. ()
 - 5- ان الصكوك الإسلامية تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشاريع الإسلامية ومنها قد ترجع الى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي موعدها بسبب سوء اختيار العميل او عدم رغبته في استلام البضاعة المشتراة فترجع المخاطر هنا الى عدم كفاءة العميل أو سوء سمعته أو من عدم رغبته في السداد أو عدم قدرته على السداد مما يتقل كاهل المنشأة المصدرة للصكوك ويؤثر سلباً على عوائدها. ()
 - 6- مخاطر السوق وتغير سعر الصرف في الصعود أو النزول بسبب عوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية مما يؤثر على عوائد وقيمة الصكوك فإذا كانت الصكوك قد صدرت بعملة معينة وتستثمر حصيلتها بعملات أخرى سيحدث فرقاً كبيراً اذا ما تغيرت قيمة العملة , وكذلك مخاطر التضخم وتغير سعر الفائدة .
 - 7- مخاطر لمخالفات شرعية اي استخدام الصكوك في مشاريع محرمة مما يؤدي الى مشاكل عديدة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة لها.
 - 8- وقد يكون بسبب عدم قدرة الأصول الحقيقية على تحقيق تدفقات نقدية كافية لتوزيع العوائد على حملة الصكوك مما يؤدي الى التأخر في سدادها او حتى الى العجز او الإفلاس .
 - 9- ومن العيوب التي تتسم بها الصكوك حالياً افتقارها الى شبكات أمان متطورة فلا تزال صناعة الصكوك في بدايتها وتفتقر الى اقتصادات الحجم فلا بد من ان تحقق نمواً متماسكاً يؤدي الى

استثمارها في مجالات متعددة لأن الندرة النسبية لأدوات سوق المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية يجد من المرونة في إدارة السيولة بفعالية. ()

10- ويمكن اضافة انه قد لا يكون أصحاب الحسابات في المصارف الإسلامية على علم بمجالات الإستثمار فلا بد أن تكون هناك شفافية لشرح المخاطر المحتملة في المشاريع التي يراد الاستثمار فيها.

المبحث الثاني تطور اصدارات الصكوك الإسلامية أولاً / تطور التمويل الإسلامي

يعد التمويل الإسلامي أحد القطاعات الأسرع نمواً في العالم فعلى مدار العقد الماضي نمت المصارف الإسلامية بوتيرة أسرع من غيرها من المصارف التقليدية حتى أصبحت تشكل أكثر من ٢٠% من أصول النظام المصرفي في عشرة بلدان هي إيران والسودان وبنغلاديش وبروناي والكويت وماليزيا وقطر والسعودية والإمارات واليمن. ()

وقد تطور عدد المؤسسات الإسلامية ليصل الى أكثر من ٧٠٠ مؤسسة تعمل في ٦٠ بلداً حول العالم منها ٢٥٠ مؤسسة في دول الخليج العربي و ١٠٠ في بقية البلدان العربية الأخرى وبلغ عدد المصارف الإسلامية حول العالم ٣٨ مليون عميل لعام ٢٠١٣-٢٠١٤ ولايزال القطاع المصرفي الإسلامي يتسع لأكثر من ذلك بكثير. ()

أما تقديرات مؤسسة تومسون رويترز فتقدر نمو قطاع التمويل الإسلامي الى ٣,٢ ألف مليار دولار بحلول عام ٢٠٢٠ منها ٢,٦ ألف مليار دولار حصة الخدمات المصرفية, كما أن عدد المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في مختلف أنحاء العالم بضمنها المؤسسات المالية التقليدية التي هي نافذة للتعامل الإسلامي فتقدر ب ١١٤٣ مؤسسة منها ٤٣٦ مصرفاً إسلامياً أو نافذة للخدمات المصرفية الإسلامية في المصارف التقليدية و ٣٠٨ شركات تكافل و ٣٩٩ مؤسسة مالية إسلامية أخرى مثل شركات التمويل والاستثمار , وتمتلك كل من إيران والسعودية وماليزيا والإمارات العربية المتحدة معظم أصول تلك المؤسسات الإسلامية. ()

كما وصلت قيمة أصول أكبر ٥٠٠ مصرف إسلامي الى ٨٢٢ مليار دولار عام ٢٠٠٩ () . ونمت بقفزات كبيرة قيمة تلك الأصول فبلغت حوالي ١,٨ مليار دولار عام ٢٠١٤ لقطاع التمويل الإسلامي إستحوذ قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية على نسبة ٧٤% من إجمالي هذه الأصول. وإذا ما استمر نمو هذه الأصول بهذه الوتيرة في العالم فإنه يتوقع أن يصل الى ٣,٢٤ تريليون دولار بحلول عام ٢٠٢٠. ()

اذ ان المصارف الإسلامية أصبحت حقيقة واقعة ليس في الدول الإسلامية فقط بل في بلدان العالم الأخرى فقد تمكنت من إثبات وجودها في الأسواق المالية والنقدية العالمية بتكاثر أعدادها وقوة مبالغ رؤوس أموالها ومن هذه الحال أنشأت خلالها السوق المالية الإسلامية .

٨

لقد ساهمت عوامل كثيرة في نمو التمويل الإسلامي منها ()؛

1- النمو الإقتصادي المضطرب للأسواق الناشئة.

2- تدفقات الموارد المالية النفطية أثر ارتفاع أسعار النفط في بداية ومنتصف العقد الماضي حيث قفز سعر خام برنت من ٣٨,٣ دولار للبرميل الواحد عام ٢٠٠٤ ليصل الى ١١٢ دولار عام ٢٠١٢ مما وفّر موارد مالية كبيرة ساهمت في ارتفاع مبالغ الأصول الإسلامية قبل الهبوط الكبير له منذ عام ٢٠١٣ .

3- الرغبة في الحصول على متحصلات مالية تتطابق مع الشريعة الإسلامية .

4- تنامي تشجيع الصناعات الغذائية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية .

كل ذلك أدى الى تنامي الموقف الإيجابي للمحافظ الإستثمارية نحو الأصول الإسلامية والتمويل الإسلامي . وقد بلغ معدل النمو السنوي المركب للأصول المصرفية الإسلامية ١٧% ما بين عامي ٢٠٠٩-٢٠١٣ وأشار تقري (أرنست ويونغ) أن معظم هذه الأصول تتركز في أسواق رئيسة خمسة منها في دول الخليج العربي (السعودية والإمارات وقطر والكويت والبحرين) حيث بلغت حصة الأصول الإسلامية ما بين ٢٠-٤٩% في السوق , كما شهدت أندونيسيا وباكستان وتركيا تطوراً في حجم نمو هذه الأصول إذ بلغ معدل النمو السنوي المركب ٤٣,٥% و ٢٢% و ١٨,٧% على التوالي ما بين عامي ٢٠٠٩-٢٠١٣ ارتفعت الى ٧٧٨ مليار دولار عام ٢٠١٤ . ()

٩

ثانياً/التطور نحو إصدار الصكوك الإسلامية :

لقد كانت عملية اصدار السندات التي راجت في ستينيات القرن الماضي بسبب انحسار الوساطة المالية ان ادت الى توجيه اصحاب المدخرات اموالهم مباشرة الى رجال الأعمال والمستثمرين عن طريق السوق المالية بدلا من حفظها كودائع ادخارية في المصارف أو في مؤسسات الإيداع مما أدى الى تطور الأسواق المالية التي اصبحت أكثر وساطة مالية من المصارف التجارية القائمة على الإقراض والإقتراض مقابل ماتحصل عليه هذه الوساطة من رسوم ونسب من الربحية () .

وفي حقيقة الأمر فإن مثل هذه الوساطة قد ساعدت المستثمرين والمدخرين على تيسير عملية التمويل بالتوجه مباشرة الى الأسواق المالية باستخدام المشتقات المالية (السندات وغيرها).

ومن الأسباب التي ساهمت في زيادة الطلب على الصكوك الإسلامية:

1- ان المؤسسات التي تقوم بإصدار مشتقات مالية إستناداً على الديون المضمونة بأصول حقيقية عندما ترتفع قيمة هذه الأصول يستطيع من رهن هذا الأصل أن يزيد من إقتراضه من شركات الإستثمار فتزداد قيمة القرض الذي اقترضه بإضافته الى القرض القديم وبنفس الوقت فان شركات الإستثمار هذه تقوم باصدار سندات واوراق مالية استنادا على الديون الجديدة , فكان التوسع في عملية التوريق (اي اصدار اوراق مالية تعتمد على الديون) قد أدى الى تفاقم الخطر فالمصرف مثلاً يستخدم نفس العقار المرهون لإصدار المشتقات المالية ويقترض على أساسه من مؤسسات مالية أخرى وهذه المؤسسات المالية الجديدة أيضاً تصدر سندات لعدة مؤسسات مالية أخرى إستناداً على هذا العقار وهكذا تتولد موجات من التوريق لعدة مؤسسات مالية تركزت على قطاع العقارات والذي خلال الأزمة المالية العالمية سنة ٢٠٠٨ بانخفاض أسعار هذه العقارات في السوق مما حدى بأصحاب العقارات المرهونة أن يمتنعوا عن تسديد ديونهم لشركات الإستثمار كحل أفضل بدلاً من أن يستمروا في دفع أقساط هي أعلى بكثير من قيمة العقار في السوق كما تم عرض الكثير من العقارات للبيع من قبل هذه الشركات مما أثر سلباً من جديد على اسعارها والذي ادى الى التأثير على حجم السيولة لدى المصارف المعتمدة على هذه الديون .

فالخطر الحقيقي للأزمة المالية إرتبط بالمشتقات المالية والتي تتم المضاربة فيها بمضاربات مستقبلية آجلة لتعاملات شبه وهمية وزيادة في اصدار المشتقات المالية (علماً بأن مثل هذه المؤسسات في أكثرها غير خاضعة لرقابة البنك المركزي).

ومن هنا نجد إنفصال السوق المالي عن السوق الحقيقي قد أدى الى إرتفاع حجم التمويل المتاح من خلال الإئتمان أضعاف قيمة الإقتصاد الحقيقي فأختل التوازن بينهما , ويكشف ضخامة سوق المشتقات المالية وإرتفاع قيمتها ٤٨٠ تريليون دولار أي أنها تعادل ١٠ أضعاف الناتج المحلي الإجمالي العالمي لعام ٢٠١٠ والذي وصل الى ١٤ تريليون دولار أي ٣٥ ضعفاً. (١)

فسبب ذلك إرتفاعاً في معدلات التضخم في معظم بلدان العالم .

2- المديونية العالمية ولجوء المصارف نحو الأسواق المالية مباشرة للإقتراض عن طريق إصدار الأوراق المالية.

3- إنتعاش سوق السندات نتيجة لإنخفاض سعر الفائدة على الودائع الإدخارية طويلة الأجل والتوسع في إصدار السندات من قبل المصارف لإمتصاص السيولة الفائضة في سبعينيات وثمانينيات القرن الماضي .

4- رغبة المصارف في تنويع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر من المدخرات من كافة القطاعات .

5- يعد التوريق أقل كلفة من الإقتراض المصرفي بالنسبة للمؤسسات المقترضة .

6- ترفع عملية التوريق القدرة التمويلية للمصارف.

7- حاجة الأسواق المالية الى تطوير أدواتها الائتمانية التي تتعامل بها.

وبما أن طبيعة عمل أي مصرف هي المتاجرة بالنقد وأن قدرة المصرف على توفير السيولة اللازمة لتغطية السحوبات المحتملة ومواجهة المخاطر والأزمات هي التي تحدد تصنيفه الائتماني الذي يمكنه من الإقتراض بتكاليف مقبولة ضمن معدل مخاطرة يعد مقبولاً.

ثالثاً / إصدارات الصكوك الإسلامية :

شهد إصدار الصكوك الإسلامية تطوراً ملحوظاً فقد نمت بتسارع ومعدلات نمو مرتفعة منذ ٢٠٠١ وحتى بداية الأزمة المالية العالمية فقد تزايد إصدار هذه الصكوك من مأمقاره ١,١٧٢ مليار دولار ليصل الى أكثر من أربعة أضعاف هذا المبلغ بقيمة ٨,١٤٠ مليار دولار عام ٢٠٠٤ ثم الى ١٣٨ مليار دولار كأقصى ما وصلت اليه قيمة الصكوك المصدرة عام ٢٠١٢ , الا ان تأثيرات الأزمة المالية العالمية وانخفاض اسعار النفط الخام قد حذت من قيمة الإصدارات بعد أن انخفضت عائدات صادرات النفط من بلدان الخليج العربي بصورة خاصة فقلّت الإيداعات المصرفية لهذه الدول مما أدّى الى إنخفاض ذلك النمو المتسارع بعد عام ٢٠١٢ لينخفض الإصدار لهذه الصكوك الى ما قيمته ١٢٠ مليار دولار عام ٢٠١٣ وليهبط بصورة كبيرة ليصل الى ٦٠ مليار دولار عام ٢٠١٥ (جدول-١-).
السوق المالية الإسلامية العالمية^(١) ^٢ ^٣

وتوقع موقع (Thomson Reuters) ان تنمو الصكوك لتصل الى ٩٠٧ مليار عام ٢٠٢٠^(٢) ^(٣) ومما يلاحظ حول تكور الصكوك ونموها انها شهدت قفزات سريعة في قيمتها للمدة ٢٠٠١-٢٠٠٧ الا انها تباطأت كردّة فعل عالمية على الأزمة المالية ٢٠٠٧-٢٠٠٩.
إذ فقد إرتبط إصدار الصكوك بإيرادات النفط للبلدان المصدرة للنفط وبمعدلات نمو الإقتصاد العالمي والمحلي للبلدان الأخرى التي تصدر مثل هذه الصكوك.

جدول - ١ -

نمو إصدار الصكوك الإسلامية في العالم للمدة ٢٠١٥-٢٠٠١

السنوات	قيمة الإصدار (مليار دولار)
٢٠٠١	١,١٧٢
٢٠٠٢	١,٣٧١
٢٠٠٣	٦,٤١٠
٢٠٠٤	٨,١٤٠
٢٠٠٥	١٢,١٨٠
٢٠٠٦	٣٠,٠١٤
٢٠٠٧	٤٨,٩٦٢
٢٠٠٨	١٨,٨٢٦
٢٠٠٩	٢٥,٥٩٤
٢٠١٠	٤٦,٣١٣
٢٠١١	٩٣,٧٢٣
٢٠١٢	١٣٨
٢٠١٣	١٢٠
٢٠١٤	١٣٠
٢٠١٥	٦٠

الجدول من اعداد الباحث بالإعتماد على :

Alfred Kumar & others ;Islamic finance opportunities ,challenges and policy options, April 2015 p13.

وكما يلاحظ فان السوق المالية الإسلامية قد شهد هبوطاً في مقدار إصدار الصكوك لأكبر بلد مصدر لها وهي ماليزيا في النصف الأول من عام ٢٠١٥ نحو ٣٨,٦ مليار دولار أي بعدل إنخفاض ما بين ٤٠-٥٠% عن العام ٢٠١٤ حيث بلغ مقدار الصكوك الصادرة ٦٧,٢ مليار دولار لنفس المدة عام ٢٠١٤ أي أن إجمالي إصدار الصكوك الماليزية إنخفض بنسبة ٤٢,٥% عن العام الذي سبقه (١).

كما ذكر تقرير نشره موقع بلومبرغ ان الصكوك الاسلامية الخليجية تشهد هبوطا في اصداراتها نتيجة انخفاض اسعار النفط وقد كانت البحرين أكثر الدول تضرراً من هبوط 'ار النفط حيث عصفت تلك الحالة بالصكوك الإسلامية فانخفضت الإيرادات الحكومية بنسبة ١٠% (٢).

ثالثاً/ هيكلية الصكوك الإسلامية :

ومن معرفتنا انواع الصكوك في المبحث الأول فقد تنوعت اصدارات الصكوك الاسلامية واحتلت صكوك الاجارة المرتبة الأولى في قيمة الصكوك طيلة المدة ٢٠٠١-٢٠١٠ الا ان الأمر تغير فيما بعدها حيث تنامت صكوك المرابحة لتحتل مكانها في المرتبة الأولى في الإصدارات حيث كان لها حصة الأسد في الإصدارات بنسبة ٥٣% من حجم اصدار الصكوك لعام ٢٠١٤ وتراجعت صكوك الإجارة الى ١٥% لنفس العام بينما تقاسمت انواع الصكوك الأخرى وينسب ضئيلة بقية الحصص وحسب ما مبين في الجدول ٢- لتوزيع نسب الصكوك من اجمالي الإصدار في العالم.

جدول ٢-٢

هيكلية الصكوك الاسلامية المصدرة للمدة ٢٠٠١-٢٠١٤

النسبة المئوية %	انواع الصكوك
٥٣	المرابحة
١٥	الإجارة
٧	المشاركة
٢	المضاربة
٤	هجينة (مضاربة ومرابحة)
١	الوكالة
١	الإستصناع
١	السلم
١٩	الأنواع الأخرى

المصدر: السوق المالية الإسلامية الدولية

<http://www.iifm.net/user/login?destination=/documents/isdaiifm-mubadalatul-arbaah-ma-profit-rate-swap>

اما جهات الإصدار فقد كانت القطاعات الحكومية تشكل النسبة الأكبر من اصدارات الصكوك تليها المؤسسات المالية الأخرى ثم يليه قطاع العقارات كقطاع يستثمر به اموال الصكوك .سواء كانت في بلدان الخليج العربي ام في ماليزيا.

رابعاً / التوزيع الجغرافي لأصدارات الصكوك :

1- ماليزيا : لقد كان لإصدارات الصكوك في ماليزيا عام ٢٠٠٢ له وقع كبير وناجح على المستويين المحلي والعالمي فقد احتلت المصارف الإسلامية الماليزية المرتبة الأولى عالمياً في إصدارات الصكوك عام ٢٠٠٢ - وبالرغم من ان ايران تعد اكبر دولة تمتلك اصولاً اسلامية في

العالم الا انها لاتمتلك اصدارات للصكوك الإسلامية - وتعد ماليزيا الدولة الأولى عالمياً من حيث اصدارها للصكوك طيلة المدة ٢٠٠٢-٢٠١٥ وحسب الجدول ٢- ويعد البنك المركزي الماليزي أكبر مصدري الصكوك الإسلامية في العالم .

فبعد إقتناع الحكومة الماليزية إنشاء نظام مصرفي إسلامي لدعم الإقتصاد الماليزي واستقطاب رؤوس الأموال الإسلامية وغيرها وافقت على إنشاء أول مصرف (BIMB) يعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية عام ١٩٨٣ وتأسيس مجلس الرقابة الشرعية للتأكد من أن عمليات المصرف تسير وفق الشريعة الإسلامية أي أن الحكومة الماليزية اعتمدت على استراتيجية النظام المالي المزدوج أي النظام المصرفي التقليدي والنظام المصرفي الإسلامي () .

وفي نفس العام ١٩٨٣ تم ادخال عنصر جديد وهي شهادات استثمار حكومية معدومة الفائدة لتسهيل عمل المصرف الإسلامي (القرض الحسن) للحكومة وبذلك تكون ماليزيا أكبر الدول في مجال التمويل الإسلامي وخاصة الصكوك الإسلامية وتطورت فيها الصناعة المالية الإسلامية كثيراً فبعد أن كانت حجم الإصدار للصكوك ما قيمته ١,١٧٢ مليار دولار عام ٢٠٠١ ارتفع الى ١٣٨ مليار دولار ٢٠١٢ ثم هبط الى ٤٥ مليار دولار عام ٢٠١٤ بسبب هبوط اسعار النفط واضطر بعدها البنك المركزي الماليزي الى التوقف عن اصدار الصكوك عام ٢٠١٥ () .

الا انه ليس المصرف الاسلامي الماليزي وحده الذي يقوم بإصدار الصكوك وانما جهات أخرى في ماليزيا تقوم ايضاً بإصدار الصكوك منها الحكومة الماليزية التي اصدرت صكوكاً متوسطة وطويلة الأجل وكذلك شركات التأمين وغيرها , وكذلك البنك المركزي الماليزي (NEGARA) الذي اصدر صكوكاً تعرف بصكوك اجارة البنك المركزي الماليزي (SBNMI) تم اصدارها عام ٢٠٠٦ لغرض شراء أصول البنك المركزي التي تم ايجارها من جديد للبنك مقابل رسوم استئجار ستوزع على المستثمرين كعوائد مالية () .

كما ان هناك مايعرف بسندات المديونية الإسلامية (IPDS) التي تستند على مبدأ البيع بالثمن الآجل والمربحة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وأيضاً هناك صكوك الرهن العقاري (كاجاماس) اي تحويل ديون الإسكان الإسلامية القائمة (أي شراء الديون) وفق مبدأ بيع الدين ثم اصدار سندات وفق مبدأ المربحة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة , أما شهادات القرض الحسن فإنها قصيرة الأجل وتصدرها الحكومة الماليزية كي تقترض من المصارف والمؤسسات والأفراد وبدون فائدة وترد الحكومة أصل القرض فقط دون فائدة () .

2- بلدان الخليج العربي: تحتل بلدان الخليج العربي العربية الترتيب الثاني في اصدارات الصكوك الإسلامية بعد ماليزيا وتتصدر هذه المجموعة دولة الإمارات العربية المتحدة بسوق دبي المالي وتحتل

الإمارات كذلك المرتبة الثانية عالمياً في حجم الإصدار من الصكوك فقد بلغ ٤٧,٨٧٦ مليار دولار عام ٢٠١٣ أي بحصة ٩,٨١% من السوق وارتفعت الى ١١٥,٨٥ مليار دولار في النصف الأول من عام ٢٠١٥ ساهمت سوق دبي المالية في الترويج للصكوك بشكل واسع.

وتأتي المملكة العربية السعودية في المرتبة الثالثة عالمياً في اصدار الصكوك وتقاربت نسبة اصدارها من نسب اصدار الإمارات العربية المتحدة حيث بلغت ٨,٠٥% من حجم الاصدار العالمي للمدة (١٩٩٦-٢٠١٣) وبقيمة اصدارات لنفس المدة بلغت ٣٩,٢٩٦ مليار دولار .

أما قطر وبرغم صغر حجم تدفقاتها المالية مقارنة بالإمارات والسعودية الا انها لعبت دورا في اصدار الصكوك بلغ ١٣,٩١٨ مليار دولار للسنوات (١٩٩٦-٢٠١٣) شكلت نسبة ٣,٩٤% من حجم الإصدار العالمي احتلت بذلك المرتبة الخامسة عالميا .

وتأتي البحرين بالمرتبة السادسة عالميا ونسبة ٢,٨٥% من الحصة السوقية العالمية .

اما بقية دول العالم التي اصدرت صكوكا اسلامية فبالنظر للإقبال المتزايد على هذه الصكوك من قبل المستثمرين وارتفاع الطلب عليها فقد قامت العديد من بلدان العالم الأخرى باستغلال هذه الفرصة باصدارها للصكوك سواءا كانت هذه البلدان اسلامية ام غير اسلامية مثل باكستان وتركيا وبروناي وسنغافورة وحتى البلدان المتقدمة مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة والصين واليابان وفرنسا .

ورغم ان ايران تمتلك من الأصول الإسلامية ما يؤهلها لتحل المرتبة المتقدمة في هذا المجال الا انها لم تشكل نسبة اصداراتها للصكوك سوى ٠,٠٣% من الحصة السوقية العالمية حتى عام ٢٠١٣.

(جدول - ٣ -)

جدول-٣- اصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول للمدة ٢٠٠١-٢٠١٤

الدولة	مقدار الإصدار مليون دولار أمريكي	النسبة من حجم الإصدار العالمي %
ماليزيا	٤٣٣,٣٧٦	٦٧
الإمارات العربية المتحدة	٤٩,٥٨٧	٨
العربية السعودية	٤٥,٧٢٧	٧
اندونيسيا	٢٤,٦٨٤	٤
قطر	٢٢,٥٩٩	٤
السودان	١٨,٨٨٣	٣
البحرين	١٤,٧٢٢	٢
تركيا	١٤,٥٩٢	٢
باكستان	٧,٧٣٩	١
بروناي دار السلام	٥,٢٥٥	١
الكويت	٢,٥٠٢	٠
سنغافورة	١,٢٧٣	٠
الولايات المتحدة	٧٦٧	نسب ضئيلة
المملكة المتحدة	٣٠٩	نسب ضئيلة
اليمن	٢٥٣	نسب ضئيلة
هونغ كونغ	١٩٦	نسب ضئيلة
اليابان	١٩٠	نسب ضئيلة
المانيا	١٧٨	نسب ضئيلة
غامبيا	١٢١	نسب ضئيلة
الأردن	١١٩	نسب ضئيلة

المصدر : الجدول من اعداد الباحث بالإعتماد على السوق المالية الإسلامية الدولية
International Islamic financial Market(IIFM) website: www.iifm.net

المبحث الثالث

دور الصكوك الإسلامية في عملية التمويل

أولاً / الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية

إذا كانت سوق الأوراق المالية تعمل على تشجيع الإدخار وتساهم في رفد عمليات الإستثمار بالتمويل اللازم من خلال بيع وشراء الأوراق المالية بين جهات الفائض وجهات العجز المالي ليس كوسيط بين هذه الجهات محلياً فقط وإنما كذلك جذب رؤوس الأموال الأجنبية أيضاً فتحيي بذلك الاستثمارات المحلية مما يثمر عنه عوائد مالية ترفد القطاعات الاقتصادية الأخرى به وتعزز النمو الاقتصادي ولإنعاش التنمية الاقتصادية. وكذلك فإن عمليات الإدخار التي تصب في مشاريع الإستثمار تجعل من الأسواق المالية والمصارف الإسلامية والتقليدية حلقة الوصل بينهما كوسيط في ذلك وأن للصكوك الإسلامية الدور الكبير في البلدان التي تصدرها وخاصة البلدان ذات الإصدارات الكبيرة مثل ماليزيا وبعض بلدان الخليج العربي بما رفدته من أموال كبيرة للقطاع الحقيقي وبالتأكيد فإن كل ذلك سيسهم في:

- 1- توفير فرص إستثمارية للمستثمر الذي يشتري الصكوك الإسلامية (حاملو الصكوك) بما لديه من أموال فائضة فيحصل بالتالي على عائد مالي يوفره المشروع الذي على أساسه أصدرت الصكوك.
- 2- يبين تنامي الطلب الكبير على شراء الصكوك الإسلامية وخاصة السيادية منها على الثقة العالية التي تحظى بها لدى الجمهور والقطاعات الاقتصادية للمؤسسات التي تصدرها فيوفر بذلك سيولة تمول مشاريعها التنموية ، مع العلم أن حملة الصكوك لا يخططون لإملاكها لأجل طويلة جداً مثل حملة الأسهم بل حسب المدة القصيرة أو المتوسطة التي يتفق عليها حين الإصدار .
- 3- ولتفادي الوقوع في مستنقع المديونية يمكن أن تكون الصكوك الإسلامية قناة للتمويل للحكومات والوحدات الاقتصادية الأخرى ومشاريع التنمية المهمة بقيام جهات الإصدار وبدلاً من اللجوء الى الإقتراض بإصدار الصكوك وإعتمادها كآلية لتوفير السيولة اللازمة للإستثمار في المشاريع الأخرى.
- 4- كما أن إصدار الصكوك يجنب الدولة من الوقوع في مشكلة التضخم الاقتصادي لأنها لا تعد ضمن الأسباب التي تؤدي الى رفع معدلات التضخم .
- 5- ترفع الحرج الشرعي أمام المستثمرين الذين يبحثون عن قنوات استثمار ليس فيها ماهو محرم شرعاً مثل الربا أو المشاريع المحرمة الأخرى وبذلك يشجع هؤلاء المستثمرين من إستغلال مدخراتهم في شراء الصكوك ويعزز من فرصة الحصول على عائد مالي غير محرم .
- 6- تؤدي الى اجتذاب العديد من المتعاملين في سوق الأوراق المالية وبالتالي تعمل على توسعة هذا السوق مما يؤدي الى نموه وتطوره وتنوع منتجاته المالية ورفع كفاءته.

ثانياً: دور الصكوك في عملية التنمية (تجارب عملية)

لقد تم استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل العديد من المشاريع التنموية في البلدان الإسلامية مثل بلدان جنوب شرق آسيا كماليزيا وأندونيسيا ودول الخليج العربي والأردن وتركيا وخاصة صكوك الإستثمار بسبب كونها سهلة الإصدار والتداول مع قلة المخاطر التي تعتري غيرها من الأوراق المالية كما أسلفنا.

ففي ماليزيا تم تمويل مشاريع البنية التحتية لما يقرب من ٧٥% من إصدارات الصكوك العالمية وساهمت كذلك في تمويل المشاريع الصغيرة فعلى سبيل المثال فإن صكوك شركة بروجيك ليهواليا أوتارا بقيمة ٩,٧ مليار دولار لتمويل الطرق السريعة بماليزيا وصكوك شركة بيسرايا بيرهاد بقيمة ٢,٣٧ مليار دولار إستخدمت في مشاريع تنموية وإنسانية (٤).

وقد كان مثال مطار كوالالمبور لإصدار الصكوك (٥) التي طبقها بنجاح رئيس وزراء ماليزيا السابق مهاتير محمد باصدار مدتها عشر سنوات وبيعها ثم توقيع عقد شراء هذه الصكوك مرة أخرى من قبل الدولة في نفس اللحظة وبنفس قيمة البيع لإعادة الملكية الى الدولة ولكن بعد عشر سنوات وخلال هذه العشر سنوات تذهب عائدات تشغيل المطار الى حملة الصكوك وإذا تحققت أية خسائر في أي من هذه الإستثمارات فسيتحملها حملة الصكوك وتقوم الدولة باستغلال أثمان بيع الصكوك خلال هذه العشر سنوات في مشاريع تنموية أخرى خاصة في مجال البنية التحتية بما يوفر مورد مالي إضافي للدولة.

وقد كان للصكوك الإسلامية دوراً مهماً في تنشيط سوق الأوراق المالية وخاصة في ماليزيا كأكبر بلد مصدر للصكوك في العالم ويرجع سبب نمو الصكوك وتطورها الى قدرتها على تجميع المدخرات والموارد المالية الأخرى بطرح الصكوك لتمويل المشاريع التنموية الكبيرة مثل مشاريع البنية التحتية والطرق والموانئ والمطارات والتوسع في المشاريع القائمة وكذلك بسبب عدم تعرضها للمخاطر نوعاً ما كما هو الحال للسندات التقليدية حيث من ابرز سمات هذه الصكوك ان القرارات الاستثمارية تكون بيد الجهة صاحبة المشروع (الحكومة) فتستطيع توجيه الإستثمار بما يخدم أهداف التنمية الإقتصادية .

أما في السعودية فإن الصكوك الإسلامية قد استخدمت لإنشاء مطار الملك عبد العزيز بجدة حيث اصدرت لهذا الغرض صكوكاً بقيمة ٧,٢ مليار دولار مضمونة من قبل وزارة المالية السعودية على شكل صكوك الهيئة العامة للطيران المدني (٦).

كما قامت دائرة الطيران المدني في حكومة دبي وبالإتفاق مع ستة مصارف إسلامية باصدار صكوك إجارة بقيمة مليار دولار لتطوير مطار دبي , أما قطر فقد استخدمت اصدار الصكوك عن طريق مصرف HSBC وبنك قطر الإسلامي لإنشاء مدينة حمد الطبية .

وتعد دولة البحرين رائدة في مجال اصدار الصكوك حيث كانت اول دولة خليجية تصدر فيها هذه الصكوك ساهمت في امتصاص السيولة التي كانت فائضة عن حاجة او قدرة المصارف (٧).

وكذلك السودان التي استخدمت الصكوك لغرض تعبئة الموارد لسد عجز الموازنة والإنفاق على المشاريع التنموية وغيرها من المشاريع التي تحتاجها الحكومة .

اما في بقية بلدان العالم فقد قامت باكستان بتمويل مشاريع صناعية عن طريق مايسمى شهادات المشاركة لأجل محدود (أي الصكوك) وهي مدد متوسطة وطويلة الأجل وبالعملة المحلية , وكذلك الكويت ولكي لا تتوقف المشاريع التنموية فيها بسبب انخفاض الإيرادات المالية النفطية اثر انهيار اسعار النفط فقد استخدمت اصدار الصكوك الإسلامية كأحد خيارات تمويل عجز الموازنة المالية العامة للدولة عام ٢٠١٥ . ()

ولابد من الإشارة الى ان التمويل الإسلامي قد اسهم في النمو الإقتصادي والإزدهار في العديد من البلدان الإسلامية وغير الإسلامية مثل المملكة المتحدة ولوكسمبورغ وجنوب افريقيا , اضافة الى المؤسسات الإقتصادية العالمية الأخرى مثل كولدن ساكس وبنك اوف طوكيو ومينسوبيشي وغيرها . علما بان اصدار الصكوك جاء كتوافقا مع اتفاقية بازل ٣ . ()

كما ان الصكوك الإسلامية لم تعد تخص البلدان النامية فقط بل أصبحت منتج مالي عالمي تساهم في توفير التمويل في الدول الصناعية المتقدمة ومؤسسات مالية عالمية بالإستناد الى مبدأ أن يشارك حملة الصكوك في ربح المشاريع أو الدخل المتأتي منها وعدّها الكثيرون أنّها المنقذ من الأزمة المالية التي يمر بها العالم لغرض توفير السيولة اللازمة لإقامة المشاريع والبديل الأمثل عن الإقتراض للحكومات لسد العجز في الموازنات العامة حيث تعالج هذه الصكوك قصور التمويل الحكومي وتوفير العملات الأجنبية اذا ماتم بيع الصكوك الى الحائزين على العملات الأجنبية أو إذا ما بيعت الى جهات أجنبية.

الاستنتاجات والتوصيات

اولا/ الاستنتاجات

- 1- تمتاز الصكوك الإسلامية بميزات تتفوق فيها على السندات التقليدية والأسهم .
- 2- تنوع الصكوك الإسلامية يجعل منها ملائمة الى العديد من قنوات الإستثمار في العديد من البلدان سواء كانت إسلامية أم غيرها.
- 3- قلة المخاطر التي يمكن ان تلحق بالأوراق المالية الأخرى جعل من الصكوك اداة مطلوبة من قبل اصحاب رؤوس الأموال والجهات المصدرة لها.
- 4- إتساع نطاق اصدار الصكوك عالميا بسبب اتساع حجم الطلب على الصكوك الاسلامية ونموه بوتيرة متسارعة.
- 5- الوازع الشرعي دفع الكثير من المستثمرين الى العزوف عن استثمار اموالهم في سوق الأوراق المالية لمشاريع عديدة لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية وبذلك كان للصكوك الإسلامية دورا في جذب هذه الأموال لغرض الحصول على عائد حلال وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.
- 6- كان للصكوك الإسلامية دوراً لا يستهان به لتوفير الأموال اللازمة لعمليات التنمية ولسد جزء من عجوزات الموازنات العامة للدول المصدرة لهذه الصكوك.
- 7- تعد الصكوك الإسلامية بديلا افضل عن الإقتراض للحكومات التي من نقص في التمويل.
- 8- ورغم ما امتازت به الصكوك الإسلامية من ميزات الا انها ايضا تعاني من بعض العيوب التي لا بد من معالجتها سواء اكانت المعالجات عن طريق اصدار قوانين خاصة بذلك او بما يتضمنه عقد اكتتاب الصكوك من بنود تحد من تلك العيوب ومن تلك العيوب مخاطر السوق وتغير سعر الصرف او بان بعض الصكوك قد لا تتوافق مع الشريعة الاسلامية او عدم وفاء العميل بالتزاماته او قد تقع ضحية مشاريع لا تتوافق الشريعة .

ثانيا /التوصيات

- 1- كبديل افضل من الدين سواء كان للدولة او للمشاريع الاقتصادية فان التوسع باصدار الصكوك يعد موردا ماليا مهما تستطيع الدولة او المنشآت الاقتصادية الأخرى من الإستفادة من هذه القناة التمويلية دون ان تلجأ الى تحمل فوائد او اعباء تسديد اقساط في مدة سداد الدين.
- 2- على الدول التي تروم اصدار الصكوك ان توجد بيئة تشريعية وهيئة رقابة شرعية تراقب عمليات اصدار واستثمار اموال الصكوك كي توفر الإطمئنان اللازم لتشجيع اصحاب رؤوس الأموال على شراء الصكوك.
- 3- التوسع في انشاء واتاحة عمل المصارف الإسلامية التي تكون وسيطا في عملية اصدار الصكوك بما يتناسب مع احكام الشريعة الاسلامية.
- 4- الاستفادة من تجارب الدول التي لها تجارب ناجحة في عملية اصدار الصكوك ومحاولة تطبيقها بما يتناسب وحاجة كل بلد من استثمار موجه نحو قطاعات اقتصادية معينة مستهدفة لتطويرها وتنميتها بما يخدم رفع معد نمو الناتج المحلي الاجمالي وتحسين مستوى الدخل القومي.
- 5- استخدام مبدأ الشفافية والإفصاح في عملية اعداد واصدار واستثمار الصكوك الاسلامية منعا لكل حالة نصب او غش او تدليس يمكن ان تقع فيها هذه الصكوك.
- 6- اصدار قوانين تسمح للأجانب شراء الأسهم والسندات والصكوك التي تصدرها الدول النامية وبذلك تجذب رؤوس الأموال الأجنبية التي يمكن ان تساهم في اقامة المشاريع المطلوبة.
- 7- استخدام اموال الصكوك في مشاريع البنية التحتية التي تحتاج الى رؤوس اموال لا تستطيع الدولة تحملها.

المصادر والهوامش

- () (الزعتري، د. الشيخ علاء الدين؛ الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات ودية، بحث مقم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO عطن، المملكة الأردنية الهاشمية ٩٠١٨ / ٢٠١٠ متاح على الانترنت على الرابط التالي <http://www.alzatari.net/research/696.html>
- () (النشمي، د. عجيل جاسم؛ التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما <http://www.ahlalheeth.com/vb/attachment.php?attachmentid=67254&d=1241951222>
- () (النجار، د. اخلاص باقر؛ قراءة في مفردات التوريق، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد ٢٣، المجلد السادس كلون الثاني ٩٠٩ ص ٧ ٩ ١.
- () (صالح، د. فتح الرحمن علي محمد صالح؛ ور الصكوك الاسلامية في تمويل المثر وعات التنمية ورقة عمل مقدمة الى منتدى الصيرفة الاسلامية، ٢٠٠٨ وت يوليو ٢٠٠٨ اتحاد المصارف العربية ص ٦.
- () (علي، يوسفات؛ التوريق وأزمة العالمية، بحث مقم الى الملتقى لا ولي الثاني (الأزمة المالية الراهنة وبدائله المالية والمصرفية، النظام الإسلامي نموذجاً ٢٠٠٩ / ٢٠٠٩ الجزائر ص ٦ ٩ ٣.
- () (مجلة المجمع الفقه الإسلامي العدد الخامس عشر ٢٠٠٩ ص ٥ ٩ ٣.
- () (زبار، د. محمد عطية؛ حكم التوريق في الفقه الإسلامي، مجلة جامعة تكريت للعلوم، المجلد ١٩ العدد ٢ شباط ٢٠١٢ ص ٥.
- () (موقع الفقه الاسلامي لبطن امامية الصكوك في القرار رقم (٩ / ١٧٨ في د ورته التاسعة عشرة ٢٠٠٩ <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:-2iEiqXaOnkJ:www.kantakji.com/media/4932/602.docx+&cd=1&hl=ar&ct=clnk&gl=iq>
- () (ناصر، أ. د. سليمان، و أ. ربيعة بن زيد؛ الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، بحث مقم الى المؤتمر لا ولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية ٦ ماي ٢٠١٤ ص ٣-٥.
- 10) <http://www.ammanxchange.com/art.php?id=f2d8f6b35359a3393aba83479e3966ad03041fae>
- () (صالح، د. فتح الرحمن علي محمد؛ د ١ ور الصكوك الاسلامية مصدر سابق
- () (محمد، د. سامي يوسف كمال؛ الصكوك المالية الإسلامية - الأزمة - المخرج ١، دار الفكر العربي، القاهرة ٢٠١٠ ص ٣ ٤ ١.
- () (د. نوال بن عمارة؛ الصكوك الإسلامية ورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية لا ودية - البحرين، مجلة الباحث العدد الصادر في ايلول ٢٠١١ الجزائر.
- () (محمد، د. سامي يوسف كمال، هـ صدر سابق.
- () (فرح، د. عبد الفتاح محمد؛ الصكوك وتمويل التنمية، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية <http://www.kantakji.com/sukuk-and-investments-funds.aspx>
- () (نفس المصدر السابق. ٦ ١ ٩.
- () (النشمي، د. عجيل، مصدر سابق ص ١ ٩ ١.
- () (الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل: مزايا جديدة للصكوك الإسلامية كلاً وات استثمار وتمويل <http://www.iifef.com>

- () (صالح د.فتح الرحمن علي محمّد , مصدر سابق ١ ٢ ١)
- () (ما جاء هو رأي عضو اللجنة الشرعية في البحرين عبد الستار أبو غدة www.blomdevelopment.com
- () (م.د.أشرف محمد؛ إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية <http://www.kantakji.com/media/1993/f226.doc>
- () (براساد.انانتا كريستينا ؛التمويل الإسلامي يتجوز ح وده الجغرافية التقليدية ويتفرع بالصكوك ومنتجات مالية أخرى ,مجلة التمويل والتنمية سبتمبر ٢٠١٥ صد وق النقد لا وحي ٥ ٥)
- () (نفس المصدر السابق ٣ ١ ٢)
- () (اتحاد المصارف العربية ؛تطورات التمويل والصيرفة الإسلامية حول العالم <http://www.uabonline.org>
- () (<http://www.jadidpresse.com> في ٢ ٢٠١٥, ٩, ٢٠١٥ ٥)
- () (نفس المصدر السابق ٦ ٢ ٢)
- () (نفس المصدر السابق ٧ ٢ ٢)
- 28) <https://www.iea.org/oilmarketreport/>
- 29) World Islamic banking competitiveness report 2014-2015 <http://www.ey.com/>
- () (سويلم, سامي ٥ ور الصكوك في تفعيل وظيفة الأسواق المالية ٣- and- <http://www.kantakji.com/sukuk-investments-funds>
- () (المطارنة ,د.بشار , ود وليد الصافي ؛الاقتصاد الإسلامي في مواجهة الأزمة المالية العالمية بين النظرية والتطبيق , جامعة الإسراء , الأول ٢٠١١ ص ٨ ١)
- 31) www.joos.com
- 32) <http://www.khaleejtimes.com/article/20141206/ARTICLE/312069865/1037>
- () (عبد الهادي فوزي: ستاندر دأنه بوز " تتوقع تراجع الإصدار العالم" الصكوك " نهاية عام ٢٠١٥ <http://www.alborsanews.com>
- () (عادل القاضي :تضرر الصكوك الإسلامية الخليجية بفعل انهيار أسعار النفط جريدة الخبر في ٢٩ ديسمبر, ٢٠١٤ <https://www.alkhabarnow.net>
- () (محمد,د.سامي عبيد وعدل ٦ هادي جعاز ؛لا ور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية ,مجلة العلوم الاقتصادية , بحث مستل من رسالة ماجستير , العدد الثامن والثلاثون آذار ١٥, ص ٩ ١٠ ١)
- () (موقع CNBC العربية السبت ١١ يوليو ٢٠١٥, <http://www.cnbcarabia.com/?p=23837>
- () (فيجل د.عبد الحميد ؛تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال _التجربة الماليزية- إنموذجاً- أطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير في جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائرية عام ١٥, ص ٥ ٢ ٤)
- () (نفس المصدر السابق ٩ ٦ ٣ ٤ ٢)
- 40) Islamic Banking Magazine org, 6/12/2012
- 41) Abdul Gahfar Ismail Public Private Partnerships: lesson from Sukuk IRTI Working Paper Series Muharram 16, 1435H | November 19, 2013 Islamic Economics and Finance Research Division

- () تقرير السوق المالية الإسلامية لولاية IIFM <http://www.reuters.com/article/saudi-sukuk-idUSL5E8NU00J20121230>
- () سليمان، ناصر: الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر ص <http://www.drnacer.net/fichier/34.pdf> ١ ١
- () الحنيطي، هناء محمد هلال وور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة، مجلة العلوم الإدارية الصادرة عن كلية المال الأعمال، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، المجلد ٤٢ العدد ٢ لسنة ٢٠١٥ ص ٨
- () تقرير السوق المالية لولاية ٥ ٤ ٤ ٢٠١