

محددات استخدام الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية للقطاعات
الاقتصادية والخدمية بالمملكة العربية السعودية:
دراسة تحليلية

د/ صلاح علي أبو النصر

أستاذ الاقتصاد المشارك

قسم الاقتصاد الإسلامي - كلية الشريعة

الجامعة الإسلامية بالمدينة المنورة

s.abouelnasr@yahoo.comE

1441هـ - 2019م

ملخص

تهدف الدراسة إلى التعرف على محددات وسبل تطوير إصدار الصكوك الإسلامية كأداة تمويل للشركات المسجلة لدى هيئة سوق المال السعودية. وقد اتبع الباحث منهج الدراسة الوصفية المعتمدة على تحليل البيانات، حيث تم إجراء المسح المكتبي والاطلاع على الدراسات والبحوث النظرية والميدانية في مجال الصكوك الإسلامية، واعتمد الباحث على دراسة عينة من مسئولي الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي ومن المتخصصين في مجال الأسواق المالية للتعرف على آرائهم حول محددات وسبل تطوير الصكوك الإسلامية. وخلصت الدراسة إلى أن سوق الصكوك السعودية محدودة من حيث حجم وقيمة الإصدار والتداول وأن العوامل ذات الدلالة الإحصائية المؤثرة على حجم إصدار الصكوك هي تكلفة إصدار الصكوك ومدى منافسة السندات والقروض المصرفية وحجم الشركة المصدرة للصكوك. وخلصت الدراسة إلى أن سبل تطوير سوق إصدار الصكوك الإسلامية في السعودية، تمثلت في وجود صناع سوق أكفاء وتعزيز التثقيف والتعليم المالي ونشر ثقافة الصكوك وتوحيد المعايير الشرعية وسن تشريع متطور للصكوك وإيجاد هيئات شرعية في مؤسسة النقد وهيئة سوق المال السعودية وإيجاد شركات وطنية للتصنيف الائتماني للصكوك. ويوصي الباحث بتحسين جودة الأصول وتقييم مخاطر الصكوك وإنشاء وكالات وطنية للتصنيف الائتماني للصكوك وتوحيد المعايير الشرعية وسن قانون حديث للصكوك وإنشاء صناديق استثمار للصكوك.

كلمات مفتاحية: سوق الصكوك السعودي – الصكوك الإسلامية – محددات

إصدار الصكوك – التصنيف الائتماني للصكوك

Abstract

Determinants of the Use of Islamic Sukuk as a Financing Tool for Economic and Service Sectors in Saudi Arabia: An Analytical Study

The study aims to identify the determinants and ways to develop the issuance of Islamic Sukuk as a financing tool for Saudi companies. The researcher followed the descriptive study methodology based on data analysis, where the desk survey was conducted and examined theoretical and field studies and researches in the field of Islamic Sukuk.

The researcher based on the study of a sample of managers of companies listed on the Saudi Stock Exchange and academics specialized in financial markets to get their views on the determinants and ways to develop sukuk through the study questionnaire. The study concluded that the Saudi Sukuk market is limited in terms of the size and value of issuance and circulation.

The study also concluded that the means of developing the Saudi Sukuk market were represented by the existence of competent market makers and market makers, dissemination of sukuk culture, standardization of Shari'a standards, the development of advanced sukuk legislation, the creation of Shariah bodies in SAMA and the Saudi Capital Market Authority, and the creation of national companies for sukuk credit rating. The researcher recommends improving asset quality, assessing the risk of sukuk, establishing national sukuk credit rating agencies, standardizing Shari'ah standards, enacting a modern sukuk law and establishing sukuk investment funds.

1- المقدمة

اشتهرت الصكوك وانتشرت في السنوات الأخيرة كأداة معاصرة يمكنها سد فجوة موجودة في سوق رأس المال العالمي، حيث ساعدت المستثمرين من الدول الإسلامية على موازنة محافظهم الاستثمارية بمنتج مشابه (مجازاً) للسندات. والصكوك هي عبارة عن أوراق مالية تثبت حق ملكية في أصل معين – وهي ليست أداة دين – وبعبارة أخرى تمثل الصكوك حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو مشاريع تجارية قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب. ويوجد لكل صك قيمة اسمية تحدد على أساس قيمة الأصل محل العقد، وقد يقوم المستثمر بشرائه مقابل هذه القيمة، أو يشتره (كما هو الحال بالنسبة للسندات التقليدية) بعلاوة أو خصم. ووفق نظام الصكوك يتم تحويل التدفقات النقدية المستقبلية من الأصل محل العقد إلى تدفقات نقدية حالية، ويجوز إصدارها عن الموجودات القائمة فعلاً أو التي ستتوفر في المستقبل. ويكافأ المستثمرون الذين يشترون تلك الأوراق المالية بحصة من الأرباح المستمدة من الأصل.

ويعتبر الاستثمار الأولي في الصكوك غير مضمون، حيث إنه توجد دائماً احتمالية لعدم تمكن حامل الصك من استعادة القيمة الاسمية، وذلك لأنه على عكس حاملي السندات التقليدية يتقاسم حاملو الصكوك مخاطر الأصول محل العقد، بمعنى أنه إذا لم تمض الأمور بشكل جيد بالنسبة للمشروع أو النشاط التجاري الذي أصدرت على أساسه الصكوك، يجب أن يتحمل حاملوها جزءاً من الخسارة. وفي الحقيقة، توجد هناك محاولات لتجنب هذا النوع من المخاطرة، حيث يتم إصدار بعض الصكوك بضمان إعادة الشراء (مثل السندات التقليدية)، وعلى الرغم من وجود جدال فقهي حول موافقة هذا المنتج

للمشريعة الإسلامية، إلا أنه ينتشر بشكل كبير في الممارسة العملية في الأسواق.

2-1 مشكلة الدراسة

إن عملية النمو والتنمية في أي دولة يتطلب توفير رؤوس أموال كافية لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وعلى الرغم من وجود أدوات تمويلية تقليدية مثل السندات والأسهم إلا أنها غير كافية لتمويل الاستثمارات الطويلة والمتوسطة الأجل ومشاريع البنية التحتية، فكان من الضروري البحث عن أدوات تمويلية أخرى تساعد في التمويل، فكانت الصكوك الإسلامية من أفضل الوسائل التمويلية والتي لاقت انتشاراً في كثير من دول العالم وعلى الرغم من أن سوق الأوراق المالية السعودية شهدت تطوراً كبيراً منذ تأسيسه في عام 2004، إلا أن إصدار الصكوك من قبل الشركات المساهمة السعودية شهد نمواً متواضعاً وغير مستقر لغايات تمويل المشاريع مما يستدعي الوقوف عند العوامل التي تحد من نمو هذا النوع من الأوراق المالية وتسليط الضوء عليها. وتتمثل مشكلة الدراسة في التساؤل التالي: ما هي العوامل المحددة لإصدار الصكوك وما هي سبل تطوير سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية؟

وانبثق منه عدة تساؤلات فرعية سعت الدراسة للإجابة عليها:

- ماهية الصكوك (تعريفها - وأنواعها - ونشأتها)؟
- ما الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأدوات التمويلية الأخرى (الأسهم والسندات)؟
- ما هي الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية على مستوى الاقتصاد الكلي؟

▪ إلى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في دفع عجلة النمو الاقتصادي؟

▪ ما هي العوامل المحددة لإصدار الصكوك وما هي سبل تطوير سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية؟

3-1 أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى توضيح الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية ودورها في رفع معدلات النمو الاقتصادي، والتعرف على خصائص سوق الصكوك السعودية والوقوف على العوامل المحددة لاستخدام الشركات المساهمة السعودية للصكوك كأداة للتمويل المتوسط والطويل الأجل.

4-1 أهمية الدراسة

تأتى أهمية الدراسة من الانتشار العالمي للصكوك وتزايد أهميتها الاقتصادية في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ودفع عجلة النمو الاقتصادي، كما لجأت كثير من دول العالم إلى الصكوك كأداة للتمويل بجانب السندات والأسهم والكشف عن محددات سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية.

5-1 فرضيات الدراسة

انطلاقاً من مشكلة وأهداف الدراسة، تستند الدراسة على عدة فرضيات حيث أن الصكوك الإسلامية ذات أثر إيجابي على مستوى الاقتصاد الكلي ولها دور في دفع عجلة النمو الاقتصادي وترتبط ارتباطاً طردياً بالنتائج الوطني الإجمالي.

1- الفرضية العدمية الأولى (H0 1) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى توفر متعهدي تغطية إصدار الصكوك على حجم إصدار الصكوك من قبل الشركات السعودية.

- 2- الفرضية العدمية الثانية (2 H0): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتصنيف الائتماني للصكوك على حجم إصدار الصكوك من قبل الشركات السعودية.
- 3- الفرضية العدمية الثالثة ((3 H0 لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة إصدار الصكوك على حجم الصكوك المصدرة من الشركات السعودية.
- 4- الفرضية العدمية الرابعة (4 H0): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة تداول الصكوك على حجم إصدار الصكوك من قبل الشركات السعودية.
- 5- الفرضية العدمية الخامسة (5 H0): لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى التزام الشركة المساهمة بالأحكام الشرعية على حجم إصدار الصكوك من قبل الشركات السعودية.
- 6- الفرضية العدمية السادسة ((6 H0 لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى توفر السيولة في السوق المالي على حجم إصدار الصكوك من قبل الشركات السعودية.
- 7- الفرضية العدمية السابعة (7 H0) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى منافسة السندات والقروض المصرفية للصكوك كمصادر بديلة للتمويل على حجم إصدار الصكوك من قبل الشركات السعودية.
- 8- الفرضية العدمية الثامنة ((8 H0 لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة المصدرة للصكوك على حجم الصكوك التي تصدرها.
- 9- الفرضية العدمية التاسعة (9 H0) لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين إجابات مدراء الشركات المصدرة للصكوك والأكاديميين في الجامعات حول العوامل المحددة لإصدار الصكوك وسبل تطوير سوق الصكوك المالية في المملكة العربية السعودية.

6-1 نموذج الدراسة⁽¹⁾

$$Y=B_0+B_1X_1+B_2X_2+B_3X_3+B_4 X_4+B_5X_5+B_6X_6+B_7X_7+B_8X_8+e$$

المتغير التابع:

ويمثله حجم الصكوك المصدرة	حيث: Y = حجم الصكوك المصدرة
---------------------------	-------------------------------

المتغيرات المستقلة:

مدى توفر متعهدي التغطية	X_1 = متعهدي تغطية الصكوك
درجة التصنيف الائتماني	X_2 = درجة التصنيف الائتماني للصكوك
تكلفة إصدار الصكوك	X_3 = تكلفة إصدار الصكوك
نسبة تداول الصكوك	X_4 = نسبة تداول الصكوك
مدى التزام الشركة بالأحكام الشرعية	X_5 = مدى الالتزام بالأحكام الشرعية
مدى توافر السيولة في السوق المالي	X_6 = السيولة في السوق المالي
مدى منافسة السندات والقروض المصرفية	X_7 = منافسة القروض المصرفية والسندات
حجم الشركة المصدرة للصكوك	X_8 = حجم الشركة المصدرة للصكوك

7-1 منهجية الدراسة

تقوم الدراسة على إتباع كل من المنهج الاستقرائي والاستنباطي، حيث تم الاعتماد على الأسلوب التحليلي والوصفي وذلك من خلال تعريف الصكوك ونشأتها وأنواعها والاختلاف بينها وبين السندات والأسهم وتحليل أهميتها الاقتصادية، كما اعتمدت الدراسة على الأسلوب الوصفي في عرض وتحليل تجارب ثلاث دول وهما الإمارات وبريطانيا وماليزيا وذلك من أجل إيضاح مدى تأثير الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي في هذه الدول نظرا لأن معظم بيانات الدراسة من النوع الوصفي المرتبط بقياس الاتجاهات المعتمدة

(1) المصدر من تصميم الباحث استنادا لأدبيات الدراسة.

على المقاييس الاسمية (Nominal) والترتيبية (Ordinal Scale)، اعتمد الباحث المنهج الوصفي التحليلي في جمع وتبويب وتحليل البيانات الأولية باستخدام مقياس ليكرت الخماسي. يبلغ عدد الشركات السعودية المصدرة للصكوك في حدود 40 شركة وهي تشكل نسبة تقارب 28% من عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودية البالغ (196) ونظر لعدم توفر إطار محدد لمجتمع الدراسة من الشركات المصدرة أو المتوقع إصدارها للصكوك ومن الأكاديميين في تخصصات العلوم المالية والمصرفية، تم اختيار عينة قصدية غير احتمالية حجمها 150 فرد منهم 60 من مدراء الشركات و90 من أعضاء هيئة التدريس في الجامعات السعودية للتعرف على آرائهم حول محددات وسبل تطوير الصكوك. ولجمع البيانات الأولية، قام الباحث بتصميم استبانته الدراسة المكون من ثلاثة أجزاء لقياس تأثير العوامل المحددة لإصدار الصكوك من قبل الشركات المساهمة السعودية. الجزء الأول سيخصص لجمع البيانات عن خصائص عينة الدراسة، والجزء الثاني لجمع بيانات عن محددات إصدار الصكوك من قبل الشركات المساهمة في السوق المالي السعودي، والجزء الثالث مخصص لسبل تطوير سوق الصكوك السعودية. قام الباحث بعرض الاستبانته على لجنة تحكيم مؤلفة من عدد من الأكاديميين والمتخصصين في الأسواق المالية من أجل فحص مصداقية الاستبانته وإمكانية الاعتماد عليها لقياس فرضيات الدراسة، وتم إجراء التعديلات في ضوء آراء محكمي الأستبانته. كما تم اختبار ثبات الأستبانته باستخدام معامل كرونباخ ألفا حيث بلغ (0.80) وهي نسبة مناسبة لهذا النوع من الدراسات. قام الباحث بتوزيع إستبانته الدراسة على أفراد العينة القصدية ليتم الإجابة عليها من المدراء في الشركات المساهمة العامة والأكاديميين في

الجامعات السعودية في مدن الطائف وجدة ومكة والرياض والمدينة المنورة بالتساوي. وقد استرد الباحث 110 استبانة مستكملة بنسبة استرجاع 74% منها 38 تخص المديرين و72 تخص الأكاديميين، كما قام الباحث بجمع البيانات الثانوية للدراسة من النشرات الدورية والتقارير الرسمية المتعلقة بأحجام إصدارات الصكوك للشركات في السوق المالي السعودي عن الفترة (2008-2018) وهي التي تم فيها إصدار الصكوك بالإضافة إلى الدوريات العالمية حول حركة الصكوك في الأسواق المالية الدولية.

اعتمد الباحث على مقاييس النزعة المركزية المتمثلة في المتوسط الحسابي بالإضافة إلى التكرارات والنسب المئوية والجداول والرسوم البيانية أما مقياس التشتت فيتمثل في الانحراف المعياري كما تم استخدام اختبار الانحدار اللوجستي المتعدد (Multinomial Logistic Regression) لمعرفة آثار العوامل المحددة لإصدار الصكوك كمتغيرات مستقلة على حجم الصكوك المصدرة كمتغير تابع واستخدم اختبار Mann-Whitney لتحليل الفروق بين إجابات مدراء الشركات والأكاديميين.

8-1 حدود البحث

اقتصرت الدراسة على بحث محددات إصدار صكوك الشركات المساهمة السعودية وهي لا تغطي العوامل المحددة لطلب المستثمرين على صكوك الشركات كما لا تغطي العوامل المحددة لإصدار الصكوك السيادية التي تصدرها المؤسسات الحكومية. ولم يتمكن الباحث من اختيار عينة عشوائية كبيرة بسبب عدم توفر إطار محدد لمجتمع الدراسة ولقلة عدد الشركات المصدرة للصكوك.

9-1 خطة للدراسة

تشمل الدراسة على خمسة أجزاء كالتالي: 1- "المقدمة"، 2- "الإطار النظري لإصدار الصكوك كأداة تمويل للشركات والدراسات السابقة"، 3- "خصائص وهيكل وتشريعات سوق الصكوك السعودية"، 4- "عرض وتحليل ومناقشة نتائج الدراسة الميدانية" وأخيرا "الخاتمة والتوصيات" ثم المراجع..

2- الإطار النظري لإصدار الصكوك كأداة تمويل للشركات والدراسات السابقة

1-2 مفهوم وتطور الصكوك

الصكوك هي أداة مالية يتم بموجبها تنفيذ عملية اقتراض ما بين مقترض يحصل على الأموال ومقرض يحصل على الصكوك التي تتضمن وعداً من مصدر الصكوك بسداد قيمتها بتاريخ معين إضافة إلى العوائد التي تدفع على مدار مدة الصك. والصك أو السند الإسلامية هو عقد شرعي ليس له فائدة ولكن له ربح متوقع وهو أداة مالية تصدر مقابل أصول حقيقية أو مالية وذات عائد مستمد من عائد الأصول التي تمثلها. عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمصرفية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري ويقوم مصدر الصكوك بتحصيل قيمتها المكتتب بها واستخدامها فيما أصدرت من أجلها. والصكوك 14 نوع أهمها صكوك الإجارة (الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل: 2009).

التصكيك أو التوريق الإسلامي هو إصدار وثائق متساوية القيمة تمثل حصص شائعة في ملكية موجودات أو أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من المنافع والنقود وفق عقد شرعي وهو مختلف عن التوريق التقليدي للسندات (Securitization) الذي يقوم على تحويل الديون إلى أوراق مالية متساوية القيمة قابلة للتداول وهي تمثل ديناً لحاملها في ذمة مصدرها وتسعيها وعائدها مبني على معدل الفائدة في السوق ولا يجوز إصدار هذه السندات

شرعا ولا تداولها بينما التصكيك أو التوريق الإسلامي فهو يمثل حق ملكية ولا تمثل ديناً بفائدة في ذمة مصدرها وعائدها مبني على مبدأ المشاركة في الربح أو الخسارة في النشاط الذي يتم تمويله بالصكوك ولكن هناك تشابه بين التوريق الإسلامي التقليدي في الإجراءات التالية (البركة للاقتصاد الإسلامي: 2011):

- 1- تعيين بنك مرخص كوكيل للدفع يشرف على الاكتتاب.
 - 2- وجود الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) لتتوب عن حملة الصكوك لبيع أصول الصكوك وانتقال ملكيتها إليها بصفقتها وكيلاً عنهم. في صكوك المضاربة والمشاركة والوكالة تمثل الصكوك حقوق ملكية لحاملها بعد تحويل رأس المال إلى خليط من الأعيان والنقود والديون.
 - 3- وجود نشرة للإصدار تشمل خصائص الصكوك من حيث مصدرها (Issuer) ونوع الصك وفترة الاستحقاق (Maturity) وتاريخ الإصدار والقيمة الاسمية للصك (Face Value) والعائد على الصك وإمكانية إدراج الصك وتداوله في السوق المالي.
- 2-2 الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي:
- تعد الصكوك الإسلامية من أهم البدائل للاقتصاد الربوي حيث يمكنها المساهمة في تحقيق تنمية اقتصادية وذلك عن طريق الاستثمار الذي ينتج عنه زيادة الطاقة الإنتاجية الفعلية للبلد وذلك لقدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات الاستثمارية الكبرى، كما أن الصكوك الإسلامية تكون قادرة على تحقيق التوزيع العادل للثروة فهي وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر.

وللصكوك دور كبير في معالجة العجز في الموازنة العامة وحل مشكلة المديونية وذلك لأنها تعطي الفرصة لكل أفراد المجتمع لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة فيمكن للدولة أن تصدر صكوك بأنواعها لاستثمار حصيلتها في المشاريع المدرة للدخل والربح وبالتالي تخفف الحمل على ميزانيتها.

تساهم أيضا الصكوك في القضاء على البطالة والأموال المعطلة حيث تعمل على زيادة مستوى تشغيل الأموال العاطلة بما يحقق رغبات المستثمرين والمدخرين.

ويمكننا حصر أهمية الصكوك على الاقتصاد في النقاط التالية:

- (1) المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية⁽¹⁾: فتستطيع الصكوك الإسلامية أن تحقق تنمية اقتصادية حيث أنها تتميز بالخصائص التي تجعلها معدة لدور الوساطة بين المدخرين والمستثمرين، كما أنه ينشأ عنها استثمار حقيقي من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات البنية التحتية كالنفط والغاز والطرق والموانئ وغيرها، كذلك لتمويل لتوسعات الرأسمالية للشركات.
- (2) تحقيق التوزيع العادل للثروة: حيث أن الاستثمار الإسلامي يعتمد على مبدأ الربح والخسارة وهو أساس العدل في العمل الاقتصادي، كما أن الصكوك قائمة على المشاركة وبالتالي تتضمن عدالة توزيع الأرباح، ومن

(1) عبدالكريم قندوز، مدانى أحمد، "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية ص251-258.

ناحية أخرى تتحقق العدالة في توزيع الثروة من خلال الزكاة التي تقوم بهذه العملية بشكل يتناسب مع حجم الثروات والموارد المتاحة⁽¹⁾.

(3) حل مشكلة المديونية ومعالجة الموازنة العامة⁽²⁾: تتيح الصكوك الإسلامية الفرصة أمام أفراد المجتمع للمشاركة لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، حيث أنها تحتاج إلى تمويل ضخم لتنفيذ برامجها الاقتصادية وسد العجز في موازنتها. لذلك فيمكن للدولة أن تصدر الصكوك بأنواعها مع ما يتلائم مع تحقيق هدفها وذلك لتمويل مشاريعها التي تحتاج إلى أموال ضخمة لتنشئ مشاريع مدرة للربح كي تساعد في علاج موازنتها. أما بالنسبة لدور الصكوك في حل مشكلة المديونية سواء كانت ديوناً خارجية أو ديوناً داخلية في شكل قروض ربوية، فإنه بإمكان الدولة تحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة تقدمها الدولة مثل خدمات التعليم أو الصحة أو النقل أو عن طريق صكوك استصناع سلع تنتجها الدولة بحيث يحصل حاملها علي سلع بقيمة ما قدمه من قروض سابقاً⁽³⁾.

-
- (1) محمد تقى العثمانى، "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، بحث مقدم للندوة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص6.
- (2) زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازن العامة من منظور تمويل إسلامي"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي للصيرفة والمالية الإسلامية، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 يوليو 2010، ص1.
- (3) زاهر على محمد بنى عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، دار عماد الدين، عمان، ط1 2009، ص197:200.

4) القضاء على مشكلة البطالة والأموال المعطلة⁽¹⁾: حيث تساهم الصكوك الإسلامية في القضاء على مشكلة البطالة وتعمل على زيادة مستوى التشغيل وتشغيل الأموال المعطلة، حيث تعمل الصكوك على تحقيق رغبات كل من المستثمرين والمدخرين. فمثلاً أسلوب المضاربة يحفز العاطل (الذي ليس لديه رأس مال) على العمل الجاد في الاستثمار وبالتالي سوف يساهم في تمويل التنمية الاقتصادية وإنجاحها، كما يمثل أسلوب المشاركة تشجيع أصحاب رأس المال على المشاركة في العمل الاستثماري وهكذا في باقي أنواع الصكوك. وتكون نتيجة ذلك القضاء على أغلب معوقات العمل والمساهمة الفعلية في تشغيل الأموال المعطلة في الاستثمارات المتاحة.

5) تدعيم وتطوير سوق الأوراق المالية: للصكوك الإسلامية دور كبير في تدعيم وتطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية بشكل عام وسوق الأوراق الإسلامية بشكل خاص وذلك من خلال دورها في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات الإسلامية من ناحية واجتذاب مثير من المتعاملين ورعوس الأموال إلى تلك السوق من ناحية أخرى. كما أن الصكوك ساهمت في حل بعض المشكلات التي تواجه نمو وتطور أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية الإسلامية منها مشكلة وجود الفرص الاستثمارية الجاهزة، عدم فاعلية الأدوات المالية التقليدية لتعبئة المدخرات وتمويل التنمية الاقتصادية، والاعتماد على المؤسسات الدولية للحصول على التمويل اللازم وعلى حركة رعوس الأموال الخارجية والتخوف من الانفتاح على الأسواق الخارجية.

3-2 مزايا الصكوك

(1) عبدالكريم قندوز، مرجع سابق، ص 274 – 276.

تتمتع الصكوك بمزايا لكل من الشركات المصدرة وحملة الصكوك كما يلي:

أ- مزايا الصكوك للمؤسسات التي ترغب في تصكيك أصولها: توفير السيولة للمؤسسات، دعم كفاية رأس المال للمؤسسة، تحقيق ربحية من استثمار أموال الصكوك المكتتب بها أعلى من الأنشطة العادية، توفر الصكوك سبل تمويل منخفضة التكاليف مقارنة مع بقية سبل التمويل، والصكوك منخفضة المخاطر مقارنة مع الأسهم والسندات.

ب- مزايا الصكوك بالنسبة للمستثمرين حملة الصكوك: الحصول على عائد تدريجي أعلى من توظيف الأموال في البنوك ويتراوح العائد بين 6% و7% وهي أعلى من عائد السندات، توفر صيغة شرعية للاستثمار الحلال، أعطاء الفرصة للمستثمرين لتنويع استثماراتهم، تعميم ثقافة لا غنم بدون غرم (تحمل الخسارة مقابل الربح)، حق حامل الصك في استحقاق ثابت في أصول الشركة المصدرة، علاقة حامل الصك بمصدر الصكوك ليست علاقة مديونية بل علاقة مستثمر في أصول الشركة وبالتالي لا يمكن لحملة الصكوك الرجوع على مصدر الصكوك إذا انخفضت قيمتها.

2-4 أنواع الصكوك

الصكوك يمكن تصنيفها إلى أربعة عشر نوعا كما يلي (الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل: 2009):

- 1) **صكوك المرابحة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحامل الصكوك.
- 2) **صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في تمويل إنشاء مشروع على أساس المشاركة ويصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك والشركة المصدرة.

- (3) **صكوك المضاربة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار ويعين وكيل من حملة الصكوك لأدارتها.
- (4) **صكوك الإجارة:** أهم أنواع الصكوك وأكثرها شيوعا هي صكوك الإجارة والتي تسمح بالمشاركة في الحصول على عائد من الإيجار للأصول المؤجرة وتقوم فكرة صكوك الإجارة الإسلامية على مبدأ التصكيك من خلال إصدار أوراق مالية قابلة للتداول مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا حيث يكون الغرض منها تحويل الأصول والمنافع التي يتعلق فيها عقد الإجارة إلى أوراق مالية.
- (5) **صكوك السلم:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأس مال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.
- (6) **صكوك الأستناع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع ملكا لحملة الصكوك.
- (7) **صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع المزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.
- (8) **صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس أشجار على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغراس.
- (9) **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي الأشجار المثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة ويصبح لحملة الصكوك حق في الثمار.
- (10) **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تقديم خدمة معينة واستيفاء

الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

11) **صكوك ملكية المنافع:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها بغرض إجارة منافعها وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

12) **صكوك منفعة الأعيان الموصوفة والموجودة بالذمة:** هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم خدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

13) **صكوك مالك موعود باستئجارها** بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح مملوكة لحملة الصكوك.

14) **صكوك الوكالة بالاستثمار:** وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة بالاستثمار ويعين وكيل من حملة الصكوك لأدارتها.

15) **الصكوك الأكثر شيوعا** في الإصدارات السعودية هي صكوك المرابحة والمشاركة والمضاربة والإجارة والسلم والأستصناع.
2-5 خصائص الصكوك:

الصكوك وثائق تمثل حصة مشاعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات، يتم تداولها في السوق الثانوية، تخدم أغراض السيولة للمؤسسات والتنويع للمحافظ الاستثمارية، ذات مستوى مخاطر منخفضة مقارنة مع بقية أدوات التمويل، تستهدف تمويل المشاريع دون اللجوء للاقتراض، يحكم إصدارها ضوابط شرعية، تكون مصنفة أو غير مصنفة ائتمانيا، تشارك في الأرباح والخسائر الناجمة عن استغلال أصول المشروع الذي تموله (الجبير: 2009)

6-2 أهمية الصكوك

تتبع أهمية الصكوك من تزويدها الشركة المصدرة بسيولة نقدية لتمويل نشاطاتها وعلى المستوى القومي تهدف الصكوك إلى تعبئة المدخرات المحلية وتجميع الأموال لتمويل المشروعات التنموية كما تزود الصكوك المستثمر الفرد أو المؤسسة بعائد متحقق من توظيف الأصول، يمكن تحويل الأصول الملموسة للحكومات والمؤسسات إلى صكوك من خلال التوريق. نوه محافظ مؤسسة النقد العربي السعودي بإصدار الصكوك لتمويل الشركات وتداول الصكوك في السوق المالي لتحقيق السيولة لحامل الصك عند الحاجة عن طريق بيعها في السوق الثانوي وللصكوك ميزة تخفيض تكلفة التمويل وانخفاض المخاطرة مقارنة مع الأسهم (الجاسر: 2009).

7-2 الأحكام والرقابة الشرعية على الصكوك

تتمثل أحكام الرقابة الشرعية على الصكوك بما يلي (الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل: 2009) <http://www.iifef.com/node/898>:

- 1) الصكوك هي إحدى أدوات الاقتراض الشرعي وتصدر مقابل أصول حقيقية أو مالية.
- 2) الصكوك تمثل نسبة غير مقسمة من ملكية الأصل وما يرتبط بها من حق الدخل المنتظم.
- 3) الصكوك هي أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال.
- 4) الصكوك لا تمثل ديناً يستحق لحاملها في ذمة الشركة بل تمثل حق مشاع في ملكية أصول حقيقية أم مالية أم منافع أو خدمات أم مزيج منها جميعاً.
- 5) يشارك الصك في العائد والخسارة حسب نسبة الصكوك التي يمتلكها المستثمر في الأصل.

6) لا يسمح للجهة المصدرة للسك أن تشتري شهادات السكوك بقيمتها الاسمية بل بقيمتها السوقية.

وقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي القرار رقم 19\4\178 المتضمن ما يلي (مجمع الفقه الإسلامي الدولي: 2009):

1) لا يجوز إصدار التوريق التقليدي أي تحويل الديون إلى أوراق مالية (Securitization).

2) يجوز شرعا التوريق الإسلامي للسكوك لأنها شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا.

3) مشاعة في ملكية موجودات قائمة فعلا أو سيتم إنشائها من حصيلة الاكتتاب.

4) لا يجوز أن يتعهد مدير السكوك مقدما بإقراض حملة السكوك أو بالتبرع عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع وله بعد ظهور نتيجة الاستثمار أن يتبرع بالفرق أو يقرضه.

5) مدير السكوك لا يضمن قيمة السك عند حصول تقصير أو مخالفة لشروط الإصدار.

6) لا يجوز إطفاء السكوك بقيمتها الاسمية بل بقيمتها السوقية أو التي يتفق عليها عند الإطفاء.

يراعى عند تداول السكوك الالتزام بالضوابط التالية لمجلس الفقه الإسلامي الدولي طبقا للقرار 4\3\30 لعام 2009 (مجمع الفقه الإسلامي الدولي: 2009):

1) تطبق أحكام الصرف المالي إذا كانت مكونات السكوك لا تزال نقودا.

2) لا يجوز أن يتخذ القول بجواز الإصدار ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها.

3) طبقاً لقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 60\111\6" الصك شهادة يلتزم مصدرها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق والفائدة محرمة شرعا عند الإصدار والشراء أو التداول سواء صدرت من الدولة أو غيرها ومهما كانت تسمية الفائدة ربحاً أو عمولة أو عائداً.

4) الصكوك ذات الكوبون الصفري تعتبر قرضاً محرم عند بيعها بأقل من قيمتها الاسمية.

5) تحرم الصكوك ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفعاً أو زيادة بالنسبة لمجموعة المقرضين أو لبعضهم فضلاً عن شبهة القمار.

ويرى الشيخ عبدالله بن محمد المطلق عضو هيئة كبار العلماء في السعودية أن الضوابط الشرعية للصكوك التي وضعتها هيئة المراجعة الإسلامية تشمل المشاركة في الربح والخسارة تطبيقاً للقاعدة "مبدأ الغنم بالغرم" وأن يتولى الصكوك شركة مصدرة مقابل نسبة شائعة من العائد وفقاً لفقه المضاربة ولا تثبت ملكية الأرباح الموزعة إلا بعد سلامة رأس المال (المطلق: 2012م).

وذكر فقهاء لدى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أن نحو 85% من السندات الإسلامية في الخليج لا تتفق حقيقة مع الشريعة الإسلامية، حيث تباع معظم الصكوك الإسلامية مصحوبة بالتزام إعادة شراء وهو تعهد من المقترض برد القيمة الاسمية عند الاستحقاق أو في حالة التقصير عن السداد، الأمر الذي يعكس هيكل سند تقليدي. أفتى الشيخ محمد تقي عثمانى، رئيس المجلس الشرعي في الهيئة، أن التعهد برد رأس المال

يخالف مبدأ تقاسم المخاطرة والربح الذي يجب أن تقوم عليه هذه السندات حيث يحصل حائزو السندات الإسلامية على عائدات تدرها الأصول الملموسة محل العقد (عثماني: 2007).

وفيما يلي توصيات مجمع الفقه الإسلامي (2009) حول أحكام الصكوك (Shari'a): [http://www. ishtirak.org](http://www.ishtirak.org): A moody Sukuk and Primier".

- 1) ضرورة التزام الشركة المصدرة والمستثمر في الصكوك بالأحكام الشرعية.
- 2) إيجاد إطار قانوني وإصدار تشريعات قانونية ترعى عمليات التصكيك.
- 3) عدم جواز أن يتعهد المضارب أو الشريك أو وكيل الاستثمار بشراء الأصول من حملة الصكوك بقيمتها الاسمية وضمن مدير الصكوك لرأس المال بالقيمة الاسمية في حال التعدي والتقصير.
- 4) الرقابة الشرعية السابقة تركز على المضمون عند الاكتتاب والتداول أما الرقابة اللاحقة فتكون من خلال تقويم الناحية الشرعية للصكوك بصفة دورية للكشف عن الخلل الشرعي ومعالجته.
- 5) إباحة إصدار وتداول صكوك المقارضة (المضاربة) وصكوك الإجارة طبقاً للقرار 4 3\15\137 والتوريق وتطبيقاته المعاصرة طبقاً للقرار 19\178.

2-8 الاختلاف بين الصكوك والسندات والأسهم

الصكوك تشبه الأسهم من حيث أن كليهما يمثل ملكية أصول مدرة للعوائد أو المشاركة في رأس مال مشروع مربح أما الاختلاف مع السندات فيتمثل في كون قيمة الصكوك الاسمية غير مضمونة على المصدر ومن ثم لا تكون ديناً في ذمة المصدر وما يدفع كعائد للصكوك ليس فائدة كما في السندات وإنما هو ربح مصدره النشاط الذي تستخدم فيه أموال الصكوك. الصكوك الإسلامية

مبنية على أساس تحويل الأصول إلى صكوك أي تقوم الصكوك على استثمارات حقيقية وواقعية وفعلية. الأساس في حامل الصكوك مشاركته في الربح والخسارة ولا يجوز تحديد عائد ثابت فالصك بفائدة محرم شرعا. لا يجوز ضمان رأس المال المستثمر في الصكوك عند انخفاض قيمة رأس المال ولا يجوز تداول الديون كما في السندات الربوية. الشبه بين الصك والسند أنهما أوراق مالية تصدر بالقيمة الاسمية. ومن أجل فهم أفضل للصك والفارق بينها وبين السندات التقليدية، سيتم وضعهما إلى جانب بعضهما البعض في الجدول رقم (1) لتوضيح على أهم نقاط الاختلاف بينهما.

جدول رقم (1) مقارنة بين الصكوك والسندات التقليدية

وجه المقارنة	السندات التقليدية	الصكوك
ملكية الأصل	- لا تعطي السندات لحاملها حصة في ملكية الأصل أو المشروع أو النشاط التجاري الذي أصدرت لتموله. - السندات هي مجرد دين مستحق لحامل السند على مصدره.	- تعطي الصكوك للمستثمر ملكية جزئية في الأصل محل العقد، وذلك بعد تحصيل قيمتها وإغلاق باب الاكتتاب وبدء استخدامها في المشروع أو النشاط الاستثماري أصدرت من أجله.
المعايير الاستثمارية	- بشكل عام، يمكن استخدام السندات لتمويل أي أصل أو مشروع يتوافق مع القوانين المحلية في أي مكان بالعالم.	- يجب أن يكون الأصل أو المشروع الذي تستند إليه قيمة الصكوك موافقاً للشريعة الإسلامية.
ما تمثله كل أداة	- يمثل كل سند حصة من الدين	- يمثل كل صك حصة من الأصل محل العقد، بمعنى أنه يثبت لحامله حق ملكية شائعة في موجودات أو أصول لها عائد.
سعر الإصدار	- يستند سعر السند بشكل أساسي على الجدارة الائتمانية للمصدر.	- تستند القيمة الاسمية للصك على القيمة السوقية للأصل محل العقد.
مكاسب ومخاطر الاستثمار	- يحصل حاملو السندات على مدفوعات منتظمة من الفائدة (وغالباً ما تكون ثابتة) على مدار عمر السند، فضلاً عن ضمانهم الحصول على القيمة الاسمية في موعد الاستحقاق.	- يحصل أصحاب الصكوك على حصة من الأرباح في الأصول أو الموجودات محل العقد، ويتحملون جزءاً من الخسائر في حال وقوعها.
آثار التكاليف	- لا يتأثر حاملو السندات	- يتأثر حاملو الصكوك بأداء

وجه المقارنة	السندات التقليدية	الصكوك
	بتكاليف أو أداء المشاريع أو الأعمال التجارية التي أصدرت تلك الأوراق لتمويلها.	الأصل محل العقد، حيث قد تتم ترجمة ارتفاع تكاليف المشروع أو الأصل إلى انخفاض في أرباح المستثمرين والعكس صحيح.
ضمان رأس المال	- في السندات يوفر المصدر ضماناً كاملاً لرأس المال والأرباح التي سيتم اكتسابها.	- لا يوجد لحاملي الصكوك ضمان رأسمالي، ولكن قد يكون هناك طرف ثالث على استعداد لأن يكون الضامن بشكل طوعي، شريطة أن يكون عقد الضمان منفصلاً عن العقد بين طرفي الصك

المصدر: عبدالكريم قندوز، مرجع سابق، ص 290.

9-2 ضمانات الصكوك وعائد الصكوك

لا يقدم مصدر الصكوك ضمانات لرأس المال المستثمر والعوائد والضمان الحقيقي هو ملكية حملة الصكوك لموجودات الشركة التي أصدرت الصكوك بموجبها وتباع الصكوك بسعر القيمة السوقية التي تكون أعلى أو أقل من القيمة الاسمية ولا يجوز شرائها بالقيمة الاسمية بل بالقيمة السوقية.

وفي الأساس في حامل الصكوك المشاركة في الربح والخسارة ولا يجوز تحديد عائد ثابت محدد فالصك بفائدة محرم شرعاً. وما يدفع كعائد للصكوك ربح مصدره النشاط الذي تستخدم فيه أموال الصكوك. تشارك الصكوك في العائد المستمد من عائد الأصول التي تمثلها وعائدها أكثر أماناً من عائد السندات التقليدية. عائد الصكوك يتأني حسب نوع الصك فيشارك الصك في الأرباح في حالة صكوك المشاركة كما يحقق الصك ارتفاع في قيمته وقد فاقت عوائد الصكوك عائد سندات الخزينة الأمريكية.

10-2 التصنيف الائتماني للصكوك

التصنيف الائتماني للصكوك من قبل وكالات التصنيف الائتماني وأشهرها ستاندرد أند بورز، ومودي، وفتش الأمريكية ويعتبر التصنيف الائتماني من العوامل المحددة لقدرة الشركة على إصدار الصكوك وأعلى تصنيف ائتماني تعطيه مؤسسة التصنيف الائتماني هو AAA وأقل تصنيف ائتماني مقبول BB وكلما حصلت الشركة على تصنيف أعلى كلما تمكنت من إصدار عدد أكبر من الصكوك لأنه يعطي ثقة للمستثمرين للإقبال على صكوك الشركة. تتزايد حالات عدم الوفاء كلما انخفض التصنيف الائتماني للصك فالشركات ذات التصنيف Baa حالات عدم السداد فيها 10% و Ba عدم الوفاء نسبته 40% وتزيد النسبة إلى 80% في حالة التصنيف C، والتصنيف Baa هو الحد الفاصل بين الصكوك ذات التصنيف الاستثماري والصكوك الخاضعة للمضاربة كما يوضح ذلك في الجدول رقم (2):

جدول (2) المؤشرات الإحصائية لحالات عدم الوفاء حسب التصنيف

الائتماني للسندات والصكوك

القيمة القصوى	القيمة الدنيا	الانحراف المعياري	الوسط الحساب	رمز التصنيف
نسبة عدم السداد	نسبة عدم السداد		نسبة عدم السداد	الائتماني
2.5%	0.0%	0.6%	0.1%	Aaa
1.9%	0.0%	0.5%	0.3%	AA
2.6%	0.0%	0.7%	0.5%	A
5.4%	0.0%	1.4%	1.9%	Baa
24.0%	2.5%	7.4%	11.5%	Ba
44.6%	3.6%	12.2%	30.8%	B
100.0%	0.0%	25.1%	56	Caa-C

المصدر: أحمد طلفاح (2005) محددات وأثار طرق تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية،

المعهد العربي للتخطيط. شهر ابريل. الكويت

11-2 مخاطر الصكوك وطرق التحوط منها

تتعرض الصكوك للخسارة بالتناسب مع الشهادات التي يملكها حاملها والمخاطر قد تكون ناجمة عن إصدارها بمخالفة الأحكام الشرعية فيقود لبطلانها أو مخاطر التشغيل بفقدان عائدها ومخاطر قانونية إذا ما حصل خلاف بين القوانين الوضعية والأحكام الشرعية حول عملياتها ويمكن أن تحمل الصكوك مخاطر عدم السداد من قبل الشركات التي تصدرها كما حصل مع عدد من الشركات المصدرة للصكوك في ماليزيا وفي شركة النخيل بدبي (الناصر: 2009) وتتباين مخاطر الصكوك وفقا لهيكل الصك فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن مخاطر صكوك المشاركة وصكوك الأستصناع وصكوك الإجارة كما هو مبين تاليا (البركة الاقتصادية الإسلامية: 2011):

(1) مخاطر مخالفة الصكوك المصدرة لأحكام الشريعة الإسلامية مما يعرضها للبطلان.

(2) مخاطر تشغيلية: العائد على الصك قد يتعطل نتيجة عن توقف المستأجر عن دفع الأجرة وعدم تمكن الشركة المصدرة بسداد قيمة الصكوك في تواريخ الاستحقاق.

(3) مخاطر قانونية ناتجة عن تعارض بين النظم والتشريعات الوضعية للدول وأحكام الشريعة الإسلامية مما يفقد الصكوك شرعيتها حيث ظهرت حالات إخفاق قانونية وفنية للصكوك في ماليزيا والكويت والولايات المتحدة وفي السعودية ظهرت حالات إخفاق في صكوك شركة سعد للتجارة والمقاولات والخدمات المالية بقيمة 650 مليون ريال والمستحقة عام 2012م وقد طلب حملة الصكوك تسهيل الأصول أو إلزام شركة سعد بإعادة شراء الصكوك أو بزيادة التغطية عبر بيع الأصول التي تركز

عليها هذه الصكوك أو بإضافة أصول جديدة من قبل الشركة المصدرة وهذا ما يعرف بآلية التخارج أو تسييل الأصول.
وطرق التحوط من مخاطر الصكوك مبينة كما يلي (البركة للاقتصاد الإسلامي 2011):

- 1) تقديم دراسة اقتصادية عن جدوى المشروع الذي تصدر الصكوك من أجل تمويله.
- 2) تعهد مدير الصكوك أو مصدرها بشراء موجودات الصكوك وفق القيمة السوقية للموجودات أو بسعر يتفق عليه أما التعهد بشراء الصكوك بالقيمة الاسمية فهو ضمان ممنوع لأن قيمة الأصول قد تكون أقل من القيمة الاسمية عند حصول هبوط للقيمة السوقية للموجودات وبالتالي لا يمكن أن يضمن مدير الصكوك رأس المال كاملاً (القيمة الاسمية للصكوك).
- 3) تعهد المستأجر في صكوك الإجارة بشراء الأصول عند الإطفاء بقيمتها الاسمية.
- 4) إقراض مدير الصكوك لحملتها عند نقصان الربح الفعلي عن المتوقع على أن يقتطع القرض من قيمة أصول الصكوك.
- 5) تشكيل احتياطي من عائد الصكوك لتغطية ما يطرأ من خسائر ووضعها في احتياطي.
- 6) ضمان الصكوك من قبل طرف ثالث منفصل عن طرفي العقد حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 30(4/3) الفقرة 9.

(7) التأمين على الصكوك تفعيلاً للفقرة 11/1/5 من المعيار الشرعي رقم 17 لصكوك الاستثمار ويتم دفع أقساط التأمين من أرباح حملة الصكوك وفق نظام التأمين التكافلي.

2-12 الدراسات السابقة

فيما يلي عدد من الدراسات ذات الصلة بموضوع الدراسة والتي يمكن تلخيصها كالتالي:

1- دراسة تركي بن عبدالعزيز الهويل (2009) حول صكوك المرابحة

وتوصلت الدراسة أن صك المرابحة عقد شرعي للأمر بالشراء لتمويل بيوع المرابحة لسلعة محددة ويمكن لأطراف العقد وضع شروط خاصة مقابل موافقة الطرف الآخر عليها ويمكن تداولها بالبيع والرهن والهبة ويتم تداولها بعد شراء سلعة المرابحة وقبل بيعها للمشتري ويمكن استرداد صكوك المرابحة بتاريخ استحقاقها بتحويلها لنقدية يتم تسلمها من قبل مالكيها أو عند تسليم سلعة المرابحة للمشتري وتنتهي بذلك صفتها الاستثمارية. أوصت الدراسة بالاهتمام بالرقابة الشرعية⁽¹⁾.

2- دراسة (Masood Aijazi 2007) حول إصدار صكوك الشركات

ودورها في سوق ما بين البنوك وهي ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر السوق المالية الإسلامية الدولية في الفترة 24-24 يناير في مدينة كراتشي برعاية البنك الأهلي، وقد تناول البحث مفهوم وأنواع الصكوك وتطورها عالمياً وأشارت الدراسة إلى أن الصكوك حصلت على تصنيف ائتماني من شركة S&P بالتقديرات التالية: (1% AA - 1% AA) (8% AAA)،

(1) البركة للاقتصاد الإسلامي، "بحوث الاقتصاد الإسلامي"، ندوة البركة رقم 32، جدة شهر يونيو 2011.

(1% +A، 4% A، 0% A-، 14% BBB-، 1.4% B+)، خلصت الدراسة أن العوامل الدافعة لنمو إصدار الصكوك تكمن في زيادة طلب المستثمرين على أدوات مالية طويلة ومتوسط الأجل متفقة مع الشريعة الإسلامية وقدرة الصكوك كأدوات لإدارة السيولة وقدرتها على تمويل مشاريع البنية التحتية بمبالغ كبيرة.

3- دراسة (2008) Mohammad Al-Amine حول ابتكارات وتحديات

سوق الصكوك. هدفت الدراسة بحث طرق تطوير الصكوك وتحدياتها وبيان أنواع الصكوك الأكثر شيوعاً كصكوك

الأيجارة والمشاركة والمضاربة وخلصت إلى أن التصنيف الائتماني يختلف عن تصنيف السندات حيث أن خصائص الصكوك مختلفة عن خصائص السندات ولا يجوز إتباع نفس معايير التصنيف الائتماني وهناك ضرورة إلى تناسق القواعد والأحكام الشرعية وعدم تضاربها والحاجة إلى تطوير تشريعات إصدار وتداول الصكوك. توقعت الدراسة ازدياد قيمة الصكوك المصدرة عالمياً من الشركات من 70 مليار دولار عام 2007 إلى 100 مليار دولار في 2010.

4- دراسة (2011) Andrea Wharton & Muhammad Shafique

بعنوان سوق الصكوك، هدفت الدراسة إلى بحث معوقات نمو الصكوك الإسلامية وخلصت للنتائج التالية: (1) نقص عمق سوق تداول الصكوك حيث بلغ حجم التبادل 21 مليون سعودي عام 2009م، (2) نقص السيولة بسبب الأزمة المالية العالمية حيث انخفضت الصكوك عالمياً في عام 2008 عن العام السابق من 54 مليار دولار إلى 21 دولار بنسبة تقارب 56%، (3) نقص الموارد البشرية المؤهلة في مجال سوق

الصكوك. (4) نقص المعرفة بخصائص الصكوك الإسلامية. (5) نقص المعايير والأحكام الشرعية المتفق عليها في مجال الصكوك الإسلامية. (6) -تطبيق الأساليب التقليدية المستخدمة في التصنيف الائتماني للسندات الربوية على الصكوك الإسلامية. (7) ضعف نوعية الأصل وكفاءة داءه والذي صدر الصك بموجبه يؤثر سلبا في قيمة الصك وتسعيه السوق. (8) تعرض مصدر الصكوك مثلها مثل السندات إلى العسر والتعثر المالي مما يزيد من المخاطر على حملة الصكوك.

5- دراسة خليل عليان (2012) بعنوان محددات استخدام الصكوك كأداة تمويلية من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالي السعودي في ظل الأزمة المالية العالمية: دراسة نوعية

تناولت الدراسة التعرف على محددات وسبل تطوير إصدار الصكوك كأداة تمويل للشركات السعودية. خلصت الدراسة إلى أن سوق الصكوك السعودية محدودة من حيث حجم وقيمة الإصدار والتداول وأن العوامل ذات الدلالة الإحصائية المؤثرة على حجم إصدار الصكوك هي تكلفة إصدار الصكوك ومدى منافسة السندات والقروض المصرفية وحجم الشركة المصدرة للصكوك وأوصت الدراسة بتحسين جودة الأصول وتقييم مخاطر الصكوك وإنشاء وكالات وطنية للتصنيف الائتماني للصكوك وتوحيد المعايير الشرعية وسن قانون حديث للصكوك وإنشاء صناديق استثمار للصكوك.

6- دراسة مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي (2009) حول الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها وقد تناولت الدراسة مفاهيم وخصائص وأحكام التصكيك أو التوريق وخلصت إلى أن التطبيقات المعاصرة للصكوك تشمل استخدامها كأداة فاعلة من

أدوات السياسة النقدية وفي تمويل الشركات وتحقيق السيولة وفي أعمار الممتلكات الوقفية وتمويل المشروعات الحكومية وأوصت الدراسة بضرورة التزام المصارف الإسلامية بالأحكام الشرعية عند إصدار الصكوك والاهتمام بالإطار والبيئة القانونية لعملية التصكيك باعتبارها أحد المقومات الأساسية في التصكيك من خلال إصدار التشريعات القانونية.

7-دراسة (SHUAA Capital (2007) حول تحليل سوق الصكوك في دبي.

تناولت الدراسة مفهوم وأنواع وهيكل الصكوك ونموها المتوقع والفرق بين الصكوك والسندات وأشارت الدراسة إلى أن أو لإصدار للصكوك في الخليج العربي كان في البحرين عام 2001م بقيمة 100 مليون دولار تبعتها ماليزيا عام 2002 بقيمة 600 مليون دولار. بينت الدراسة أن العائد على الصكوك يتمثل في العائد على الأصول وأن حامل الصكوك له نصيب من الأصول التي صدر بموجبها الصك وأهم أنواع الصكوك وأكثرها شيوعا هي صكوك الإجارة بقيمة 2.16 مليار دولار والأستصناع بقيمة 8.75 مليار دولار والمرابحة بقيمة 6.20 مليار دولار والمشاركة بقيمة 7.10 مليار دولار والمضاربة بقيمة 3،2 مليار دولار وأن تكلفة إصدار الصكوك أرخص من غيرها من الأوراق المالية أن هناك توجه عالمي لإصدار الصكوك السيادية من قبل قطر وباكستان وماليزيا واليابان والمملكة المتحدة.

8- دراسة عبدالستار أبو غدة(2010) حول المخاطر في الصكوك وموقف

الشريعة من ضمانها وهي ورقة بحثية قدمت في ندوة الصكوك في جامعة الملك عبدالعزيز بجدة في الفترة 24-25مايو وخلصت الدراسة إلى ضرورة قياس المخاطر لمعرفة درجتها ومقارنتها بالعائد المتوقع على

الصكوك ولا يجوز اشتراط تحملها من قبل مدير المخاطر ومخاطر الصكوك هي مخاطر ائتمانية ومخاطر انخفاض القيمة السوقية لأصول الصكوك ومخاطر انخفاض عوائد الصكوك ومخاطر التضخم والمخاطر التشغيلية والمخاطر من سوء الأمانة وقد اقترحت الدراسة وقاية أصول الصكوك من المخاطر من خلال ضمان طرف ثالث أو من قبل شركات التأمين التكافلي والتزام المستفيد من أصول الصكوك بشرائها بالقيمة الاسمية وتكوين احتياطي مخاطر الاستثمار والكفالة والرهن.

9-دراسة بدرونى هدى، رسالة دكتوراه، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية- دراسة تجارب دولية. وتهدف الدراسة إلى تحديد مختلف الآليات والأدوار التي يمكن للصكوك الإسلامية تقديمها في سبيل تنشيط الأسواق المالية وذلك من خلال الاستفادة من تجارب عدد من الدول العربية والإسلامية وحتى الغربية التي تبنت صناعة الصكوك الإسلامية واستخدمتها كألية أو سياسية لتنشيط أسواقها المالية وتطويرها. وتوصلت الدراسة إلى استطاعة الأسواق المالية رفع كفاءتها وتزيد معدلات رسملتها وتوسيع قاعدة المؤسسات المشتركة بها وذلك من خلال الصكوك، حيث ساهمت الصكوك في دعم نشاط الأسواق المالية بالإضافة إلى أدوار أخرى تعتمد عليها الصكوك الإسلامية المتعلقة عموماً بتوفير الشفافية ودعم بنية المعلومات في الأسواق المالية وكما تساهم الصكوك في تمويل التنمية الاقتصادية.

10-دراسة ابن عمر يوسف، تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية. تهدف الدراسة إلى: دراسة فاعلية الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية وتحديد مدى تأثير إصدارات الصكوك

المالية الإسلامية على المؤشر العام للأسواق محل الدراسة، ومدى تأثير هذه الصكوك بالأزمة المالية العالمية ومدى تعافيتها منها. وتوصلت الدراسة إلى زيادة الصكوك المالية الإسلامية إلى زيادة أداء السوق المالي التي تنتمي إليها، وأن هناك علاقة طردية بين زيادة إصدارات الصكوك وزيادة أداء المؤشر العام للسوق، كما توصلت إلى أن الصكوك المالية الإسلامية تحسن من اقتصاديات الدول التي تعتمد عليها في تمويلها لمشاريعها، أيضا توجد علاقة طردية بين إصدارات الصكوك الإسلامية ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية.

3- تحليل لسوق الصكوك دوليا ومحليا.

3-1 الصكوك (سندات الدين الإسلامية)

برزت الصكوك الإسلامية محليا وإقليميا ودوليا في الثمانينات من القرن الماضي وظهرت أهميتها في عام 2008م التي شهد بداية الأزمة المالية العالمية التي ترتب عليها انخفاض عمليات إقراض المصارف للمشاريع التنموية ومشاريع مؤسسات الأعمال نتيجة لما تعرضت له المؤسسات المالية من مخاطر عدم السداد وانهايار أسواق العقارات العالمية وإفلاس الكثير من الشركات، وبالتالي اتجهت الأنظار إلى الصكوك الإسلامية لسد الفجوة التمويلية في مجال الإقراض المتوسط والطويل الأجل لما تتمتع به من قلة المخاطر مقارنة مع بقية الأوراق المالية، وتغطيتها بأصول حقيقية ومالية للشركات المصدرة، وخضوعها لرقابة شرعية تبعتها عن المضاربات والمعاملات الربوية. في المقابل عوائد الصكوك قليلة مقارنة مع الأسهم وإصدار الصكوك يعتمد على درجة التصنيف الائتماني ومدى توفر السيولة لدى المستثمرين من مؤسسات وأفراد، ومدى تداول الصكوك في السوق المالي ومدى منافسة السندات والقروض المصرفية للصكوك. نظرا لازدياد أهمية

الصكوك الإسلامية في التمويل المتوسط والطويل الأجل للمشاريع التنموية، قامت هيئة سوق المال السعودية بتأسيس سوق ثانوية لتداول الصكوك لأول مرة اعتباراً من 2009م مما يشجع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية على نطاق واسع.

وقد لاقت الصكوك الإسلامية انتشاراً واسعاً في كثير من دول العالم وذلك لما حققته من نتائج إيجابية في مجالات التمويل والاستثمار في كثير من القطاعات الاقتصادية، كما أنها تتميز بتعدد أنواعها كصكوك المشاركة والمضاربة والسلم وغيرها مما فتح أبواباً كثيرة للاستثمار، فأدى ذلك إلى زيادة قوة الصكوك الإسلامية كأداة من أدوات التمويل الإسلامي.

وأكد صندوق النقد الدولي أن الأدوات المصرفية الإسلامية تشهد نمواً متسارعاً ويمكن إرجاع ذلك إلى توسع رقعة الحلول والمنتجات الإسلامية التي تتماشى مع قطاعات واسعة من المستثمرين سواء الحكومات أو الشركات أو المؤسسات المالية نفسها⁽¹⁾.

وسعت كثير من الدول العربية والغربية إلى إصدار الصكوك الإسلامية؛ لما لها من أهمية على مستوى الاقتصاد الكلي سواء في تمويل عجز الموازنة أو تنشيط الأسواق المالية أو تمويل المشروعات التنموية ومشروعات البنية التحتية.

تطورت الصكوك لتكون أداة فعالة لإدارة رأس المال والنمو وتزايد الطلب العالمي على الصكوك الإسلامية كإحدى الأدوات المالية الإسلامية التي تساهم بصورة فعالة في تمويل المشاريع الكبرى، وخاصة مشاريع البنية

(1) زاهر على محمد بنى عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، دار عماد الدين، عمان، 2009، ط1.

التحتية. والكثير من الجهات بدأت بالاعتماد على سوق الأوراق المالية الإسلامية كمصدر من مصادر التمويل، مما أدى إلى إقبال واسع من المؤسسات التقليدية على الأوراق المالية الإسلامية بهدف زيادة العائد وتنويع الاستثمار.

شهدت إصدارات الصكوك نمواً ملحوظاً حول العالم في السنوات القليلة الماضية خصوصاً بعد الأزمة المالية العالمية، وارتفعت من 20 مليار دولار عام 2008 إلى حوالي 35 مليار دولار عام 2009 (بزيادة 75%)، وإلى 44.7 مليار دولار عام 2010 (بزيادة 29%)، لتبلغ 85 مليار دولار في العام 2011 (بزيادة 90%)، و138 مليار دولار بنهاية العام 2012 (بزيادة 64.3%)، و117 مليار دولار عام 2013، وحوالي 119 مليار دولار بنهاية العام 2014. وبحسب «المركز المالي الإسلامي الدولي» في ماليزيا، انخفض حجم إصدار الصكوك إلى حوالي 34.5 مليار دولار بنهاية عام 2015، ومن المتوقع أن يرتفع في عام 2016 إلى ما لا يقل عن 40 مليار دولار. أما بحسب تقديرات وكالة ستاندرد آند بورز فمن المتوقع أن يصل حجم إصدار الصكوك إلى ما بين 50 و55 مليار دولار في عام 2016⁽¹⁾.

كما ارتفع حجم الصكوك القائمة من 270 مليار دولار في عام 2013 إلى 295 مليار دولار في عام 2014، وهو ما يمثل أكثر من ربع سوق السندات الدولية و16.3% من الأصول الإسلامية في العالم.

وقارة آسيا هي السوق الأكبر والأكثر نمواً للصكوك، حيث لا تزال ماليزيا تهيمن على إصدارات الصكوك العالمية. وبحسب تقرير «المركز المالي الإسلامي الدولي»، استحوذت ماليزيا على 42.3% من الحصة العالمية

(1) تقرير إتحاد المصارف العربية - الأمانة العامة - إدارة الدراسات والبحوث، 2019.

لإصدارات الصكوك حتى نهاية الفصل الأول من عام 2015، تلتها الإمارات (18.2%)، فالبحرين (14.2%)، فإندونيسيا (14.1%)، فالسعودية (5.3%)، فتركيا (5%)، فيرونياي (0.8%)، فينغلاديش (0.1%)، فغامبيا (0.05%)⁽¹⁾.

2-3 صناديق الاستثمار الإسلامية

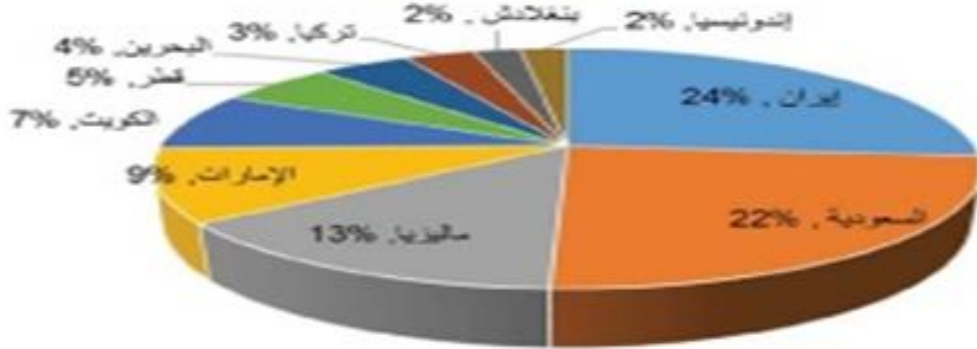
بلغ حجم أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية حوالي 60.2 مليار دولار حتى نهاية الفصل الثالث من العام 2015، بانخفاض من حوالي 75.8 مليار دولار في الفصل نفسه من عام 2014. وتستحوذ دول الخليج العربية على حوالي 43% من إجمالي أصول الصناديق الإسلامية، والسعودية وماليزيا على 69% منها. وتجدر الإشارة إلى أن حجم أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في أوروبا قد بلغ حوالي 14% من إجمالي العالمي في الفترة نفسها. وبينما ارتفع عدد الصناديق الإسلامية من 285 عام 2004 إلى حوالي 1,161 عام 2014، انخفض عدد الصناديق الإسلامية إلى 1,030 في عام 2015. ويرجع ذلك أساساً إلى انخفاض أسعار النفط والتغيرات السريعة في الإطار التنظيمي العالمي التي تؤثر بشكل كبير على النمو الإجمالي لصناعة التمويل الإسلامي. وبالرغم من ذلك، فمن المتوقع أن يسجل القطاع نمواً سنوياً يبلغ 5.05% على مدى السنوات الخمس المقبلة، كما يتوقع أن يصل إلى 77 مليار دولار بحلول عام 2019. والشكل رقم (1) يوضح نسب توزيع موجودات المصرف الإسلامية حول العالم عام 2014.

شكل رقم (1)

(1) تقرير إتحاد المصارف العربية -الأمانة العامة - إدارة الدراسات والبحوث، 2019، مرجع سابق.

نسب توزيع موجودات المصارف الإسلامية حول العالم عام 2014

رسم بياني 3: توزيع موجودات المصارف الإسلامية حول العالم - 2014 (%)



المصدر: اتحاد المصارف العربية بحسب طومسون رويترز، 2015.

3-3 قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية في الوطن العربي

تستمر المصارف العربية الإسلامية بالهيمنة على الساحة المصرفية الإسلامية العالمية من حيث عدد المصارف وحجمها. وعلى سبيل المثال، فمن بين أكبر 100 مؤسسة مالية إسلامية في العالم من حيث حجم الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، يوجد 45 منها في بلاد عربية، و40 منها في دول مجلس التعاون الخليجي بشكل خاص. بالإضافة إلى ذلك، فمن بين أفضل 50 مؤسسة مالية إسلامية، 27 منها موجودة في البلاد العربية (26 في دول مجلس التعاون الخليجي وواحدة في مصر)، ومن بين أكبر 20 بنكاً إسلامياً، فإن مقر 11 منها في دول الخليج العربي. كما تستحوذ دول مجلس التعاون الخليجي على حوالي 48% من الأصول المصرفية الإسلامية العالمية. أمّا بالنسبة للسودان، فهو البلد العربي الوحيد الذي لديه قطاع

مصرفي إسلامي بالكامل ويبلغ مجموع أصوله حوالي 15.5 مليار دولار. وتشكل الأصول المصرفية الإسلامية ما بين 20-25% من إجمالي الأصول المصرفية العربية. وفي عام 2014، بلغت نسبة الأصول المصرفية الإسلامية من إجمالي موجودات القطاع المصرفي في السعودية حوالي 53%، وفي الكويت 46%، وقطر 25%، وفي الإمارات العربية المتحدة 20%، وفي البحرين 27%، وفي عمان 7%.

3-4 سمات وهيكل وتطور سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية أدرك المسئولين في المملكة العربية السعودية أهمية التوسع في الاستثمار في قطاعات إضافية، وعدم الاعتماد على النفط والغاز واللذين يلعبان دوراً محورياً في اقتصاد المملكة، حيث تعتمد المملكة على أكثر من 90% في دخلها على الموارد البترولية، وتشكل الصادرات النفطية معظم صادرات المملكة، إلا أن هذا القطاع شهد في السنوات الأخيرة تبايناً في وتيرة الاقتصاد انتعاشاً وركوداً، ولكيلا يكون اقتصاد المملكة رهين حالة هذا القطاع، وحتى تحافظ المملكة على دورها وريادتها الاقتصادية، كان الاقتصاد المحور الثاني «الاقتصاد المزدهر» من المحاور الثلاثة لرؤية المملكة 2030، وذلك للاستفادة من الموارد المتاحة واستثمارها، وتنويع الاقتصاد وأدواته، وتعظيم القدرة الاستثمارية، وتسهيل سبل الاستثمار والتداول، والذي يتطلب تعميق أسواق المال، وهذا ما يعني أننا أمام تحد كبير بالرغم من التباطؤ الاقتصادي العالمي والأثر المتوقع من الإصلاحات الهيكلية في اقتصاد المملكة خلال السنوات القادمة.

وقد وضعت المملكة إستراتيجية متوسطة المدى وخطة سنوية لإدارة الدين العام، تراعي فيه عملية الإقراض وإصدار أدوات التمويل أفضل الفرص المتاحة في الأسواق المحلية والعالمية، كما ستعتمد إستراتيجية الدين العام

على القروض وتنويع الإصدارات بين الصكوك والسندات بأجال مختلفة بين قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، ففي يوليو 2017 تم إنشاء برنامج الصكوك والذي يعد استكمالاً لدور وزارة المالية في تأمين الاحتياجات التمويلية للخرينة العامة للدولة بأفضل التكاليف الممكنة، وتماشياً مع أهداف برنامج التوازن المالي، ودعمًا لسوق الصكوك في المملكة.

وقد لاقى برنامج صكوك حكومة المملكة بالريال السعودي إقبالاً كبيراً من المستثمرين، حيث بلغت نسبة التغطية للإصدار الرابع 319% وهي أعلى نسبة تغطية في العام 2017م، بينما كانت أقل نسبة تغطية 216%، وكانت لإعادة الفتح الثاني للإصدار الرابع، وهو ما يدل ويؤكد على قوة الإقبال على الصكوك المحلية التي حظيت بتغطية واسعة من دول عديدة، إذ بلغ مجموع شرائح الصكوك لكافة الإصدارات في عام 2016م 58,455 (مليون ريال سعودي)، وكان مجموع إجمالي طلبات الاكتتاب لكافة الإصدارات 176,025 (مليون ريال سعودي)، وبلغت مجموع إجمالي نسب التغطية لها 301%. أما الصكوك السعودية بالدولار (الدولية) فقد كان مجموع الشرائح المصدرة في الإصدار الأول 16,869 (مليون ريال سعودي)، وفي الإصدار الثاني كان مجموع الشرائح المصدرة كالإصدار الأول 16,869 (مليون ريال سعودي)، وبلغ إجمالي طلبات الاكتتاب 123,707 (مليون ريال سعودي)، وكانت نسبة التغطية 367%، ووفقاً لنتائج طرح الصكوك السعودية بالدولار (الدولية)، فقد طرحت أشهر وأكبر الصكوك على مستوى دول الخليج والعالم، يلي ذلك صكوك شركة أرامكو استحقاق العام 2024م، إذ بلغ حجم الإصدار للصك 11,250 (مليون ريال سعودي)، يلي ذلك صكوك الحكومة الإندونيسية استحقاق العام 2027م، وصكوك حكومة عمان الدولارية استحقاق 2024، إذ

بلغ حجم كل إصدار لهذين الصكين 7,498 (مليون ريال سعودي)، ثم صكوك شركة السعودية للكهرباء استحقاق العام 2024م، إذ بلغ حجم الإصدار للصك 5,625 (مليون ريال سعودي)، وبهذه الإصدارات استحوذت المملكة تقريباً على 40% من إصدارات الصكوك السيادية خلال العام 2017.

أما مجموع إصدارات الدول أو الشركات للصكوك خلال 10 أعوام، فقد كانت دولة ماليزيا في المرتبة الأولى، إذ بلغ عدد الصكوك المصدرة 2455 صكاً، وكان إجمالي حجم الإصدار لها 5,227,568 (مليون ريال سعودي)، بينما جاءت المملكة العربية السعودية في المرتبة الثانية، إذ بلغ عدد الصكوك المصدرة 79 صكاً، وهذا الرقم لا يشمل جميع الإصدارات الخاصة، وكان إجمالي حجم الإصدار لها 309,807.80 (مليون ريال سعودي)، بينما حلت في المرتبة الثالثة دولة الإمارات العربية المتحدة، إذ بلغ عدد الصكوك المصدرة 72 صكاً، وكان إجمالي حجم الإصدار لها 159,633.70 (مليون ريال سعودي)⁽¹⁾. ويوضح الجدول رقم (3) نمو سوق الصكوك بشكل عام من عام 2007 وحتى 2015.

جدول رقم (3)

نمو سوق الصكوك بشكل عام في المملكة العربية السعودية

السنة	عدد الصكوك المصدرة	حجم الإصدار للصكوك (مليون ريال سعودي)
2007	190	141119
2008	242	78604

(1) اللجنة المصرفية الإسلامية بالتعاون مع لجنة الإعلام والتوعية المصرفية في البنوك السعودية مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية، الرياض 2018.

128593	270	2009
191868	431	2010
353966	546	2011
514226	763	2012
438072	834	2013
381469	809	2014
245307	729	2015

المصدر: اللجنة المصرفية الإسلامية بالتعاون مع لجنة الإعلام والتوعية المصرفية في البنوك السعودية مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية، الرياض 2018.

ففي الجدول رقم (3) نلاحظ نمو هذه السوق بدأ بشكل تدريجي منذ العام 2007 إلى أن بلغ أقصاه في العام 2013، ثم بدأ في التراجع عام 2014 واستمر في التراجع عام 2015، حيث يعد عام 2013 أصدرت به أعلى عدد صكوك مصدرة خلال تلك الفترة إلى نهاية عام 2015، إذ بلغ عدد الصكوك المصدرة في العام 2013م 834 صكاً، ثم انخفض تدريجياً في العام 2014 والعام 2015، وفقاً لتقرير رويترز، وهذه الإحصاءات تشمل جميع الصكوك المحلية والصكوك العالمية، بينما كان 2012 أكثر الأعوام من حيث قيمة إصدارات الصكوك، إذا بلغ حجم الصكوك المصدرة 514,226 (مليون ريال سعودي)، ويلاحظ أن العام 2008 كان أقل الأعوام من حيث قيمة الإصدارات إذ بلغت قيمة الإصدارات (78604) (مليون ريال سعودي)، ويعود السبب للأزمة المالية العالمية، والتي نتج عنها انخفاض السيولة، إلا أنه سرعان ما استعادت السوق موقعها في الأعوام التالية.

أما نمو سوق الصكوك بحسب القطاعات، فقد شهدت السوق تطوراً ملحوظاً منذ العام 2010م، حيث سجل قطاع الطاقة أعلى طرماً للصكوك على كافة القطاعات في العام 2013، إذ بلغت الصكوك المطروحة 145 صكاً، بينما سجل قطاع العقارات المرتبة الثانية في السوق العالمية، وذلك في

العام 2016، إذ بلغ عدد الصكوك المطروحة 132 صكاً، وما زال قطاع العقار محافظاً على الصدارة في عدد الصكوك المصدرة في العام 2017، إذ بلغ عدد الصكوك المطروحة 110 صكوك، يلي ذلك قطاع الخدمات المالية، إذ بلغ عدد الصكوك المطروحة في العام 2017م 58 صكاً، ثم قطاع الطاقة 42 صكاً، والقطاع الحكومي 28 صكاً في الإصدارات الدلارية والمالية المحلية⁽¹⁾. والجدول رقم (4) يوضح نمو سوق الصكوك بحسب القطاعات بالسوق السعودي.

جدول رقم (4) يوضح نمو سوق الصكوك بحسب القطاعات

السنة	قطاع الخدمات المالية	قطاع العقارات	قطاع الطاقة	قطاع الاتصالات	قطاع البتروكيماويات	القطاع الحكومي (الإصدارات الدلارية والمالية)	الإجمالي
2010	6	11	11	0	0	5	33
2011	21	42	74	0	2	9	148
2012	37	92	77	21	0	15	242
2013	57	23	145	13	2	11	251
2014	84	112	1	40	0	12	249
2015	66	71	1	2	0	12	152
2016	32	132	22	5	0	21	212
2017	58	110	42	7	0	28	245

المصدر: اللجنة المصرفية الإسلامية بالتعاون مع لجنة الإعلام والتوعية المصرفية في البنوك السعودية مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية، الرياض 2018.

(1) اللجنة المصرفية الإسلامية بالتعاون مع لجنة الإعلام والتوعية المصرفية في البنوك السعودية مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية، الرياض 2018. مرجع سابق.

3-5 هيكل سوق الصكوك السعودي

عملية إصدار الصكوك في السوق السعودي تتم من قبل الشركات السعودية أو من قبل الهيئات والمؤسسات العامة السعودية ذات الطابع الحكومي وهي ما تسمى الصكوك السيادية. وصكوك الشركات يتم إصدارها عن طريق مستشار مالي مرخص من هيئة السوق المالية وقد يكون المستشار بنك أو مؤسسة مالية، أما الأرباح الموزعة وآليتها فتعتمد على طريقة هيكل الصكوك وهي غالباً ما تستخدم مقياس ليبور للفائدة ما بين البنوك البريطانية بالإضافة إلى نسبة يتم الاتفاق عليها ويتم دفع مستحقات هذه الصكوك بناء على نشرة الإصدار الخاصة بها وعملية إصدار الصكوك في السوق المالي السعودي حديثة نسبياً فقد تم وضع الإطار التشريعي لها وتم إصدار بعض الصكوك في السوق المالية السعودية من قبل شركات سابك والكهرباء والبنك السعودي الهولندي وشركة دار الأركان السعودية وبنك التنمية الإسلامي وشركة الجبيل للتكرير والبتروكيماويات والتي تملكها كل من أرامكو وتوتال الفرنسية ثم الصكوك السيادية لهيئة الطيران المدني السعودي لتوسعة مطار جدة ثم شركة المراعي وبعد الاكتتاب في الصكوك من قبل المساهمين يتم تسجيلها أو إدراجها في السوق المالي الأولي ومن ثم يتم تداولها في السوق الثانوي عن طريق شركات الوساطة المالية ويوفر السوق المالي للصكوك خدمات رئيسية مثل الأدرج وإرسال الأوامر وتنفيذ الصفقات والمقاصة والتسوية ونشر بيانات أسعار الصكوك.

وأهم أنواع الصكوك وأكثرها شيوعاً في السوق المالي السعودي هي صكوك الإجارة بقيمة 2,16 مليار دولار وصكوك الأستصناع بقيمة 0.875 مليار دولار وصكوك المرابحة بقيمة 6.2 مليار دولار وصكوك المشاركة بقيمة 7.10 مليار دولار وصكوك المضاربة بقيمة 3.2 مليار دولار (SHAA

(Capital:2007). ويوضح الجدول رقم (5) حصص أنواع الصكوك. في السوق المالي السعودي

جدول (5) يوضح حصص أنواع الصكوك في السوق المالي السعودي

النسبة في سوق الصكوك	نوع الصكوك
43%	1-صكوك الإجارة
28%	2-صكوك المشاركة
18%	3-صكوك المضاربة
5%	4-صكوك المرابحة
2,4%	5-صكوك الأستصناع
2,4%	6-صكوك المنفعة
1,2%	7-صكوك التورق
100%	المجموع

المرجع: http://www.aleqt.com/2010/07/o3/article_414638

ويتضح من الجدول رقم (5) أن أكثر أنواع الصكوك شيوعا في السوق السعودي هي صكوك الإجارة يليها صكوك المشاركة ثم صكوك المضاربة ثم صكوك المرابحة ثم صكوك الأستصناع.

- 3-6 سمات وحجم الصكوك المصدرة في سوق المال السعودي تتمثل سمات الصكوك التي تصدرها الشركات في السوق المالي السعودي ما يلي:
 - (1) يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية.
 - (2) يصدر الصك على أساس عقد شرعي.
 - (3) انتقاء ضمان الصكوك من قبل مصدرها أو مدير الصكوك.
 - (4) يمنع حصول حامل الصك على نسبة محددة مسبقا من الربح بل تشارك في الربح والخسارة بقدر حصة مالك الصك.

- (5) حامل الصك يتحمل مخاطر الاستثمار كاملاً.
- (6) تحمل حامل الصك أعباء تكلفة أصول الصكوك كمصروفات الصيانة والتأمين.
- (7) حداثة سوق إصدار وتداول الصكوك في المملكة مقارنة مع سوق الأسهم.
- (8) انخفاض حجم تداول الصكوك ومعظم التداول ينحصر في عمليات بيع الصكوك.
- (9) معظم الصكوك المصدرة هي صكوك أصدرتها الشركات السعودية باستثناء صك واحد سيادي تعتمه هيئة الطيران السعودي بإصداره بكفالة الحكومة بقيمة 27,1 مليار ريال⁽¹⁾. بلغت قيمة الصكوك السعودية 37,397 مليار ريال خلال الفترة (2006-2010م) كما هو مبين في الجدول (6).

جدول رقم (6) إصدارات وتداول الصكوك السعودية (2006-2010م)

الجهة المصدرة	تاريخ الإصدار	قيمة الإصدار مليون ريال	عدد الصفقات المنفذة	قيمة التداول (مليون ريال)	تاريخ الاستحقاق
*سابق 1	2006\7\29	3000	32	49.6	2026/7/15
سابق 2	2007/8/6	8000	12	56.9	2027/7/15
سابق 3	2008/5/26	5000	13	12.5	2028/5/15
كهرباء لسعودية 1	2007/7/23	5000	58	325.6	2027/7/15
كهرباء السعودية 2	2009/7/6	7000	9	15.2	2029/7/6
كهرباء السعودية 3	2010/5/10	7000	0	0	2030/5/10
البنك السعودي الهولندي	2009/12/30	725	1	12	2019/12/31
دار الأركان	2010	1672	-	0	

(1) المرجع: <http://www.menafn.com.storyID=1093498283&1093500608>

	461	125	37397		المجموع
--	-----	-----	-------	--	---------

المصدر: هيئة السوق المالية 2018 التقرير السنوي 2018.

أما الصكوك المصدرة من قبل الشركات والمؤسسات السعودية خلال الفترة (2008-2018) فقد بلغت 76,583 مليار ريال سعودي كما هو مبين في الجدول (7):

جدول (7) يوضح قائمة بالشركات السعودية المصدرة للصكوك خلال الفترة (2008-2018)

الرقم	الشركة المصدرة للصكوك	قيمة الصكوك الصادرة مليار ريال سعودي
1	شركة سابك	16
2	شركة الكهرباء السعودية	19
3	البنك الهولندي السعودي	0,725
4	دار الأركان	1,772
5	مجموعة سعد للتجارة والمقاولات	0,650
6	البنك الإسلامي للتنمية (IDB)	3,188 (تعادل 850 مليون دولار)
7	الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكيم)	0,998
8	هيئة الطيران المدني السعودي*	27,5
9	شركة المراعي السعودية*	1,0
10	البنك السعودي البريطاني "ساب"*	1,5 (تعادل 400 مليون دولار)
11	شركة المملكة القابضة*	3,750
12	شركة أجل للخدمات التمويلية	0,500**
	المجموع	76,583 مليار ريال

* صكوك تقرر إصدارها في عام 2012م

**** تم طرح الاكتتاب من خلال شركة الرياض المالية ويتم استرداد قيمة الصكوك من خلال دفعات ربع سنوية على مدى 3 سنوات، يضاف إليها عائد بنسبة سايبور (SIBOR) زائد 80 نقطة أساس**

المرجع: <http://www.menafn.com.storyID=1093498283&1093500608>

7-3 تداول الصكوك السعودية

تم تأسيس شركة السوق المالي السعودية (تداول) ثم بدأ تداول الصكوك السعودية بتاريخ 13/6/2009م حيث تم شراء وبيع صكوك شركات سابك والكهرباء والبنك السعودي الهولندي وقد جاء قرار تأسيس سوق ثانوي للصكوك والسندات من قبل هيئة السوق المالية السعودية لتوفير السيولة لحاملي الصكوك في السوق السعودي مما يشجع الشركات السعودية على إصدار المزيد من الصكوك. جميع الصكوك الصادرة قد تم تغطيتها بالكامل كما تم تداول صكوك بقيمة 30,2 مليون ريال منذ إطلاق السوق الثانوية لتداول الصكوك والسندات ويعتبر هذا المبلغ ضئيل جداً مقارنة مع قيمة الصكوك التي تم إصدارها في السوق الأولي للصكوك وعادة ما يتم تداول الصكوك عن طريق شركات الوساطة المالية المرخصة (http://www.aleqt.com /12/2/2010. article 17115).

8-3 عوائد الصكوك السعودية

كيفية حساب العائد السنوي للصكوك المتداولة في السوق المالي السعودي

مبين في الجدول (8)

جدول (8) عوائد الصكوك في السوق المالي السعودي (تداول)

العائد على الصكوك	الجهة المصدرة
سيبور + 40,0 (SIBOR+0.40)	* سابك 1 *
سيبور + 38,0 (SIBOR + 0.38)	سابك 2
سيبور + 48,0 (SIBOR + 0.48)	سابك 3
سيبور + 45,0 (SIBOR+0.45%)	** كهرباء السعودية ** 1

كهرباء السعودية 2	سيبور + 6,1 (SIBOR+1.6%)
البنك السعودي الهولندي	(سايبور + نسبة ربح (190 نقطة أساس SIBOR+ Margin profit (190bps)

المرجع: السوق المالية السعودية (2010) التقرير الإحصائي للربع الأول. الرياض

فعندما تقوم شركة بدفع 9,2 مليون دولار كتوزيعات لحاملي الصكوك منها مبلغ 6,8 مليار دولار لحاملي الصكوك الإسلامية الدولية الإصدار الثاني المستحقة في 2012م ومبلغ 2,4 مليون دولار لحاملي الصكوك المحلية الإسلامية الإصدار الثالث المستحقة السداد في عام 2014م. فقد تم احتساب العائد الدوري للإصدار الثاني لهذه الشركة على أساس ربع سنوي متغير بمعدل سعر ليبور لمدة ثلاث أشهر والبالغ 0,040306% محتسبة بتاريخ 2011/10/13م يضاف إليها هامش ربح بنسبة 2,25%، كما تم احتساب العائد الدوري للإصدار الثالث على أساس ربع سنوي متغير بمعدل سعر ليبور لمدة ثلاث أشهر والبالغ 0,660% محتسبة في 2011/10/15 يضاف إليها هامش ربح بنسبة 4%.

3-9 تحليل اقتصادي لإصدارات الصكوك محلياً وإقليمياً وعالمياً:

تراجعت قيمة إصدارات الصكوك والسندات الأولية بأسواق دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 0.47% وذلك خلال النصف الأول من العام 2019 هامشياً مقارنة مع الفترة المماثلة من عام 2018، وقد بلغت إصدارات البنوك المركزية والإصدارات السيادية والإصدارات التي تخص الشركات بالمنطقة في تلك الفترة من العام الجاري نحو 94.79 مليار دولار.

وتصدرت السعودية تلك الأسواق من حيث حجم الإصدار؛ وتراجعت الإصدارات المحلية للبنوك المركزية الخليجية بنسبة 8.9% لتصل إلى 29.77

مليار دولار أمريكي خلال النصف الأول من عام 2019⁽¹⁾. ويقصد بالإصدارات المحلية للبنوك المركزية السندات التي تصدرها البنوك المركزية في دول مجلس التعاون الخليجي بالعملات المحلية ذات الاستحقاقات قصيرة الأجل وبغرض تنظيم مستويات السيولة المحلية.

وخلال النصف الأول من عام 2019، أصدرت البنوك المركزية الخليجية في كل من الكويت، والبحرين، وقطر، وسلطنة عُمان سندات وصكوك بقيمة إجمالية بلغت 29.77 مليار دولار؛ وفقاً للمعلومات المتاحة من بنك الكويت المركزي، ومصرف البحرين المركزي، ومصرف قطر المركزي، والبنك العماني المركزي.

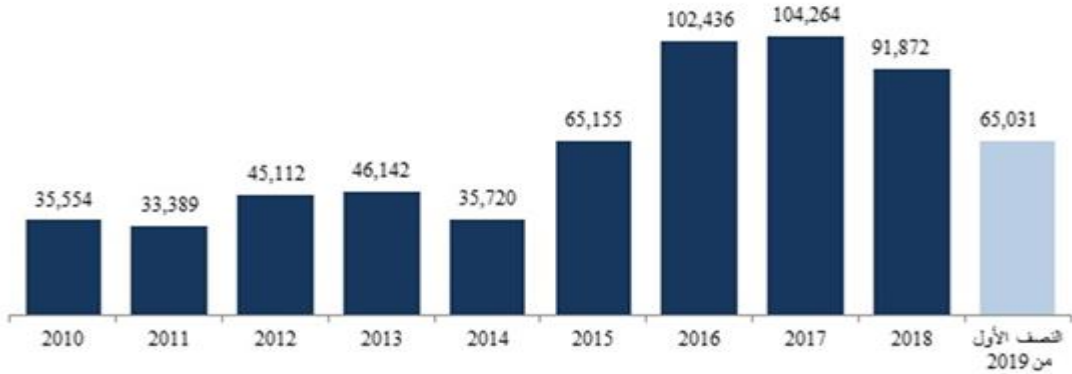
تصدر مصرف البحرين المركزي تلك الإصدارات، وبلغ إجمالي إصداراته 44 إصداراً خلال النصف الأول من عام 2019 بقيمة إجمالية 11.96 مليار دولار أمريكي (4.51 مليار دينار بحريني) مثلت 40.19 % من إجمالي إصدارات البنوك المركزية الخليجية، تلاه بنك الكويت المركزي الذي جمع ما مجموعه 8.13 مليار دولار أمريكي (2.47 مليار دينار كويتي).

ويوضح الشكل رقم (2) الإصدارات الجديدة في سوق السندات والصكوك الخليجية بين عام 2010 والنصف الأول من عام 2019م.

(1) تقارير شركة السوق المالية السعودية (تداول) يوليو 2019.

الشكل رقم (2) الإصدارات الجديدة في سوق السندات والصكوك الخليجية بين عام 2010 والنصف الأول من عام 2019م

الإصدارات الجديدة في سوق السندات والصكوك الخليجية
(بالمليون دولار أمريكي)
بين عام 2010- والنصف الأول من عام 2019



المصدر: تقارير شركة السوق المالية السعودية (تداول) يوليو 2019.

ويتألف سوق الصكوك والسندات في دول مجلس التعاون الخليجي من الصكوك والسندات الصادرة من قبل الحكومات والشركات أو المؤسسات المالية لأغراض التمويل، وتكون مقومة سواء بالعملة المحلية أو الأجنبية. حيث بلغ إجمالي الإصدارات في سوق الصكوك والسندات الخليجية 65.03 مليار دولار أمريكي خلال النصف الأول من عام 2019 بارتفاع قدره 3.94% مقارنة بإجمالي إصدارات بقيمة 62.57 مليار دولار خلال النصف الأول من عام 2018⁽¹⁾.

(1) تقرير إتحاد المصارف العربية -الأمانة العامة - إدارة الدراسات والبحوث، 2019، مرجع سابق.

وسجّل الربع الأول من عام 2019 أعلى قيمة للإصدارات، وتم خلاله إصدار 111 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 38.49 مليار دولار أمريكي، بينما بلغ إجمالي قيمة إصدارات الربع الثاني من عام 2019 مبلغ 26.54 مليار دولار أمريكي من خلال 118 إصداراً.

وتصدّرت السعودية إجمالي إصدارات سوق السندات والصكوك الخليجية في النصف الأول من عام 2019 بقيمة إجمالية بلغت 30.81 مليار دولار أمريكي أو 47% من إجمالي قيمة الإصدارات الخليجية من خلال 15 إصداراً⁽¹⁾. وتليها قطر بنسبة 26% من إجمالي قيمة الإصدارات الخليجية، وجاءت الإمارات في المركز الثالث بنسبة 25% من إجمالي قيمة الإصدارات الخليجية، في حين بلغت حصة الإصدارات الكويتية 0.46% من إجمالي قيمة الإصدارات الخليجية.

وخلال النصف الأول من عام 2019، واصلت الإصدارات السيادية هيمنتها على سوق السندات والصكوك الخليجية بنسبة 60.2% من إجمالي المبالغ المصدرة بقيمة إجمالية بلغت 30.13 مليار دولار أمريكي، مقارنة مع 37.68 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من عام 2018.

وقد ارتفع إجمالي قيمة إصدارات الشركات خلال النصف الأول من عام 2019 بنسبة 40% إلى 34.91 مليار دولار أمريكي، مقارنة مع 24.89 مليار دولار أمريكي خلال النصف الأول من عام 2018.

وأصدرت الحكومة السعودية سندات بقيمة إجمالية 16.93 مليار دولار أمريكي، منها 9.43 مليار دولار أمريكي (35.35 ريال سعودي) من خلال السندات المقومة بالعملة المحلية و7.50 مليار دولار أمريكي من إصدار

(1) تقارير شركة السوق المالية السعودية (تداول) يوليو 2019، مرجع سبق ذكره.

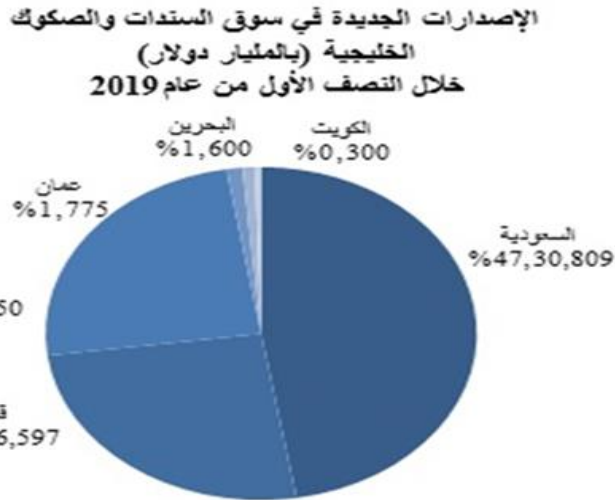
سندات وصكوك مقومة بالدولار الأمريكي. وبلغت إصدارات حكومة قطر 12 مليار دولار أمريكي ذات استحقاقات خمس سنوات وعشرة وثلاثين سنة. في حين قامت حكومة الشارقة بإصدار صكوك بقيمة 1.2 مليار دولار أمريكي من خلال صكوك تستحق في عامي 2025 و 2026.

وتراجع إصدار السندات التقليدية خلال النصف الأول من عام 2019 بنسبة 4.29% مقارنة بالنصف الأول من عام 2018.

وبلغت إصدارات النصف الأول من عام 2019 من السندات التقليدية 48.02 مليار دولار أمريكي، أو ما نسبته 73.84% من إجمالي إصدارات سوق الصكوك والسندات لدول مجلس التعاون الخليجي خلال النصف الأول من عام 2019. أما إصدارات الصكوك، فارتفعت بنسبة 37.21% لتبلغ 17.01 مليار دولار أمريكي خلال النصف الأول من عام 2019، مقارنة مع 12.40 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من عام 2018، وتمثل إصدارات الصكوك 26.15% من إجمالي الإصدارات في النصف الأول من عام 2019. وتصدر القطاع الحكومي إجمالي قيمة الإصدارات في النصف الأول من عام 2019 بقيمة إجمالية بلغت 30.13 مليار دولار أمريكي، أي ما يمثل 46.3% من إجمالي قيمة الإصدارات الخليجية، مقارنة مع 37.68 مليار دولار أمريكي خلال النصف الأول من العام 2018. في حين حل القطاع المالي في المرتبة الثانية بقيمة إجمالية 20.1 مليار دولار أمريكي بنسبة 30.9% من إجمالي الإصدارات من 207 إصداراً. ويوضح الشكل رقم (3) الإصدارات الجديدة في سوق السندات والصكوك الخليجية خلال النصف الأول من عام 2019⁽¹⁾.

(1) تقارير شركة السوق المالية السعودية (تداول) يوليو 2019 مرجع سبق ذكره.

الشكل رقم (3) الإصدارات الجديدة في سوق السندات والصكوك الخليجية خلال النصف الأول من عام 2019م



المصدر: شركة السوق المالية السعودية (تداول) أكتوبر 2019.

فمن حيث حجم الإصدارات فقد تراوح حجم إصدارات الصكوك والسندات الخليجية في النصف الأول من عام 2019 ما بين 5 ملايين دولار أمريكي إلى 6 مليارات دولار أمريكي.

وتفوقت الإصدارات التي تبلغ قيمتها مليار دولار أمريكي أو أكثر، حيث بلغت قيمتها الإجمالية 47.54 مليار دولار أمريكي، بما يمثل 73.10% من إجمالي قيمة الإصدارات⁽¹⁾.

ومن حيث هيكل العملات فقد وهيمنت الإصدارات المقومة بالدولار الأمريكي على سوق الصكوك والسندات في دول مجلس التعاون الخليجي خلال النصف الأول من عام 2019، بقيمة إجمالية بلغت 50.5 مليار دولار أمريكي بنسبة 77.66% من خلال إصدار 137 إصدار. وتلاها الإصدارات المقومة بالريال السعودي

(1) تقرير إتحاد المصارف العربية -الأمانة العامة - إدارة الدراسات والبحوث، 2019، مرجع سابق.

بقيمة تعادل 9.55 مليار دولار أمريكي (35.85 مليار ريال سعودي) بما يمثل نسبة 14.7% من إجمالي المبالغ المصدرة من خلال 6 إصدارات.

ومن حيث التصنيفات الائتمانية فخلال النصف الأول من عام 2019، حصل ما نسبته 77.8% من إصدارات الشركات والحكومات على تصنيف ائتماني واحد أو أكثر من قبل إحدى وكالات التصنيف الائتمانية التالية: موديز، وستاندرد آند بورز، وفيتش، وكابيتال إنتليجنس. وحصل ما نسبته 94.62% من هذه الإصدارات على تصنيف ائتماني بدرجة استثمارية.

وقد تم إدراج 136 إصداراً من الصكوك والسندات الخليجية أو ما نسبته 59% من مجموع الإصدارات البالغة قيمتها الإجمالية 61.22 مليار دولار أمريكي، وخلال النصف الأول من عام 2019.

وبلغت نسبة الصكوك والسندات المدرجة في الأسواق المالية العالمية 92.06% من إجمالي قيمة الإصدارات المدرجة، وتم إدراج 47 إصداراً منها في سوق لندن للأوراق المالية.

ويبلغ إجمالي السندات والصكوك الخليجية القائمة في 30 يونيو 2019، ما قيمته 528.95 مليار دولار أمريكي. وسيطرت الإصدارات الحكومية على إجمالي قيمة الإصدارات أو ما نسبته 50.7% من إجمالي قيمة الإصدارات. يليها إصدارات القطاع المالي، واستحوذ على 23.3% من إجمالي قيمة الإصدارات، أو 123.05 مليار دولار أمريكي.

وبلغت قيمة الإصدارات السعودية القائمة 217.41 مليار دولار أمريكي أو ما نسبته 41.10%، في حين بلغت قيمة الإصدارات الكويتية من السندات والصكوك 20.56 مليار دولار أمريكي أو ما يمثل 3.89% من إجمالي حجم الإصدارات القائمة⁽¹⁾. ويوضح الشكل رقم (4) إجمالي إصدارات السندات والصكوك الخليجية القائمة حتى نهاية يوليو 2019.

(1) تقارير شركة السوق المالية السعودية (تداول) يوليو 2019، مرجع سبق ذكره.

الشكل رقم (4) إجمالي إصدارات السندات والصكوك الخليجية القائمة حتى
نهاية يوليو 2019



المصدر: شركة السوق المالية السعودية (تداول) أكتوبر 2019.

فقد ارتفعت قيمة الصكوك والسندات الحكومية المدرجة في سوق الصكوك والسندات إلى نحو 318.69 مليار ريال بنهاية الربع الثاني 2019، مقارنة بنهاية الفترة نفسها من عام 2018 البالغة 255.82 مليار ريال. ووفقا لبيانات

موقع شركة السوق المالية السعودية “تداول” وهيئة السوق المالية، بلغت نسبة الزيادة خلال الفترة 24.6% بما يعادل 62.87 مليار ريال.

أما من جهة عدد الملاك، فبلغ عددهم 78 مالكا بنهاية الربع الثاني مقارنة بـ 51 مالكا بنهاية الربع الثاني من عام 2018. ويتوزع ملاك الصكوك والسندات الحكومية المدرجة إلى أربع فئات، هي: أفراد، وشركات، وجهات حكومية وشبه حكومية، وصناديق استثمارية شاملة الصناديق الخليجية.

وكانت أعلى فئة تملك في الصكوك والسندات الحكومية “الشركات”، إذ شكلت نحو 70.1% بقيمة نحو 223.23 مليار ريال يملكها 42 مالكا أو شركة، مقارنة بنحو 173.04 مليار ريال يملكها 28 مالكا أو شركة بنهاية الفترة نفسها من عام 2017.

أما ثاني فئة، فجاءت “الجهات الحكومية وشبه الحكومية”، التي بلغت حصتها نحو 22.9% من مجموع قيمة الصكوك والسندات الحكومية المدرجة، بقيمة 73.1 مليار ريال تعود ملكيتها إلى ست جهات حكومية وشبه حكومية. وبنهاية الربع الثاني من عام 2017، بلغت قيمة ملكيتها نحو 64.09 مليار ريال تعود ملكيتها إلى خمس جهات حكومية وشبه حكومية.

في حين شكلت الفئة الثالثة “الصناديق” شاملة الصناديق الخليجية، نسبة 7% من قيمة الصكوك والسندات الحكومية المدرجة، وذلك بقيمة ملكية 22.31 مليار ريال يملكها 21 صندوقا، مقارنة بنحو 18.68 مليار ريال يملكها 17 صندوقا بنهاية الفترة خلال عام 2017.

أما الفئة الرابعة والأخيرة “الأفراد”، فرغم ارتفاع قيمة ملكيتهم بنسبة كبيرة بلغت 1271%، ونمو عددهم بنسبة 800% خلال فترة المقارنة، إلا أنهم أقل فئة تملك في الصكوك والسندات الحكومية. وتبلغ قيمة ملكياتهم بنهاية الربع

الثاني 2019 نحو 41.2 مليون ريال يملكها تسعة أفراد، مقارنة بثلاثة ملايين ريال يملكها فرد واحد بنهاية الربع الثاني 2018.

4- عرض وتحليل نتائج الدراسة الميدانية

سيتم عرض وتحليل نتائج الدراسة حول خصائص أفراد عينة الدراسة واختبار فرضيات الدراسة حول محددات إصدار الصكوك في السوق المالي السعودي وسبل تطوير سوق الصكوك السعودية وهي مبينة كالتالي:

1-4 خصائص أفراد عينة الدراسة

تشمل خصائص عينة الدراسة ما يلي كما هو مبين في الجدول (9):

(1) حسب نوع نشاط المؤسسة يعمل أفراد العينة في مؤسسات خدمية بنسبة 89,1% يليها المؤسسات المالية 5,5% ثم التجارية 3,6% ثم الصناعية 1,8%.

(2) طبقاً لرأس مال المؤسسات التي تم دراستها، بلغت نسبة المؤسسات التي تملك رأس مال أكثر من 10 مليون ريال 60% يليها المؤسسات التي تملك رأس مال (5-10) مليون ريال بنسبة 34.6% يليها المؤسسات ذات رأس المال (1-5) مليون ريال.

(3) طبقاً لحجم إصدار الصكوك في العينة، بلغت المؤسسات التي لم تصدر صكوك نسبة 61.8% والمؤسسات التي أصدرت عدد متوسط من الصكوك بنسبة 20% ثم المؤسسات التي أصدرت أعداد كبيرة من الصكوك بنسبة 18.2%.

(4) طبقاً لعمر المؤسسة في العينة، تبين أن المؤسسات التي تتراوح أعمارها 6-10 سنوات تبلغ نسبتها 47.3% يليها المؤسسات ذات العمر أكثر من 10 سنوات بنسبة 30.9% ثم المؤسسات ذات الأعمال 1-5 سنوات بنسبة 20%.

- (5) طبقا للمؤهل العلمي لأفراد العينة، تبين 67,3% من حملة الدكتوراه و21,8% من حملة الماجستير و9,1% من حملة الدبلوم المتوسط وحملة البكالوريوس 1.8%.
- (6) بخصوص سنوات الخبرة لأفراد العينة، تبين أن أفراد العينة لهم خبرات (1-5) سنة بنسبة 19,4% وسنوات خبرة (6-10 سنوات) بنسبة 25,6% وسنوات خبرة (11-15) بنسبة 14.7% وخبرات (16-20) بنسبة 17,8% وخبرات تجاوزت 21 سنة بنسبة 22,5%.
- (7) طبقا للمستوى الوظيفي لأفراد العينة، بلغت نسبة مدراء الشركات 34.5% ونسبة الأكاديميين في الجامعات 65.5%.

الجدول (9) يوضح تحليل خصائص أفراد عينة الدراسة

المتغير	الفئات	التكرار	النسبة
1. نوع نشاط المؤسسة	صناعي	2	1,8%
	خدمات	98	89,1%
	تجاري	4	3,6%
	مالي	6	5,5%
	المجموع	110	100%
2- رأس مال المؤسسة	أقل من مليون ريال	2	1,8%
	1-5 مليون ريال	4	3,6%
	5-10 مليون ريال	38	34,6%
	10 فأكثر مليون ريال	66	60,0%
	المجموع	110	100%
3- حجم إصدار الصكوك	معدوم	68	61,8%
	صغير	22	20,0%
	كبير	20	18,2%
	المجموع	110	100%
4. عمر المؤسسة	1 سنة	2	1,8%
	2-5 سنة	22	20,0%
	6-10 سنة	52	47,3%
	أكثر من عشرة سنة	34	30,9%
	المجموع	110	100%
5. المؤهل العلمي	دبلوم متوسط	10	9,1%
	بكالوريوس	2	1,8%
	ماجستير	24	21,8%
	دكتوراه	74	67,3%
	المجموع	110	100%

المتغير	الفئات	التكرار	النسبة
6. عدد سنوات الخبرة	5 سنوات فأقل	32	29,1%
	6-10 سنة	24	21,8%
	11-15 سنة	32	29,1%
	16 فأكثر	22	20,0%
	المجموع	110	100%
7-المستوى الوظيفي *	مدير	38	34,5%
	أكاديمي	72	65,5%
	المجموع	110	100%

المصدر: تحليل الباحث

*وحدة الدراسة هي الفرد الممثل في مدير الشركة والأستاذ الأكاديمي في الجامعة

2-4 التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة

يشير التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات المستقلة للدراسة أن المتوسط العام لهذه المتغيرات (1.817) أي أن هناك موافقة بين أفراد عينة الدراسة على أن المحددات الثمانية هي العوامل المؤثرة في حجم إصدار الصكوك وتراوح الانحراف المعياري بين المتوسط (0.818) والكبير (1.038) كما يوضح في الجدول رقم (10):

الجدول رقم (10) يوضح تحليل الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة وفقا لمقياس ليكرت الخماسي

1= موافق 2= موافق جدا 3= محايد 4= غير موافق 5= غير موافق بشدة

الانحراف المعياري STD	أقل قيمة Minimum	أعلى قيمة Maximum	الترتيب Rank	المتوسط Mean	متغيرات الدراسة
0.949	1	2	6	1.60	1-متعهدي التغطية (X1)
0.902	1	4	1	2.04	2-مستوى التصنيف الائتماني (X2)
0.745	1	3	3	2.00	3-تكلفة الإصدار (X3)
0.782	1	3	2	2.20	4-تداول الصكوك (X4)
0.780	1	3	4	1.95	5-الالتزام بالأحكام الشرعية (X5)
0.739	1	3	5	1.84	6-السيولة في السوق المالي (X6)
0.739	1	3	8	1.53	7-منافسة القروض المصرفية والسندات (X7)
0.501	1	2	7	1.56	8-حجم الشركة (X8)
0.807	1	3		1.60	9-حجم إصدار الصكوك (Y)
				1.817	المتوسط العام للمتغيرات المستقلة

المصدر: تحليل الباحث

تم استخدام معادلة الانحدار اللوجستي المتعدد (Multinomial Logistic Regression)

للتعرف على أثر كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وهي بيانات رتبية (Ordinal) كما هو في المعادلة التالية:

$$Y=B_0+B_1X_1+B_2X_2+B_3X_3+B_4 X_4+B_5X_5+B_6X_6+B_7X_7+B_8X_8+e$$

حيث: Y = حجم الصكوك المصدرة

X_1 = متعدي تغطية الصكوك

X_2 = درجة التصنيف الائتماني للصكوك

X_3 = تكلفة إصدار الصكوك

X_4 = نسبة تداول الصكوك

X_5 = مدى الالتزام بالأحكام الشرعية

X_6 = السيولة في السوق المالي

X_7 = منافسة القروض المصرفية والسندات

X_8 = حجم الشركة المصدرة للصكوك

$\beta_0 \beta_1 \dots \beta_8$ = معاملات بيتا تقيس نسبة التغير في المتغير التابع نتيجة

للتغير في المتغيرات المستقلة

e = الخطأ العشوائي يمثل المتغيرات المستقلة التي لم يؤخذ تأثيرها

تبين من تحليل الانحدار اللوجستي المتعدد أن العوامل المحددة لإصدار الصكوك في السوق المالي السعودي هي تكلفة إصدار الصكوك ومدى منافسة السندات والقروض المصرفية لإصدار الصكوك وحجم الشركة المصدرة للصكوك وكانت نتائجها ذات معنوية إحصائية حسب اختبارات فرضيات الدراسة أما المحددات الأخرى لإصدار الصكوك كتوفر متعدي تغطية الصكوك، ومستوى التصنيف الائتماني، ونسبة تداول الصكوك،

والسيولة في السوق المالي فهي محددات غير دالة إحصائياً كما هو موضح في الجدول رقم (11):

الجدول (11) تحليل الانحدار اللوجستي المتعدد لمتغيرات الدراسة

Dependent Variable (حجم إصدار الصكوك)

معنوية الاختبار Sig.	Walid Coefficient	Chi Square كاي 2	متغيرات الدراسة المستقلة (Independent Variables)
*0.01	6.367	9.494	Intercept
0.532	0.390	1.224	1-متعهدي التغطية (X1)
0.532	385.	0.442	2-مستوى التصنيف الائتماني (X2)
*0.02	*5.058	6.232	3-تكلفة الإصدار (X3)
0.354	0.850	4.368	4-تداول الصكوك (X4)
0.827	0.048	0.284	5-الالتزام بالأحكام الشرعية (X5)
0.666	0.187	0.356	6-السيولة في السوق المالي (X6)
*0.01	*5.508	8.867	7-منافسة القروض المصرفية والسندات (X7)
0.05	*3.279	3.883	8-حجم الشركة (X8)

significant at 5%*

المصدر: تحليل الباحث

3-4: اختبار فرضيات الدراسة

1- تم قبول الفرضية العدمية الأولى (H01) التي تنص "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى توفر متعهدي تغطية إصدار الصكوك على حجم إصدار صكوك الشركات السعودية" كما هو مبين في معامل Walid بقيمة 0.390 غير الدال إحصائياً.

2- تم قبول الفرضية العدمية الثانية (H02) التي تنص "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتصنيف الائتماني للذكوك إصدار الذكوك على حجم إصدار الذكوك من قبل الشركات السعودية" كما هو مبين في معامل Walid بقيمة 0.385 غير الدال إحصائياً.

3- رفض الفرضية العدمية الثالثة (H03) التي تنص "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة إصدار الذكوك على حجم الذكوك المصدرة من الشركات السعودية" وقبول الفرضية البديلة كما هو مبين في معامل Walid بقيمة 5.058 ذو الدلالة الإحصائية عند مستوى 2%. .

4- تم قبول الفرضية العدمية الرابعة (H04) التي تنص " لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة تداول الذكوك على حجم إصدار الذكوك من قبل الشركات السعودية" كما هو مبين في معامل Walid بقيمة 0,390 غير الدال إحصائياً.

5- تم قبول الفرضية العدمية الخامسة (H05) التي تنص "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى التزام الشركة المساهمة بالأحكام الشرعية على حجم إصدار الذكوك من قبل الشركات السعودية" كما هو مبين في معامل Walid بقيمة 0.048 غير الدال إحصائياً.

6- تم قبول الفرضية العدمية السادسة (H06) التي تنص على "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى توفر السيولة في السوق المالي على حجم إصدار الذكوك من قبل الشركات السعودية" كما هو مبين في معامل Walid بقيمة 0.187 غير الدال إحصائياً.

7- تم رفض الفرضية العدمية السابعة (H07) التي تنص "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمدى منافسة السندات والقروض المصرفية للذكوك

كمصادر بديلة للتمويل على حجم إصدار الصكوك من قبل الشركات السعودية" وقبول الفرضية البديلة كما هو مبين في معامل Walid بقيمة 5.508 الدال إحصائيا عند مستوى أقل من 5%.

8- تم رفض الفرضية العدمية الثامنة ((H08 التي تنص "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة المصدرة للصكوك على حجم الصكوك التي تصدرها" وقبول الفرضية البديلة كما هو مبين في معامل Walid ب قيمة 2.279 وهو ذو دلالة إحصائيا عند مستوى 5%.

9- تم قبول الفرضية العدمية (H0 9) بعدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين إجابات مدراء الشركات والأكاديميين حول متغيرات إصدار الصكوك لعدم معنوية متغيرات مان وتتي كما هو مبين في جدول رقم (12):

جدول (12) التحليل إحصائي لاختبار مان وتني (Mann-Whitney)

مستوى الدلالة	قيمة Mann- Whitne	مجموع الرتب		متوسط الرتب		العدد		متغيرات محاور الدراسة
		أكاديمي	مدير	أكاديمي	مدير	أكاديمي *	مدير *	
0.819	331.0	1019.0	521.0	28.3	27.4	70	40	1-مدى وجود متعدي تغطية
0.744	324.5	1025.5	514.5	28.4	27.0	70	40	2-التصنيف الائتماني
0.613	315.5	1034.5	505.5	28.7	26.6	70	40	3-تكلفة إصدار الصكوك
0.391	296.5	1053.5	486.5	29.2	25.6	70	40	4-نسبة تداول الصكوك
0.821	330.0	1020.0	520.0	28.3	27.3	70	40	5-مدى الالتزام بالأحكام الشرعية
0.620	316.0	982.0	552.0	27.2	29.3	70	40	6-مدى توفر السيولة
0.326	293.5	959.5	580.5	26.6	30.5	70	40	7-درجة منافسة السندات والقروض المصرفية
0.125	267.5	1082.5	457.5	30.0	24.0	70	40	8-حجم الشركة المصدرة
0.362	295.5	961.5	578.5	26.7	30.4	70	40	9-إيجاد شركات وطنية للتصنيف
0.601	315.0	981.0	559.0	27.2	29.4	70	40	10-سن تشريع جديد للصكوك
0.872	333.5	999.5	540.5	27.76	28.45	70	40	11-وجود صناع سوق أكفاء
0.079	250.5	1099.5	440.5	30.5	23.1	70	40	12-إجراءات جديدة لاستدعاء الصكوك

مستوى الدلالة	قيمة Mann- Whitne	مجموع الرتب		متوسط الرتب		العدد		متغيرات محاور الدراسة
		أكاديمي	مدير	أكاديمي	مدير	أكاديمي **	مدير *	
0.267	284.0	950.0	590.0	26.3	31.0	70	40	13-نشر ثقافة الصكوك
0.728	324.0	1026.0	514.0	28.5	27.0	70	40	14-إيجاد هيئات شرعية في ساما وسوق المال
0.199	725.0	1075	465.0	29.8	24.4	70	40	15-إيجاد معايير شرعية موحد
0.328	290.5	1059.5	480.5	29.4	25.2	70	40	16-نشر الأبحاث والدراسات حول الصكوك

*مدير / موظف الشركة المصدرة للصكوك ** أساتذة جامعات متخصصين في التمويل الإسلامي

المصدر: تحليل الباحث

4-4 التحليل الإحصائي لسبل تطوير إصدار الصكوك في السوق المالي السعودي

يبين التحليل الإحصائي أن هناك موافقة مرتفعة بين أفراد عينة الدراسة على سبل تطوير سوق الصكوك السعودي كما في المتوسط العام (1.853) بانحرافات معيارية متوسطة تراوحت بين ((0.619 و ((0.968 وقد دل اختبار t لمتغيرات العينة الواحدة أن النتائج معنوية بنسبة 95%. وقد تم ترتيب هذه السبل حسب أهميتها كالآتي: إدخال إجراءات جديدة لاستدعاء الصكوك قبل تواريخ استحقاقها (رتبة 1) وجود صناع سوق أكفاء (رتبة 2) نشر أبحاث حديثة حول الصكوك (رتبة 3) نشر الثقافة والوعي بالصكوك (رتبة 4) إيجاد هيئات شرعية في مؤسسة النقد وفي السوق المالي السعودي (رتبة 5) التوصل إلى معايير شرعية موحدة حول الصكوك (رتبة 6) سن تشريع متطور للصكوك (رتبة 7) إيجاد شركات وطنية للتصنيف الائتماني (رتبة 8). كما هو مبين في الجدول رقم (13):

الجدول (13) التحليل الإحصائي لسبل تطوير السوق الأولي للصكوك السعودية

الانحراف المعياري STD	اختبار t	%معنوية Sig	الترتيب Rank	المتوسط Mean	سبل تطوير السوق الأولي لإصدار الصكوك السعودية
0.651	21.000	0.000*	8	1.730	1- إيجاد شركات وطنية للتصنيف الائتماني على مستوى مجلس التعاون الخليجي يساهم في تسهيل إصدار صكوك الشركات
0.712	7.924	0.000*	7	1.780	2- هل ترى أن سن تشريع منطور ونظام خاص بالصكوك يساعد في تطوير إصدار الصكوك؟
0.826	9.950	0.000*	2	1,850	3- هل ترى أن وجود صناع سوق أكفاء يساعد في تطوير قاعدة إصدار الصكوك وخلق التوازن بين العرض والطلب على الصكوك؟
0.832	9.317	0.000*	1	2.220	4- هل تعتقد أن إدخال إجراءات جديدة لاستدعاء الصكوك قبل تاريخ الاستحقاق من قبل الشركات المصدرة يساعد في تطوير إصدار الصكوك؟
0.788	10.020	0.000*	4	1.840	5- هل ترى بأن نشر الثقافة والوعي بشرعية ومزايا الصكوك يساعد في إصدار صكوك الشركات؟
0.819	11.670	0.000*	5	1.820	6- إيجاد هيئات شرعية في مؤسسة النقد وهيئة السوق المالي يساعد في تطوير إصدار صكوك الشركات.
0.821	20.850	0.000*	6	1.750	7- التوصل إلى معايير شرعية موحدة يتفق عليها الفقهاء يساعد على

الانحراف المعياري STD	اختبار t	%معنوية Sig	الترتيب Rank	المتوسط Mean	سبل تطوير السوق الأولي لإصدار الصكوك السعودية
					تطوير سوق الصكوك
0.951	21.283	0.000*	2	1.850	8- نشر الأبحاث والدراسات المتخصصة حول الصكوك يزيد من إقبال الشركات على إصدارها
				1.8550	المتوسط العام (Gross Mean)

مقياس ليكرت الخماسي (1=موافق جدا 2=موافق 3=محايد 4= غير موافق 5= غير موافق بشدة)

* اختبار t للفروق بين آراء أفراد عينة الدراسة حول سبل تطوير إصدار الصكوك بمعنوية 5%

المرجع: تحليل الباحث

5- النتائج والتوصيات

تشمل أنواع الصكوك في السوق المالي السعودية صكوك المشاركة والمضاربة والمرابحة والإيجارة والسلم والأستصناع والاستسقاء وأكثرها شيوعاً صكوك الأيجارة والمضاربة ثم صكوك المرابحة. ولوحظ من تحليل البيانات الثانوية للدراسة أن حركة إصدارات الصكوك بدت حديثاً في المملكة منذ عام 2006م بواسطة الشركات والمؤسسات الكبيرة مثل شركة سابك ثم تبعها عدد من الشركات كالكهرباء والبنك السعودي الهولندي وشركة دار الأركان والبنك السعودي البريطاني وهيئة الطيران المدني وشركة المراعي وعددها لم يتجاوز 10 شركات وتخطط شركات بن لادن وبنك الجزيرة وبنك الراجحي لإصدار صكوك. وتأتي السعودية في إصدار الصكوك بعد ماليزيا ويليها الإمارات والبحرين والكويت وعمان واندونيسيا والسودان وهناك محاولات أولية لإصدار الصكوك من قبل الأردن ومصر وبعض دول المغرب العربي على مستوى العالم الإسلامي، أما خارج البلدان الإسلامية، قامت الولايات المتحدة وبريطانيا وفرنسا وكوريا واليابان وألمانيا بإصدار الصكوك الإسلامية، وهناك دول أخرى في طريقها لإصدار الصكوك الإسلامية.

تبين من تحليل الدراسة الميدانية أن العوامل المحددة لإصدار الصكوك في السوق المالي السعودي هي تكلفة إصدار الصكوك ومدى منافسة السندات والقروض المصرفية لإصدار الصكوك وحجم الشركة المصدرة للصكوك وكانت نتائجها ذات معنوية إحصائية حسب اختبارات فرضيات الدراسة أما المحددات الأخرى لإصدار الصكوك كتوفر متعهدي تغطية الصكوك، ومستوى التصنيف الائتماني، ونسبة تداول الصكوك، والسيولة في السوق

المالي فهي محددات غير دالة إحصائياً وهو ما أشارت إليه اختبارات فرضيات الدراسة.

كما أشار تحليل اختبار مان وتي أن ليس هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين إجابات كل من مدرء الشركات والأكاديميين في الجامعات. أشارت الدراسة الميدانية إلى طرق تطوير إصدار الصكوك في السوق المالي السعودية وهي مرتبة حسب أهميتها كالآتي (1)) إدخال إجراءات جديدة لاستدعاء الصكوك قبل تواريخ استحقاقها (2) وجود صناع سوق أكفاء (3) نشر أبحاث حديثة حول الصكوك (4) نشر الثقافة والوعي بالصكوك (5) إيجاد هيئات شرعية في مؤسسة النقد وفي السوق المالي السعودي (6) والتوصل إلى معايير شرعية موحدة حول الصكوك (7) سن تشريع متطور للصكوك (8) إيجاد شركات وطنية للتصنيف الائتماني وهذه العوامل المطورة للصكوك ذات دلالة إحصائية بمعنوية 5%.

كما تبين من تحليل البيانات الثانوية للدراسة أن ضعف عملية إصدار وتداول الصكوك في السوق المالي السعودية تعود إلى الأسباب التالية:

- 1- عدم المعرفة بخصائص الصكوك.
- 2- انخفاض تداول الصكوك في السوق المالي السعودية.
- 3- انخفاض العائد السنوي على الصكوك مقارنة مع الأسهم والاستثمار العقاري.
- 4- خلاف العلماء على الأحكام الشرعية للصكوك وحول بعض نماذج الصكوك كالمرابحة.
- 5- غياب شركات الوساطة والجهات المعنية ببرامج تحفيز وترويج الصكوك.

- 6- نقص الموارد البشرية المؤهلة في مجال سوق الصكوك.
- 7- نقص المعايير والأحكام الشرعية المتفق عليها في مجال الصكوك الإسلامية.
- 8- تطبيق الأساليب التقليدية المستخدمة في تصنيف السندات على الصكوك الإسلامية.
- 9- ضعف نوعية الأصول التي تصدر الصكوك بموجبها مما يؤثر سلبا على قيمة وتسعير الصك.
- 10- تعرض الصكوك مثلها مثل السندات إلى التعثر المالي مما يزيد مخاطر حملة الصكوك.
- وتشمل توصيات الدراسة ما يلي:
- 1) إيجاد الأطر القانونية والتشريعية واللوائح التنظيمية للتعامل في الصكوك الإسلامية.
 - 2) زيادة توعية المجتمع بأهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية وذلك من خلال وسائل الإعلام
 - 3) تطوير طرق قياس وتقييم مخاطر الصكوك
 - 4) الأدرج المتقاطع للصكوك فيما بين الدول الإسلامية.
 - 5) إعادة هيكلة الصكوك لضمان حق حملة الصكوك في النفاذ إلى موجودات الشركة في حالة تعثر جهة الإصدار عن السداد.
 - 6) الاهتمام بالتصنيف الائتماني للصكوك في ظل اتفاقية بازل 3 باعتبار التصنيف الائتماني يعطي ثقة للمستثمرين في الصكوك.
 - 7) تفعيل تداول الصكوك من خلال صناع السوق الأكفاء.

- 8) إيجاد مؤسسات داعمة لإصدار وتداول الصكوك تحت رعاية مؤسسة النقد العربي السعودي وهيئة السوق المالي السعودية.
- 9) صناعة الصكوك بحاجة إلى تحسين جودة الأصول وتقييم المخاطر.
- 10) الدعوة إلى تفعيل دور صكوك المرابحة والإيجارة وهي الأكثر شيوعاً في المصرفية الإسلامية حيث ما زال هناك تردد وخلاف حول شرعية صكوك المرابحة.
- 11) الدعوة إلى مراعاة الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك.
- 12) إنشاء صناديق استثمارية للصكوك الإسلامية يشجع إصدار وتداول الصكوك.
- 13) تشجيع إصدار الصكوك السيادية من قبل الحكومة من أجل تمويل مشاريع البنية التحتية ومشاريع الأوقاف الإسلامية مما يشجع على تعميق سوق الصكوك في المملكة.
- 14) استحداث وسائل أكثر تطوراً لعملية التداول باستخدام الصكوك مثل استخدام التداول الإلكتروني للصكوك والبعد عن الإجراءات الورقية المعقدة.
- 15) نشر الوعي بثقافة الاستثمار في الصكوك الإسلامية كبديل للسندات الربوية.

المراجع

1- مراجع باللغة العربية

- أسامة عبدالحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، (2009-1430).
- أسامة عبدالحليم الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، رسالة ماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، (2009-1430).
- العرابي مصطفى، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل الاقتصاد ماليزيا نموذجاً"، رسالة دكتوراه، جامعة طاهري محمد، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2016.
- أبو غدة، عبدالستار، "المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانه". ورقة بحثية قدمت في ندوة الصكوك، جامعة الملك عبدالعزيز. جدة الفترة 24-25 مايو 2010.
- البركة للاقتصاد الإسلامي، "بحوث الاقتصاد الإسلامي". ندوة البركة رقم 32. جدة شهر يونيو 2011.
- ابن عمر يوسف، "تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية"، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2014.
- إسلام عبدالناصر "أثر الصكوك الإسلامية في تمويل الإنفاق الحكومي بالتطبيق على الحالة المصرية" رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، 2016-2017.

- الجارحي، معبد علي وعبدالعظيم أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية. جامعة الملك عبدالعزيز. جدة خلال الفترة 24-26/5/2010.
- الجاسر، محمد "التوجه إلى إصدار الصكوك في المملكة العربية السعودية". مؤسسة النقد العربي. الرياض. 2009
(ID=1093466912 www.menafn.com/qn.asp?story
- الجبير، أحمد عبدالرحيم، أنواع وخصائص الصكوك الإسلامية. 31 أكتوبر 2009 article 2009/10/31/ http:\\www. nqiea. com (294939
- الدوسري، سليمان. الصكوك ومستقبل الصناعة المالية الإسلامية. دبي 2009.
- المطلق، عبدالله بن محمد، الصكوك الشرعية ما لها وما عليها. ندوة الصكوك. المدينة المنورة، الجامعة الإسلامية بتاريخ 9 ابريل 2012
- الناصر، أحمد، المصرفية الإسلامية: أوجه الشبه والاختلاف بين الصكوك والسندات والأسهم
- الهويميل، تركي بن عبدالعزيز (2009) صكوك المرابحة. الاقتصادية بتاريخ 31 تشـرين الأول 2009
(www.aleqt.com/2009/10/31/article_294939)
- الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل، الأحكام والرقابة الشرعية على الصكوك. المنامة 2009
(http:\\www.iifef.com\\node\\898))

- اللجنة المصرفية الإسلامية بالتعاون مع لجنة الإعلام والتوعية المصرفية في البنوك السعودية مركز الرياض للمعلومات والدراسات الاستشارية، الرياض 2018.
- ستاندرد أند بورز، التصنيف والتقييم الائتماني. نيويورك 2009 (www.aleq.com/2009/01/24/article_187831).
- طلفاح، أحمد (2005) محددات وآثار طرق تصنيف الجدارة الائتمانية السيادية، المعهد العربي للتخطيط. شهر ابريل. الكويت
- عثمانى، محمد تقي (2007) ندوة مؤتمر للبنوك الإسلامية في البحرين بتاريخ 14 نوفمبر 2007. المنامة الاقتصادية 2007-11-22.
- عبدالكريم قندوز، مدانى أحمد، "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية.
- زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازن العامة من منظور تمويل إسلامي"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي للصيرفة والمالية الإسلامية، الجامعة العالمية الإسلامية، ماليزيا، 15-16 جوان 2010.
- زاهر على محمد بنى عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، دار عماد الدين، عمان، ط1 2009.
- كناكزية، عز الدين محي الدين، محددات استخدام السندات كأداة تمويلية للشركات المساهمة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة عمان العربية للدراسات العليا. عمان 2010.

- محمد نقي العثماني، ” الصكوك كأداة لإدارة السيولة “، بحث مقدم للندوة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 25- 29 ديسمبر 2010.
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي، أحكام الصكوك. جدة، منظمة المؤتمر الإسلامي 2009 (http://www.ishtirak.org): Sukuk and 2009 (Shari'a)
- مشعل، عبدالباري، الصكوك للمستأجر. شركة رقابة البريطانية للاستشارات الشرعية. 2012 (http://www.aawsat.com=706097&issueno=12418)
- هيئة السوق المالية، إصدارات الصكوك السعودية خلال السنوات 2006-2010م. الرياض. التقرير السنوي، أعداد متفرقة من 2010-2018.
- تقرير شركة السوق المالية السعودية (تداول) أعداد متفرقة من 2011-2019، الرياض.
- تقرير إتحاد المصارف العربية -الأمانة العامة - إدارة الدراسات والبحوث، أعداد متفرقة من 2011-2019.

2- مراجع باللغة الإنجليزية

- Al-Amine, Mohammad, The Sukuk Market: Innovation and Challenges. Islamic Economic Studies, vol.15, no.2 (January2008) PP:1-14
- Masood, Aijazi. Sukuk Issuance and Its Role in the Islamic Inter-Bank Market. A Research Paper at Islamic Financial Market Conference (24-25 January 2007). Karachi.
- Patel, James & Hines, Bonds Rating Methods: Comparison and Validation. Journal of Finance. (Vol.30, No.2. May Mary 1975). PP:631-640.
- SHUAA Capital (2007) Analysis of Sukuk Market, April 25, Dubai. UAE
- Tariq, Ali Arsalan Managing Financing Risks of Sukuk Structures, M.SC Thesis not published at Loughborough University in (2004).UK
- Wharton Andrea & Mohammad Shafique. The Sukuk Market. New Horizon No.179 (April-June 2011), Institute of Islamic Banking & Insurance. Business. Grenoble University. Paris
- <http://ksa.daralhayat.com/ksaarticle/350767>
- [http://twisyat.net/forum/showthread.php? t=46980](http://twisyat.net/forum/showthread.php?t=46980) dated 1\7\2009
- http://www.aleqt.com/2010/07/03/article_414638
- http://www.aleqt.com/a/414638_11407
- <http://www.alriyadh.com/2012/01/10/article699748>
- <http://www.menafn.com.storyID=1093498283&1093500608>.

3- تقارير دورية:

- اختر زيتى عبدالعزيز، “الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها”، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، “المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية”، البند 2 من المعيار الشرعي رقم 517، المنامة – البحرين، 2007.