

## مخاطر الصكوك الإسلامية في سوق المملكة العربية السعودية (❁)

دكتور/ أمجد سالم قويدر لطايفه (❁❁)

دكتور/ محمد شريف بشير الشريف (❁❁❁)

### ملخص

تُعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية ، وفي ظل التوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية تبرز أهمية الحاجة إلى الهندسة المالية الإسلامية للتعامل مع إشكالية مخاطر تلك الصكوك. وفي هذا الإطار يأتي هذا البحث الذي يسعى للتعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها، وخصائصها وأنواعها، ومخاطرها، وأنواع تلك المخاطر ومصادرها، ووضع آليات لمعالجة تلك المخاطر اعتماداً على أدوات الهندسة المالية الإسلامية، مع الإشارة إلى حالة الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية.

**الكلمات المفتاحية:** الصكوك الإسلامية؛ التمويل الإسلامي؛ سوق المال؛ السعودية.

❁ هذا البحث أنجز بدعم من عمادة البحث العلمي بجامعة الزرقاء.

❁❁ مدرس الاقتصاد الإسلامي جامعة الزرقاء - الأردن. amjad962@yahoo.com

❁❁❁ أستاذ مشارك في الاقتصاد والتمويل الإسلامي - جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية المملكة

العربية السعودية. msharief@hotmail.com

## Abstract

Islamic *Sukuk* are considered as one of the main products of Islamic financial industry. Given the paramount importance of *Sukuk* all over the world. The Islamic financial engineering has to deal with the risk of these *Sukuk*. This research, which comes out as result of this problem, aims at knowing and understanding Islamic *Sukuk*. It will look at their concept, characteristic, types, risks and the types of these risks and their resources. The research will set up a mechanism for treating these risks depending on the tools of Islamic financial engineering with special reference to Islamic *Sukuk* in Saudi Arabia.

*Keywords:* Islamic *Sukuk*, Islamic finance, capital market, Saudi Arabia.



## مقدمة:

بدأت الصناعة المالية الإسلامية تشهد ازدهارا كبيرا بصفة عامة، والصكوك الإسلامية بصفة خاصة؛ حيث أصبحت الأسرع نموا في سوق التمويل الإسلامي خلال السنوات الماضية، وتشير التوقعات أن يصل حجم إصدار الصكوك إلى ٣ تريليون دولار بمطلع العام ٢٠١٥م. إن إصدار الصكوك الإسلامية كان أهم أهداف النظام المصرفي الإسلامي لتمييزه عن النظم الاقتصادية الأخرى، فالنظام الرأسمالي يصدر السندات القائمة على الفائدة لتمويل المشروعات الكبيرة، لكن حاملي السندات لا يتجاوزون من أن يكونوا مقرضين لأصحاب هذه المشروعات على أساس الفائدة، وليس لهم علاقة في ملكية أصول المشروع ولا في الربح أو الدخل الذي ينتج في هذه المشاريع، وإنما يستحقون الفائدة على قروضهم بنسبة متوافقة مع سعر الفائدة السائد في السوق، أما ربح المشروعات بعد خصم التكلفة؛ ومنها سعر الفائدة المدفوعة فكله يرجع لأصحاب المشاريع. والفكرة الأساسية من وراء إصدار الصكوك الإسلامية أن يشارك حملة الصكوك في ربح المشروعات الكبيرة، وبذلك تُعد الصكوك من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة، ومن المجالات التي تسمح للمستثمر استثمار أمواله، وسهولة استردادها في الوقت الذي يحتاج للسيولة من خلال بيعها بالسوق الثانوية.

## أهداف البحث:

يهدف هذا البحث بشكل رئيس إلى التعرف على مخاطر الصكوك الإسلامية من خلال دراسة حالة المملكة العربية السعودية، ومناقشة أهم أنواع تلك المخاطر ومصادرها. أما الأهداف الفرعية للبحث فتتمثل في:

١. التعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها وأهميتها وأنواعها.
٢. وضع آليات لمعالجة مخاطر الصكوك الإسلامية بالمملكة العربية السعودية.
٣. تقديم مقترحات لتقليل المخاطر وتحسين أداء الصكوك بالمملكة العربية السعودية.

### أهمية البحث:

تأتي أهمية هذا البحث في الوقت الذي بدأ حجم الإصدار للصكوك الإسلامية يتزايد بشكل كبير من قبل الحكومات والمؤسسات الخاصة لتمويل مشروعاتها التنموية في مختلف دول العالم. ولما كان الاستثمار من خلال الصكوك محاط بالمخاطر، وتباين تلك المخاطر التي تتعرض لها الصكوك وفقا لهيكلها، فتأتي هذه الدراسة محاولة لبيان المخاطر التي تعترض إصدارات الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية.

### مشكلة البحث:

ظهرت في الفترة الأخيرة منافسة شديدة بين الدول العربية والإسلامية لإصدار الصكوك الإسلامية وقد استحوذ السوق المصري الماليزي على الحجم الأكبر من هذه الإصدارات ثم دولة الإمارات العربية المتحدة وجاءت المملكة العربية السعودية في المرتبة الثالثة من حيث إصدارات الصكوك. ومن هنا تركزت هذه الدراسة على تحليل المخاطر التي تعترض إصدار الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية، وتحديد ما يعترض الصكوك الإسلامية من مشكلات وتحديات، وسبل تطوير دورها في التنمية الاقتصادية.

### فرضيات البحث:

- ١- هناك مخاطر تنطوي على إصدار الصكوك الإسلامية يمكن تجنبها والتغلب عليها، ومخاطر أخرى لا يمكن معالجتها.
- ٢- لا وجود لمخاطر إصدارات الصكوك الإسلامية بالمقارنة بإصدارات الأوراق المالية الأخرى.

### منهج البحث:

تحقيقاً لأهداف البحث يستخدم المنهج الوصفي التحليلي، ويستعان بالمؤشرات الإحصائية في تحليل سوق الصكوك الإسلامية بالمملكة العربية السعودية، ورصد المخاطر التي تحيط بإصداراتها.

### محددات البحث:

مجال البحث هو مخاطر الصكوك الإسلامية بشكل عام مع تخصيص لدراسة حالة المملكة العربية السعودية، من خلال تركيز البحث على الإصدارات للصكوك الإسلامية من قبل المملكة العربية السعودية ومخاطرها.

### الدراسات السابقة:

- ١) دراسة دوابة (٢٠١٠م). قام الباحث باستعراض لمفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصها وأنواعها والمخاطر التي تعترض إصدار مثل هذه الصكوك، ثم وضع آليات معالجة لتلك المخاطر اعتماداً على أدوات الهندسة المالية .
- ٢) دراسة الدماغ (٢٠١٢م). وفيها قام الباحث بدراسة ماهية الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها في القطاعات الإنتاجية ، من خلال دراسة للتجربة الماليزية، وتوصل

الباحث في دراسته إلى أن البنوك الإسلامية لا زالت حديثة التجربة بإصدار الصكوك بحيث تركزت في معظمها في القطاع العقاري.

(٣) دراسة ناصر (٢٠١٢م). قام الباحث باستعراض لأهم المخاطر التي تواجه إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية السودانية وكيفية إدارتها، واستنتج الباحث أن الاستثمار في الصكوك الحكومية السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية والمتمثلة في شهادات المشاركة الحكومية (شهادة) وصكوك الاستثمار الحكومية (صرح)، أقل مخاطرة من الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة بالسوق على المستوى المحلي.

(٤) دراسة أبو مسامح (٢٠١٢م). رسالة ماجستير، قدم الباحث فيها واقع إصدارات الصكوك الإسلامية وما تعرض له من إخفاقات ومخاطر، ومدى قدرة وفاعلية أدوات الهندسة المالية على إدارة مخاطر الصكوك والتحوط لتلك المخاطر، وكانت نتائج الدراسة تؤكد على نجاح منتج الصكوك الإسلامية كأحد منتجات الهندسة المالية مع ما يكتنفه هذا المنتج من مخاطر تحيط به.

(٥) دراسة عجينا (٢٠١٣م). تناولت دراسته العوامل المؤثرة في إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال بالسودان خلال الفترة ١٩٩٨ - ٢٠١١م. وخلص البحث إلى أن إصدار الصكوك الإسلامية قد ثبت جدواه في التجربة السودانية، رغم أن عدد شركات الأعمال التي استفادت منها كان قليلاً. ورصد عدداً من العوامل التي أثرت في عدم التوسع فيها كأداة تمويلية واستثمارية مهمة.

(٦) دراسة قندوز (٢٠١٤م) بحثت واقع سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وتحليل أسباب الركود الذي تعانیه بعد تجربة أربع سنوات، ومن ثم تقارن الدراسة بين سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية والأسواق الإقليمية ممثلة في أسواق دول الخليج العربي وكذا سوق الصكوك باليزيا، وقدمت دراسته تحليلاً لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية، وأساليب تفعيلها. واقترحت عدداً من الأساليب والاستراتيجيات الكفيلة بتحقيق نقلة نوعية في سوق الصكوك السعودية، والمزايا التي ستتحقق للحكومة والقطاعين العام والخاص وقطاع الأفراد.

(٧) دراسة السعيد (٢٠١٢م) تناول فيها الاتجاه العام لإصدار الصكوك والتوقعات الإيجابية بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠١٠م<sup>(١)</sup>. وناقشت الدراسة أهمية الصكوك ودورها في سد الفجوة التمويلية المطلوبة في قطاعات البنية التحتية والصناعة. وخلصت الدراسة إلى أهمية تطوير وتنويع سوق الصكوك من أجل تعبئة وتوظيف الأموال المتاحة للاستثمار حيث نجد أن المستثمرون الأفراد لديهم قنوات استثمارية محدودة واستثمارات عالية المخاطر في سوق البورصة أو استثمارات عقارية، بينما الشركات الاستثمارية سواء كانت حكومية أو قطاع خاص فهي تستثمر في أدوات مالية طويلة الأجل. وترى الدراسة ضرورة أن تمتد الاستثمارات السعودية إلى أسواق الصكوك العالمية ولا تكون محصورة في السوق المحلي.

(1) Al-Saeed, K. S. (2010). Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectations. PhD. Dissertation submitted for School of Government and International Affairs, Durham University, Durham. UK.

(٨) دراسة الشمراني (٢٠١٤م) بحثت إصدار الصكوك في السعودية وإطارها النظامي. وقدمت الدراسة عرضاً نقدياً لإصدارات الصكوك السعودية ومدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية. واستعرضت الإطار النظامي للصكوك وأهم التحديات الشرعية وأسلوب التعامل معها<sup>(١)</sup>. وخلصت الدراسة إلى أن الصكوك السعودية محل الدراسة غير متوافقة مع المتطلبات الشرعية، وذلك بسبب عدم وجود أنظمة ولوائح ومعايير تحكم عمل هذه الصكوك وعدم وجود هيئة رقابية تشرف على سوق الصكوك.

(٩) دراسة صالح (٢٠١٢م) تناقش مخاطر الصكوك الإسلامية وكيفية إدارتها بما يتوافق مع موجهات الشريعة الإسلامية بالتركيز على التجربة السودانية. وسلطت الورقة الضوء على الخلفيات الأساسية لعملية التصكيك في الإطار الإسلامي بجانب رصد لبعض التجارب الإسلامية في هذا الخصوص، وناقشت المخاطر المختلفة التي تواجه هيكلية الصكوك الإسلامية، وسبل إدارتها بالإشارة لحالة السودان<sup>(٢)</sup>.

(1) Alshamrani, A. (2014). Sukuk Issuance and its Regulatory Framework in Saudi Arabia. Journal of Islamic Banking and Finance. 2(1), 305-333.

(٢) صالح، فتح الرحمن علي (٢٠١٢م). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للصكوك الإسلامية. ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية ٥-٦ أبريل ٢٠١٢م الخرطوم.



## المبحث الأول

### مقدمة في الصكوك الإسلامية

#### المطلب الأول

#### مفهوم الصكوك

تم تعريف صكوك التمويل الإسلامي بموجب قانون الصكوك رقم (٣٠) لسنة ٢٠١٢م في الأردن بأنها «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية المشروع تصدر بأسماء مالكيها مقابل ما يقدمون من أموال لتنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق العائد لمدة تحدد في نشرة الإصدار وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها. قانون صكوك التمويل الإسلامي الأردني رقم ٣٠، مادة ٢، ٢٠١٢م».

والصكوك وفقاً لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي: «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو نشاطاً استثمارياً معيناً، وبعد تحصيل قيمتها، وقفل باب الاكتتاب، وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله»<sup>(١)</sup>.

نلاحظ من التعاريف السابقة التأكيد على وجود الأصول المصكوكة، وأن تكون مطابقة للضوابط الشرعية، فلا يجوز أن تكون ديوناً، لذا نؤكد على اعتماد مفهوم تعريف الصكوك الإسلامية والراجع تعريفه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

(١) المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية معيار رقم ١٧، ٢٠٠٥م.

## المطلب الثاني أهمية الصكوك

- لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة للعديد من العوامل أهمها:
- ١- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن إجراءات السياسة النقدية وفقا للشريعة الإسلامية بما يساهم بخفض معدلات التضخم ، وإدارة السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية.
  - ٢- تساعد الصكوك الإسلامية على تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات وكذلك تحسين مراكزها المالية ، لأن إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات من خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.
  - ٣- تلبي الصكوك الإسلامية احتياجات الدول في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.
  - ٤- تساهم الصكوك في جمع رأس المال لتمويل إنشاء مشاريع استثمارية من خلال تعبئة موارده من المستثمرين بطرح الصكوك وفق مختلف الصيغ في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.
  - ٥- تسهم الصكوك في الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل.

### المطلب الثالث

#### خصائص الصكوك الإسلامية

- تتمتع الصكوك الإسلامية بعدد من السمات التي تميزها عن غيرها ومنها:
- ١- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة من حيث العلاقة بين المشتركين فيها بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي للمالكها حصة من الربح وليس نسبة محددة مسبقاً من قيمتها الاسمية. كذلك يتحمل مالك الصك الأعباء والآثار المترتبة على ملكية الأصول الممثلة للصك، سواء كانت مصاريف استثمارية أو هبوطاً في القيمة.
  - ٢- الصكوك قابلة للتداول، لكنها غير قابلة للتجزئة (بمعنى أن الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة). وفي حال أيلولة الصك لأكثر من شخص بسبب الإرث فإنه لا بد من الاتفاق على من يمثلهم أمام الشركة بشخص واحد<sup>(١)</sup>.
  - ٣- الصكوك لها قيمة اسمية محددة بموجب القانون، وموضحة في نشرة الإصدار. وهي تصدر بفئات متساوية القيمة، بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية.
  - ٤- تمثل الصكوك ملكية حصة شائعة في الأصول، سواء كانت أعياناً أو منافع أو خدمات، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها لحاملها، وهذا ما يميزها عن السندات التقليدية<sup>(٢)</sup>.

(١) القرعة داغي، ص ٣٣٨، ٢٠٠٢م.

(٢) (الدماغ، ص ٧١، ٢٠١٢م)

## المطلب الرابع

### أنواع الصكوك الإسلامية

تتنوع الصكوك تبعاً لاختلاف طبيعة الأصول التي تمثلها، والأصول هي إما أن تكون من الأعيان أو من المنافع. كما تتنوع الصكوك حسب العقود الشرعية المعتمدة، وهذا ما اعتمده المعايير الشرعية والصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، بحيث تم تقسيمها إلى عشرة صكوك نذكر منها على النحو التالي:

#### أولاً: صكوك المضاربة:

هي «أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة، وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية، مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم»<sup>(١)</sup>.

وهي تشمل الصكوك التي تعرض للاكتتاب العام على أساس قيام المنشأة التي تصدرها بإدارة العمل باعتبارها المضارب تجاه رب المال، وتكون العلاقة هنا بين الطرفين علاقة مضاربة بواجباتها والتزاماتها.

#### ثانياً: صكوك المشاركة:

هي 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 أصول النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك

(١) حمود، ٧١، ١٩٩٨م

على أساس الشراكة، وذلك بتعيين أحد الشركاء لإدارتها أو غيرهم بصيغة الوكالة بالاستثمار<sup>(١)</sup>.

ويمكن تقسيمها إلى نوعين:

أ- صكوك المشاركة الدائمة: وهي تشبه الأسهم حيث تكون آجال الصكوك دائمة في المشروع، والمكاتبون يشاركون الجهة المصدرة للصكوك طوال حياة المشروع.

ب- صكوك المشاركة المؤقتة: وتمثل هذه الصكوك مشروعاً يكون محدداً بمدة زمنية معينة، ويمكن استرداد القيمة الاسمية أو السوقية لهذه الصكوك بالتدريج، إذ يحصل حملة الصكوك على جزء من القيمة الاسمية للصك في فترات توزيع الأرباح حتى يستردوا كافة القيمة الاسمية أو السوقية للصك والأرباح، إذ يحصل حملة الصكوك على القيمة الاسمية أو السوقية للصك في تاريخ محدد يصفى فيه المشروع (إطفاء الصك)، وتوزع الأرباح التصفية على حملة الصكوك وبذلك ينتهي المشروع<sup>(٢)</sup>.

### ثالثاً: صكوك الإجارة:

هي وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري معين يدر دخلاً، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى صكوك قابلة للتداول في الأسواق

(١) المرجع السابق ص ٧١.

(٢) حمود (٩٩٨ م). ص ٣٢٩.

الثانوية<sup>(١)</sup>. وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإجارة، ومستند ذلك، أنها تمثل حصة من أعيان أو منافع أو خدمات، والمعيار الشرعي رقم ١٧ وضع طبيعة العلاقة بين طرفي عقد الإصدار، وبيان ذلك على النحو التالي:

أ- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

المصدر لهذه الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك الأصول على الشيوع بغنمها وغرمها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.

ب- صكوك ملكية المنافع:

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: ومصدرها بائع المنفعة للعين الموجودة، والمكتتبون فيها مشترون لها وحصيلة الاكتتاب هي ثمن لتلك المنفعة.

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: ومصدرها بائع المنفعة للعين الموصوفة بالذمة، والمكتتبون مشترون وحصيلة الاكتتاب هي ثمن المنفعة.

- صكوك ملكية الخدمات: ومصدرها بائع الخدمة، والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة.

رابعاً: صكوك الاستصناع:

تعرف بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها من أجل تصنيع سلع بحيث تكون مملوكة لحملة الصكوك. والمصدر لتلك الصكوك هو

(١) قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم ١٣٧ بشأن صكوك الإجارة، ٢٠٠٤م.

الصانع، والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي كلفة السلعة المصنوعة، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد<sup>(١)</sup>.

#### خامساً: صكوك المراجعة:

تمثل وثائق متساوية القيمة تصدر من أجل تمويل شراء سلعة المراجعة بحيث تصبح مملوكة لحملة الصكوك. فيكون المصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، أما المكتتبون فهم من يشترون سلعة المراجعة. وتكون حصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة وبالتالي يملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها<sup>(٢)</sup>. وصكوك المراجعة مبنية على الديون في مآلها، والدين لا يجوز بيعه إلا بالمثل وبالتقابض، ومن ثم لا بد من أن تكون نسبة الديون جزءاً من محفظة شاملة تكون فيها نسبة الديون هي الأقل ونسبة الموجودات من المنافع والأعيان هي الغالب.

#### سادساً: صكوك السلم

تعرف صكوك السلم بأنها وثائق متساوية القيمة؛ تصدر لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، فالمصدر لها هو بائع سلعة السلم والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم) ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد<sup>(٣)</sup>.

(١) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. ٢٠١٠م. المعايير الشرعية. البحرين. ص ٢٣٩.

(٢) المرجع السابق ص: ٢٣٩-٢٤١.

(٣) هيئة المراجعة والمحاسبة. مرجع سابق ص ٢٣٩.

## المبحث الثاني

### مخاطر الصكوك الإسلامية

#### مفهوم مخاطر الصكوك الإسلامية:

يقصد بمخاطر الصكوك «المخاطر الناشئة عن التقلبات المنتظمة وغير المنتظمة التي تحدث في قيم الأصول وعائداتها المتوقعة في ظل ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية المحلية والدولية. (هوشيار، ٢٥٣، ٢٠٠٣م).

ومن التعريف السابق، يمكن ملاحظة أن المخاطر تزيد نتيجة الاستثمار، وقد تحدث أو لا تحدث، وهذا يتوقف على ظروف الأسواق المالية المحلية والدولية، فلا وجود لاستثمار بدون مخاطر.

ويمكن تقسيم هذه المخاطر إلى قسمين هما:

- ١- **المخاطر المنتظمة (الكلية):** وهي التي تؤثر على السوق بشكل عام، وتتأثر بها جميع الأوراق المالية بمختلف أنواعها بسبب عوامل اقتصادية واجتماعية، والتي يصعب تجنبها، ويطلق عليها أيضا بالمخاطر الكلية أو العامة.
- ٢- **المخاطر غير المنتظمة (الخاصة):** وهي المخاطر التي لا تؤثر على السوق بشكل عام، ولكن تتأثر بها بعض الأوراق المالية بسبب عوامل خاصة فيها، والتي يمكن تجنبها عكس المخاطر المنتظمة التي يصعب تجنبها لصعوبة إدارتها، ويطلق عليها أيضا المخاطر الخاصة (المومني، ٨٠، ٢٠٠٢م).

إن الصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل موجودات تحتوى على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظراً لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية من مضاربة ومشاركة ومرابحة، فإنها تتعرض



للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية، ومن خلال النظر إلى مصادر المخاطر نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي يتمثل مصدرها الأساسي في الآتي<sup>(١)</sup>:

#### ١- مخاطر الائتمان:

ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي مواعيدها، ومصدر هذه المخاطر قد يكون نتيجة سوء اختيار العميل، سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات صكوك المشاركة والمضاربة والمزارعة والمساقاة والمغارسة والاستصناع، أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده - في حالة اعتبار الوعد غير ملزم - في استثمارات صكوك المرابحة، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمارات صكوك الاستصناع (إذا كان عقد الاستصناع جائز غير ملزم)، أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المرابحة وصكوك الإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفا وزمانا بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم. فهذه المخاطر ترجع إلى عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد، وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك والمانحة الائتمان للعميل، ويؤثر سلباً على عوائدها، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر الخاصة.

(١) قندوز، عبد الكريم (٢٠١٤). تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها - دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية، المؤتمر الأول لكليات إدارة الأعمال بجامعة دول مجلس التعاون الخليجي، ١٦ - ١٧ فبراير ٢٠١٤م، الرياض، جامعة الملك سعود (بتصرف).

## ٢- مخاطر السوق:

ترجع هذه المخاطر لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق المالية - أسواق النقد ورأس المال بما فيها سوقي الإصدار والتداول - أو أسواق الأصول الحقيقية بسبب عوامل عديدة: اقتصادية واجتماعية وسياسية. وتنقسم مخاطر السوق إلى:

### (أ) مخاطر سوق الأصول الحقيقية:

ترتبط هذه المخاطر بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول، ونظراً لأن الأصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الأسواق، فإنها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق<sup>(١)</sup>.

### (ب) مخاطر سوق المال: ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقاً لما يلي:

#### - مخاطر سعر الصرف:

وتعود هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة. ففي حالة شراء سلع بعملة أجنبية وانخفاض سعر تلك العملة فإن ذلك يترتب عليه خسائر بمقدار انخفاض سعر العملة الأجنبية مقابل العملات الأخرى، كما أن مخاطر سعر الصرف تظهر أيضاً عند إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى، أو إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المربحات والتجارة الدولية.

(١) قندوز، عبد الكريم (٢٠١٤). مرجع سابق.

– مخاطر سعر الفائدة:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وهي تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته. وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار<sup>(١)</sup>. والصكوك الإسلامية وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها، أو في أنشطتها ومجالات استثماراتها، إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعراً مرجعياً في التمويل بالمرابحة. كما أن سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليه - للأسف الشديد - النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية، خاصة إذا لم يكن للوازع الديني دوراً في توجيه المستثمرين، وتحجج بعضهم بشذوذ الفتيا التي أباحت سعر الفائدة خلافاً لإجماع الفقهاء<sup>(٢)</sup>.

– مخاطر أسعار الأوراق المالية:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

– مخاطر التضخم:

ترجع أسباب هذه المخاطر إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار،

(١، ٢) المرجع السابق، (بتصرف).

وهو ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عوائد متغيرة، ومكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع؛ فإن تأثرها بالتضخم يرتبط بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

### ٣- مخاطر التشغيل:

تنشأ هذه المخاطر بسبب أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت المخاطر العامة إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك.

وتعد هذه المخاطر من المخاطر الخاصة إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر الأهلية أو الكفاءة الإدارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي- للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك آثاراً على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

### ٤- مخاطر المخالفات الشرعية:

تُعد مخاطر المخالفات الشرعية من المخاطر الخاصة، وتعود إلى استخدام أموال الصكوك في المحرمات التي نهت الشريعة الإسلامية عنها، سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها كالربا، والقمار، والغش، والتدليس، والخديعة، والخيانة وغيرها.

### المبحث الثالث

## السوق العالمي للصكوك الإسلامية

### المطلب الأول

#### تطور سوق الصكوك العالمي

تمثل صناعة الصكوك الإسلامية نحو ١٥٪ من أصول التمويل الإسلامي حول العالم، وما زالت تحتفظ ببريقها وأهميتها في صناعة الخدمات المالية الإسلامية. فقد حققت هذه الصناعة زيادة في معدل نموها السنوي من ١٠٪ إلى ١٥٪ خلال العقد الماضي، ووصلت صناعة الصكوك الإسلامية إلى مستوى خيالي بلغ ١٧٠,٣ مليار دولار في نهاية الربع الثالث من العام ٢٠١١م، ومن المرجح أن تتجاوز مبلغ ١٨٠ مليار دولار مع نهاية العام الحالي، ومن المتوقع أن يتجاوز إجمالي إصدار الصكوك للعام ٢٠١١م مبلغ ٨٠ مليار دولار. وهناك عدد من المحركات الأساسية التي حركت سوق الصكوك في البلدان الإسلامية والعالم رغم التطورات السياسية وأزمة الاقتصاد العالمي، مما يؤشر إلى احتمالات كبيرة لنمو صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة المقبلة، على ضوء تطبيق الخطط المالية الرئيسية والمبادرات الحكومية الكبرى التي تحتاج إلى تمويل، بالإضافة إلى ما أظهرته عدة بلدان في أفريقيا وأوروبا وآسيا من اهتمام بإصدار صكوك ومحاوله وضع تشريعات لتنظيم إصدارات مستقبلية.

## المطلب الثاني

### المحركات الأساسية للصكوك

- وتتمثل المحركات الأساسية وراء الزيادة الكبيرة في حجم الصكوك الإسلامية التي يتم إصدارها سنوياً في الآتي:
١. الزيادة في عدد مصدري الديون السيادية ممن يستخدمون سوق الصكوك لأغراض إدارة السياسات النقدية والإدارة المالية مثل دولة ماليزيا.
  ٢. المرونة الشديدة رغم الاضطرابات وعدم الاستقرار في البلدان العربية، وهو ما قاد إلى زيادة تجاوزت في حجمها الثلاثة أضعاف على أساس سنوي في إصدار الصكوك في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، حيث استفاد المصدرون من ميزة التكلفة الأقل لطرح الصناديق.
  ٣. الزيادة في مشروعات الإنشاء التي تم تمويلها من عائدات الصكوك، لا سيما بين شركات في المنطقة العربية وخاصة البلدان الخليجية.
  ٤. نمو ثقة المستثمر في الاستثمارات البديلة، مثل الصكوك وزيادة الطلب عليها إذ تكافح الاقتصاديات الأوروبية للتغلب على مشكلة الديون.

### المطلب الثالث

#### سوق الصكوك في دول مجلس التعاون الخليجي

هناك ثلاث دول خليجية هي السعودية وقطر والإمارات أصدرت خلال ديسمبر الماضي صكوكا بقيمة ٣,٣ مليار دولار، وبذلك ارتفعت إصدارات الصكوك خلال ديسمبر الماضي إلى ١٤,١ مليار دولار، مقابل ٨,١ مليار دولار في فبراير الماضي. وعبر الارتفاع في إصدار الصكوك خلال الشهر الماضي عن رغبة المستثمرين في الحصول على تمويل رخيص في ظل المخاوف من احتمال رفع أسعار الفائدة كنتيجة لتقليص بنك الاحتياطي الفيدرالي لبرنامج شراء السندات. وأشار تقرير صدر عن بيت التمويل الكويتي إلى تراجع إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا العام الماضي ٢٠١٣م بنحو ٨,٥٪ إلى ١٢٠ مليار دولار، مقابل ١٣١ مليار دولار في ٢٠١٢م، ويعود هذا التراجع إلى تباطؤ النمو العالمي في العام الماضي خاصة في دول الشرق الأوسط، الذي بدأ الاعتماد على الصكوك كأداة جيدة للتمويل، جراء الأحداث السياسية التي تشهدها مناطق كثيرة منه. ووفقا للتقرير فإن إجمالي الإصدارات خلال ديسمبر ٢٠١٣م بلغ ١٢٦ إصداراً مقابل ٥٣ في نوفمبر و٦٦ في أكتوبر من العام نفسه. بينما شهد شهر مارس من العام الحالي ٢٠١٤م أكبر حجم لإصدارات الصكوك، كما شهد ٦٤ إصداراً تراجمت فيه إصدارات الشركات وتفوقت الإصدارات السيادية وشبه الحكومية، بينما تراجمت الصكوك المصدرة من دول الخليج وبقية ماليزيا تحتل الصدارة. وهناك انخفاض كبير في إصدارات الصكوك من قبل قطاع الشركات في مارس، حيث بلغ إجمالي إصدار قطاع الشركات ١,٤٥ مليار دولار فقط. وقد جاء الانخفاض في إصدارات الصكوك من قطاع الشركات مدفوعاً بصورة أساسية من الغياب الملحوظ لمصدري الصكوك من دول



مجلس التعاون الخليجي في هذا القطاع، حيث غاب مصدر و صكوك قطاع الشركات الخليجية عن سوق الصكوك في مارس، باستثناء إصدارات صكوك إدارة السيولة قصيرة الأجل من قبل مصرف البحرين المركزي ١. وعند المقارنة على أساس سنوي، نجد أن الفارق كبير جداً حين سجل القطاع نحو ٦ مليارات دولار من دول المجلس في مارس ٢٠١٣. كما تراجعت الإصدارات من دول مجلس التعاون. وشهد حجم إصدارات الصكوك في مارس مشاركة كبيرة من قبل الهيئات السيادية والجهات الحكومية ذات الصلة في السوق الأولية للصكوك، حيث جاءت نسبة مشاركتها بما يزيد عن ٨٧٪ من إجمالي الصكوك المصدرة خلال الشهر. كما نلاحظ انخفاض حجم الإصدارات في شهر مارس ٢٠١٤ بنسبة ١٠,٣٪، مقارنة بنفس الشهر من العام السابق والتي كانت الإصدارات فيه بمبلغ ١٢,٤ مليار دولار. ومع ذلك فإن توقعات تشير إلى نمو قيمة الصكوك المصدرة من ١٣٠ مليار دولار في العام ٢٠١٤م إلى ٢٣٧ مليار دولار في العام ٢٠١٨م. يذكر أن منطقة الخليج العربي تواجه نمواً سريعاً في عدد السكان وتوقع الأمم المتحدة أن يرتفع عدد سكان المدن في دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة ٣٦ بالمائة، أي من ٣٦,٤ مليون نسمة في ٢٠١٠م إلى ٤٩,٤ مليون نسمة في ٢٠٢٥م. ولذلك تستثمر دول مجلس التعاون الخليجي وبعض دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا مبلغاً يصل إلى تريليون دولار أمريكي في ١١٧ مشروعاً رئيسياً من مشاريع البنية التحتية في عدد من القطاعات مثل الإنشاءات والخدمات والنقل.

(١) بيت التمويل الكويتي (٢٠١٤). تقرير عن الصكوك.



#### المبحث الرابع

### الصكوك في المملكة العربية السعودية

#### المطلب الأول

### سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية

تعتبر المملكة العربية السعودية من أكبر اقتصادات في الخليج العربي، وتخطط لتنفيذ مشاريع بنية تحتية تبلغ تكلفتها ٣٧٥ مليار دولار. وتلجأ المملكة بشكل متزايد إلى مصادر التمويل الإسلامي مثل الصكوك لتمويل تلك المشروعات، وذلك لتدني مستويات المخاطرة وإمكانية التنبؤ بمعدل تكاليف الأموال. وتعتبر السعودية ثاني أكبر سوق للصناديق الاستثمارية الإسلامية - بعد ماليزيا - بعدد ١٦٧ صندوقاً لكن خمسة فقط من تلك الصناديق تستثمر في الصكوك. ويعود ذلك إلى قلة إصدارات الصكوك المحلية رغم زيادتها في العامين الماضيين مع تنامي السيولة وتدني تكلفة الإقراض ورغبة الشركات في تنويع مصادر التمويل. وارتفعت إصدارات الصكوك إلى ١٥,٢ مليار دولار عبر ٢٠ صفقة العام ٢٠١٣م مقارنة مع ١١,٤ مليار لنحو ١٨ صفقة في ٢٠١٢م وفقاً لبيانات تومسون رويترز.

جدول (١) ملخص سوق الصكوك والسندات بالمملكة خلال العام ٢٠١٣م

مؤشر الصكوك والسندات	عدد الصفقات	إجمالي القيمة (بالريال السعودي)	الكمية المتداولة	تاريخ
992.79	1	3,900,000.00	3,900,000	2013/01/15
992.79	1	10,050,000.00	10,000,000	2013/02/02
994.03	1	2,814,000.00	2,800,000	2013/03/26

مؤشر الصكوك والسندات	عدد الصفقات	إجمالي القيمة (بالريال السعودي)	الكمية المتداولة	تاريخ
994.03	1	50,000,000.00	50,000,000	2013/04/29
994.03	1	50,000,000.00	50,000,000	2013/05/07
994.03	1	49,530,000.00	50,000,000	2013/05/29
994.03	1	60,772,200.00	60,000,000	2013/07/31
989.26	2	33,500,000.00	33,500,000	2014/09/18
989.26	2	130,050.00	130,000	2014/09/21

المصدر: موقع تداول . انظر الربط <http://www.tadawul.com.sa>

ومنذ بداية العام حتى الآن جرى تنفيذ تسعة إصدارات صكوك بقيمة ٨,٥ مليار ريال. وأصدر عدد من البنوك الإسلامية صكوكا من بينها البنك السعودي للاستثمار الذي إصدار صكوك بقيمة ملياري ريال (٥٣٣ مليون دولار) لدعم رأس المال وحذا البنك السعودي الفرنسي حذوه بإصدار مماثل كما باع البنك الأهلي التجاري صكوكاً بقيمة خمسة مليارات ريال.

جدول (٢) إصدارات مختارة من الصكوك السعودية في العام ٢٠١٣م

نوع القطاع	هيكلية التمويل	حجم الإصدار (مليون دولار)	المدة (سنوات)	تاريخ الإصدار	جهة الإصدار
المالي	مختلطة	1066.9	7	نوفمبر	بنك الرياض
النقل	مراوحة	4056.7	10	أكتوبر	هيئة الطيران المدني
الأغذية	مختلطة	453.2	5	سبتمبر	شركة المراعي

مخاطر الصكوك الإسلامية في سوق المملكة العربية السعودية  
د/ أمجد سالم قويدر لطايفه، د/ محمد شريف بشير الشريف

شركة اس بي جي	يوليو	1	266.7	مرايحة	الإثشاءات
شركة صدارة للخدمات الأساسية	أبريل	16	2000.0	مشاركة	الصناعة
شركة خدمات الضمان- البنك الإسلامي للتنمية	مايو	5	1000.0	وكالة	الخدمات
شركة دار الأركان للصكوك	مايو	5	450.0	وكالة	العقارات
شركة المياه والطاقة	مايو	20	666.7	وكالة	الشركات العامة
شركة الكهرباء للصكوك العالمية	مارس	10-30	2000.0	بيع الاستحجار	الطاقة والمراقق العامة

Rasameel Structured Finance (2014). Annual Global Sukuk Report 2013. Kuwait.



## المطلب الثاني

### المصارف السعودية وإصدارات الصكوك

قامت المصارف الإسلامية السعودية بالتوسع من خلال ثلاثة إصدارات، أولها كان من قبل البنك السعودي الهولندي (٢,٥ مليار ريال بتاريخ ١٥ ديسمبر ٢٠١٣م)؛ ثم البنك السعودي البريطاني (١,٥ مليار ريال بتاريخ ١٧ ديسمبر ٢٠١٣م)؛ ثم قام البنك الأهلي التجاري مؤخراً بالإصدار الثالث (٥ مليارات ريال بتاريخ ٢٠ فبراير ٢٠١٤م). وعلى خلاف الصكوك المتوافقة مع بازل ٣ الصادرة في الإمارات، واستهدفت البنوك السعودية تعزيز نسب رأس المال لديها على مستوى الشريحة ٢ وكانت الصكوك الثلاثة الصادرة متوافقة مع متطلبات رأس مال الشريحة ٢ - بازل ٣. كما أن ثمة اختلاف آخر للصكوك الصادرة وفقاً لمتطلبات بازل ٣ من البلدين وهو أن صكوك الإمارات كانت مقومة بالدولار الأمريكي، فيما صدرت جميع الصكوك السعودية الثلاثة بالريال السعودي.

### المطلب الثالث

#### خصائص الإصدارات الحالية للصكوك الإسلامية

- تتميز الإصدارات الحالية للصكوك الإسلامية على المستويات كافة الدولية والإقليمية والمحلية بما يلي:
1. تطبيق الخطط المالية الرئيسية والمبادرات الحكومية، التي ستكون بمثابة العمود الفقري للنمو خلال السنوات المقبلة.
  2. الدعم المتواصل من السلطات التشريعية التي تصدر صكوكاً منتظمة وقصيرة الأجل، كي تمتص السيولة الزائدة وصكوك طويلة الأجل للاستثمارات والإدارة المالية.
  3. أظهر عدد من الدول الجديدة اهتماماً بإصدار الصكوك مثل مصر- والسنگال ونيجيريا، بينما تواصل فرنسا وكوريا وهونغ كونغ تجاوز تشريعاتها بحثاً عن إصدارات مستقبلية.
  4. النمو الاقتصادي والتنمية في الأسواق الناشئة. فعلى الرغم من مراجعة صندوق النقد الدولي لنمو الناتج المحلي الخام للعام ليصل إلى ٤,٠ في المائة في العام ٢٠١١م بعد أن سجل ٤,٣ في المائة (٢٠١٠: ٤,٦ في المائة)، مازال من المتوقع أن تتجاوز آسيا والشرق الأوسط والأسواق الناشئة الأخرى ذلك لتحقيق معدل نمو ٦,٤ في المائة هذا العام ومعدل نمو ٦,١ في المائة في العام ٢٠١٢.
  5. على الرغم من تدفق عائدات الصكوك أخيراً بسبب التراجع في ثقة المستثمر، إلا أنها ما زالت دون معدل الثلاث سنوات السابقة. ولذلك، نتوقع أن يدرس عدد من المصدرين من الشركات إصدار صكوك محتملة تمهيداً لتنفيذ الصفقات في الوقت المناسب الذي يحقق لهم أقصى فائدة مرجوة.

وتشير المستجدات في سوق الصكوك العالمية، إلى أن التنفيذ التدريجي لاتفاق بازل ٣ منذ ١ يناير ٢٠١٣، أدى إلى تحول البنوك الإسلامية إلى إصدار أدوات صكوك متوافقة مع بازل ٣ من أجل الالتزام بمعايير رأس المال المعدلة. ومنذ صدور أول صكوك متوافقة مع بازل ٣ في العالم في نوفمبر ٢٠١٢، قامت بنوك إسلامية في بلدان مثل الإمارات والسعودية وماليزيا بإصدار مثل هذه الصكوك المبتكرة. وقد بلغ عدد إصدارات الصكوك المتوافقة مع بازل ٣ ثمانية إصدارات بإجمالي مبلغ ٤,٩٣ مليار دولار بواسطة سبعة بنوك مختلفة. وحسب بلد الإصدار، استحوذت السعودية على نسبة قدرها ٤٨٪ من إجمالي إصدارات الصكوك القائمة المتوافقة مع بازل ٣، تلتها الإمارات بنسبة ٤١٪، فيما بدأت البنوك الإسلامية في ماليزيا مؤخراً بإصدار صكوك متوافقة مع بازل وتمثل نسبة ١١٪ من الإجمالي.

وتم إصدار أول صكوك متوافقة مع بازل ٣ في العالم في نوفمبر ٢٠١٢ م من قبل مصرف أبوظبي الإسلامي في الإمارات. وكان الإصدار بقيمة مليار دولار وكان متوافقاً مع متطلبات رأس مال الشريعة الإضافية الأولى لبازل ٣. وقد لاقى هذا الإصدار إقبالاً كبيراً من المستثمرين - وتجاوز حجم طلبات الشراء المتراكمة ١٥,٥ مليار دولار (أي ما يتجاوز ٣٠ ضعف الطرح الأصلي المعياري)، وبمعدل ربح قدره ٦,٣٧٥٪، وهو أدنى كوبون لأداة مالية من هذا النوع. ثم، بتشجيع من أداء مصرف أبوظبي الإسلامي، قام بنك دبي الإسلامي بإجراء إصدار مماثل وفقاً لمتطلبات رأس مال الشريعة الإضافية الأولى لبازل ٣، بمبلغ مليار دولار بتاريخ ٢٠ مارس ٢٠١٣ م؛ التي تم فيها أيضاً تجاوز حجم طلبات الشراء بمقدار ١٤ ضعف. وتم تسعير صكوك دبي الإسلامي بعائد أكثر تشدداً قدره ٦,٢٥٪.

## النتائج والتوصيات

- ١- تلعب الصكوك دوراً كبيراً في معالجة وتلبية احتياجات السيولة وكفاية رأس المال بالنسبة للبنوك الإسلامية، وقد قامت المصارف الإسلامية السعودية بالتوسع من خلال ثلاثة إصدارات على النحو المنصوص عليه من قبل اتفاقية بازل ٣.
- ٢- تمثل صكوك بازل ٣ علامة فارقة في تطور الهندسة المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تمكن المؤسسات المالية الإسلامية في تحقيق التقدم جنباً إلى جنب مع نظيراتها التقليدية. وبالنظر إلى الإصدارات وفقاً لبازل ٣ حتى تاريخ هذا التقرير، نجد أن ٥٩٪ من الإصدارات كانت وفقاً لمتطلبات الشريعة الثانية في حين أن ٤١٪ دعمت الشريعة الإضافية الأولى.
- ٣- وقد استخدم مصدر هذه الصكوك صيغ متعددة من الإصدارات بما في ذلك صكوك المضاربة (٦٧٪) وصكوك هجينة/مختلطة (٢٢٪) والمرابحة (١١٪).
- ٤- من المتوقع أن تقوم العديد من المصارف الإسلامية على مستوى العالم بإصدار صكوك متوافقة مع بازل ٣؛ التي سوف تزيد من زخم الإصدارات في سوق الصكوك العالمية ١. ويفضل أن تتجه السوق السعودية إلى وضع المزيد من الحوافز التشجيعية للمستثمرين الأجانب والإجراءات التي تحفزهم في الاستثمار في القطاعات الحيوية بالاقتصاد السعودي.

(١) تقرير بيت التمويل الكويتي عن الصكوك (٢٠١٢). وكالة الأنباء الكويتية (٢٠١٣). بتاريخ ١٦ مايو ٢٠١٤م.

- ٥- القواعد الإرشادية الحالية لإصدارات الصكوك لا ترقى إلى مستوى القواعد المعيارية، الأمر الذي يجعل الاستثمار في الصكوك الإسلامية متأثراً بالممارسات التقليدية غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. وبالتالي يصبح واجباً على السلطات المالية أن تضع المزيد من الأنظمة والقواعد المعيارية في إطار تشريعي ومؤسسي يدعم تطوير أسواق الصكوك وينظم عملها.
- ٦- تفتقر المملكة إلى وجود هيئة رقابية شرعية خاصة بالصكوك. ولا يتم الأخذ بالمعايير التي أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (الأيوبي) أو الهيئات المهنية المماثلة في الجوانب الشرعية على وجه الخصوص. يجب أن يتم تأسيس هيئة رقابية شرعية مستقلة يسند إليها مراقبة الممارسات التطبيقية ووضع الضوابط الشرعية اللازمة لإصدار الصكوك.
- ٧- الحاجة إلى وجود تصنيف ائتماني للإصدارات السعودية الأمر الذي يقوي من الثقة في الملاءة المالية لمصدري الصكوك ويدعم عمل السوق الثانوية للصكوك.



## المصادر والمراجع

### (أ) المراجع العربية:

- أبو غدة، عبد الستار. (٢٠٠٤م). مخاطر الصكوك الإسلامية. مؤتمر إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن.
- حسان، حسين حامد. (٢٠٠٣م). صكوك الاستثمار، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين.
- خطاب، كمال توفيق. (٢٠٠٩م). الصكوك الاستثمارية العالمية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي.
- خطاب، كمال توفيق (د.ن). نحو سوق مالية إسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى.
- حمود، سامي (١٩٨٨). سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، ج ٣.
- حمود، سامي حسن (١٩٩٠م). الأدوات المالية الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، ج ٢.
- الدماغ، زياد (٢٠١٢م). الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر، عمان - الأردن، ط ١.
- دوابه، أشرف محمد (د.ن). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، جامعة الشارقة.
- العثماني، محمد تقي (٢٠٠٩م). الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، ج ١، د ١٩.

- عجبنا، عبد الله علي (٢٠١٣م). العوامل المؤثرة في إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية ١٩٩٨-٢٠١١م. ط ١، مجموعة البركة المصرفية، جدة.
- القرعة داغي، علي محي الدين (٢٠٠٤م). صكوك الإجارة. مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، ج ٢، د ١٥٥.
- المومني، غازي (٢٠٠٢م). إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر، عمان-الأردن، ط ١.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (٢٠١٠م). المعايير الشرعية، البحرين.
- قندوز، عبد الكريم (٢٠١٤). تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها - دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية، المؤتمر الأول لكليات إدارة الأعمال بجامعة دول مجلس التعاون الخليجي، ١٦-١٧ فبراير ٢٠١٤م، الرياض، جامعة الملك سعود.
- ناصر، سليمان وزيد، ربيعة (٢٠١٢م). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية: دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية. بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، ٦-٨ أكتوبر ٢٠١٢م. معهد الدراسات المصرفية، عمان: الأردن.

- صالح، فتح الرحمن علي (٢٠١٢م). إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للصكوك الإسلامية. ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية. ٦-٨ أبريل ٢٠١٢م الخرطوم: السودان.

(ب) المراجع الأجنبية:

- Al-Saeed, K. S. (2010). Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectations. PhD. Dissertation submitted for School of Government and International Affairs, Durham University. Durham. UK.
- Alshamrani, A. (2014). Sukuk Issuance and its Regulatory Framework in Saudi Arabia. Journal of Islamic Banking and Finance. 2(1), 305-333.

