

# التصيّد في الأسواق المالية الإسلامية

Sukuk in Islamic Financial Markets

---

الدكتور داود محمد

ادارة المصارف الإسلامية

## محاور المحاضرة

- ▷ المدخل إلى الأسواق المالية الإسلامية: التعريف، الخصائص، التطور التاريخي.
- ▷ مفهوم التسكيك والصكوك الإسلامية: الأسس الشرعية، الفرق عن السندات.
- ▷ أنواع الصكوك: الإجارة، المضاربة، المشاركة، الاستصناع، السلم.
- ▷ الأطراف المشاركة في الإصدار: المصدر، مدير الإصدار، المستثمرون، المستشارون.
- ▷ خطوات إصدار الصكوك: التصميم، الموافقة الشرعية، الطرح.
- ▷ آليات التسعير والعوائد: العوامل المؤثرة، أمثلة تطبيقية.
- ▷ الأسواق الأولية والثانوية: الاكتتاب، التداول، التحديات.
- ▷ التحديات الرئيسية: الشرعية، القانونية، السوقية.
- ▷ دور الصكوك في التنمية الاقتصادية: البنية التحتية، الاستدامة.
- ▷ الابتكارات الحديثة: الصكوك الخضراء، الرقمية، الاجتماعية.

# المخرجات المتوقعة

بعد انتهاء المحاضرة، من المتوقع أن يكون الطالب قادرًا على:

- ▷ التمييز بين الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية.
- ▷ فهم وتحليل مفهوم التصكيك والصكوك كأساس شرعي واقتصادي.
- ▷ تصنيف الأنواع المختلفة للصكوك مع إدراك هيكلها وألياتها.
- ▷ تفسير الأدوار التي يؤديها كل طرف في عملية الإصدار.
- ▷ تطبيق خطوات الإصدار والتسوير على حالات عملية.
- ▷ المقارنة بين الأسواق الأولية والثانوية وتقييم آليات التداول.
- ▷ تقييم التحديات الشرعية والقانونية والسوقية التي تواجه الصكوك.
- ▷ استشراف دور الصكوك في التنمية المستدامة والابتكارات المالية الحديثة.



## المدخل إلى الأسواق المالية الإسلامية

- الأسواق المالية الإسلامية تمثل نظاماً موازياً للأسواق التقليدية، نشأ استجابةً لضرورة توافق الأدوات المالية مع الشريعة.
- بدأت ملامحها في سبعينيات القرن العشرين مع ظهور البنوك الإسلامية، ثم تطورت لاحقاً إلى أسواق منظمة.
- مميزاتها: تقوم على تحريم الربا، تحمل المخاطر المشتركة، والارتباط بالاقتصاد الحقيقي.
- أهدافها الأساسية: تعبئة المدخرات، تمويل الأنشطة المشروعية، وتحقيق العدالة في توزيع العوائد.
- تعتبر هذه الأسواق بيئة بديلة تسعى لدمج القيم الدينية مع آليات التمويل الحديثة، مما يعزز ثقة المستثمرين الباحثين عن أدوات شرعية.

## التطور التاريخي للأسوق المالية الإسلامية

- **المرحلة الأولى (1970-1980):** إنشاء البنوك الإسلامية مثل بنك دبي الإسلامي، وظهور الحاجة لأدوات استثمار بديلة.
- **المرحلة الثانية (1990-2000):** إنشاء هيئات تنظيمية مثل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية
- **المرحلة الثالثة (اليوم 2000):** توسيع إصدارات الصكوك عالمياً، خاصة في ماليزيا والخليج.
- الأسواق المالية الإسلامية أصبحت جزءاً من النظام المالي العالمي، بمؤشرات قياس وأدوات استثمارية تنافسية.
- يعكس هذا التطور الانتقال من مجرد فكرة إلى منظومة متكاملة لها حضور دولي.

## مفهوم التصكيك Securitization



- » **التعريف:** تحويل الأصول أو التدفقات المستقبلية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.
- » في التمويل التقليدي، التصكيك غالباً يرتبط بأدوات دين تعتمد على الفائدة.
- » في التمويل الإسلامي، التصكيك يتواافق مع الشريعة من خلال ربط الأوراق بأصول حقيقة أو منافع مشروعة.
- » **الأهمية:** يوفر سيولة للمؤسسات، يخفف الضغط عن البنوك، ويسمح بتمويل مشاريع كبرى عبر مشاركة المخاطر.
- » التصكيك هو الإطار الأشمل، بينما الصكوك الإسلامية تمثل صورته الشرعية المتواقة مع الفقه الإسلامي.

## الفرق بين التصكيك التقليدي والإسلامي

- ▷ التصكيك التقليدي: غالباً يقوم على الفوائد Interest وضمانات مالية تعتمد على الدين.
- ▷ التصكيك الإسلامي (الصكوك): يقوم على بيع أصول حقيقة أو منافع مشروعة، ويشترط المشاركة في الربح والخسارة.
- ▷ النقاط الفارقة:
  - المصدر الشرعي (مشروع/غير مشروع).
  - أداة الدين مقابل أداة الملكية أو المنفعة.
  - توزيع المخاطر: المشاركة في الصكوك مقابل ضمانات في السندات.
- ▷ هذا الفرق يجعل الصكوك أداة تمويلية قائمة على الاقتصاد الحقيقي وليس مجرد التزامات مالية.

# تعريف الصكوك الإسلامية



► التعريف: أوراق مالية متوافقة مع الشريعة، تمثل حصصاً شائعة في أصول أو منافع أو خدمات.

► خصائصها:

- قائمة على أصول أو مشاريع حقيقة.
- لا تضمن رأس المال أو عائدًا ثابتاً مسبقاً.
- تحقق مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

► القيمة الشرعية: تمنح المستثمر الحق في عوائد مشروعة مرتبطة بالأداء الفعلي للمشروع.  
► هذا يميزها عن الأدوات التقليدية و يجعلها أداة استثمارية آمنة شرعاً.

# الأسس الشرعية للصكوك

- ▷ تستند إلى عقود إسلامية مثل: الإجارة، المضاربة، المشاركة، الاستصناع، السلم.
- ▷ كل عقد يحدد آلية توليد العوائد وتقاسم المخاطر.
- ▷ مثال: صكوك الإجارة تقوم على تأجير أصول محددة مقابل عائد مشروع.
- ▷ أهمية الأساس الشرعي: يضمن ثقة المستثمرين، ويحقق الالتزام الديني.
- ▷ وجود هيئة شرعية لمراجعة وتدقيق هيكل الصكوك يعد شرطاً أساسياً لضمان التوافق.



## مقارنة أولية بين الصكوك والسندات



- » **السندات:** التزام بدين محدد مع فائدة ثابتة.
- » **الصكوك:** ملكية في أصل أو منفعة مع عوائد تعتمد على أداء الأصل.
- » **الاختلافات الأساسية:**
  - المرجعية: الربا في السندات مقابل العقود الشرعية في الصكوك.
  - الضمان: التزام ثابت في السندات، تقاسم مخاطر في الصكوك.
  - السيولة: الصكوك أكثر مرنة في التداول وفق الضوابط الشرعية.
- » **النتيجة:** الصكوك أداة تمويلية أخلاقية واقتصادية في آن واحد.

## المخاطر في الصكوك مقابل السندات

- ▷ مخاطر السندات: تقلب أسعار الفائدة، مخاطر الائتمان، التضخم.
- ▷ مخاطر الصكوك:
  - مخاطر التشغيل (ضعف أداء الأصل).
  - مخاطر السوق (تذبذب أسعار الصكوك).
  - مخاطر السيولة (قلة المشترين).
- ▷ الصكوك أكثر ارتباطاً بالمخاطر الاقتصادية الحقيقية، بينما السندات تعتمد على مخاطر مالية بحتة.
- ▷ هذا يجعل الصكوك أداة أكثر شفافية و عدلاً في توزيع المخاطر.



## أهداف إصدار الصكوك

- » التمويل: تمويل المشاريع الكبرى مثل البنية التحتية والمطارات والطرق.
- » تعبئة المدخرات: استقطاب أموال المستثمرين الأفراد والمؤسسات.
- » تحفيز النمو: توفير سيولة تدعم الأنشطة الاقتصادية المنشورة.
- » تعزيز الابتكار المالي: تقديم بديل شرعي تنافسي للسندات.
- » التكامل العالمي: دعم اندماج الأسواق الإسلامية في النظام المالي الدولي.

# صكوك الإجارة

- ▷ تمثل ملكية منفعة أو حصة شائعة في أصل مؤجر. يقوم الـSPV بشراء أصل حقيقي (مبنى، معدات، طائرة) ثم يؤجره للمستأجر مقابل أجرة دورية تُوزَّع على حملة الصكوك.
- ▷ **التدفقات النقدية:** إيجارات دورية مرتبطة بالأصل؛ يمكن ربط الأجرة بمؤشر (مع ضوابط شرعية) مع تحمل المالك مخاطر الملكية الأساسية كالصيانة الجوهرية.
- ▷ **الأطراف:** مصدر الأصل/البائع، الـSPV المُصدر، المستأجر، أمين الحفظ، والهيئة الشرعية.
- ▷ **القابلية للتداول:** عالية لأن الصكوك تمثل أصولاً/منافع حقيقية (وليس ديوناً محضة).
- ▷ **المخاطر:** مخاطر تشغيل الأصل، مخاطر ائتمان المستأجر، مخاطر القيمة المتبقية عند إعادة الشراء، ومخاطر السيولة السوقية.
- ▷ **الالتزام الشرعي:** تحمل مخاطر الملكية من قبل حملة الصكوك (عبر الـSPV)، مع جواز تعين المستأجر وكيلًا بالصيانة الاعتيادية وفق عقد خدمات منفصل.

- » **الحالة:** تصدر جامعة إسلامية صكوك إجارة بقيمة **100 مليون ليرة** لتمويل مبنى تعليمي.  
يشتري الـ SPV المبني ويؤجره للجامعة لمدة **5 سنوات**.
- » **الأجراة:** سنوية تعاقدية **6%** من القيمة الاسمية (6 ملايين ليرة توزّع على حملة الصكوك).
- » **التسوية النهائية:** في نهاية السنة الخامسة، تشتري الجامعة المبني بقيمةٍ متفقٍ عليها تمثل القيمة المتبقية العادلة، فتُستخدم حصيلة البيع لسداد القيمة الاسمية.
- » **المخاطر/النتيجة:** إذا انخفضت القيمة المتبقية أو تعطل الأصل، يتأثر العائد الفعلي؛ أمّا انتظام الإيجارات فيحسن التدفق النقدي ويقارب عائد السند "الكوبوني" لكن على أساس منفعة أصل حقيقي وبآليةٍ متوافقة شرعاً.

# صكوك المراقبة

- ▷ تمثل حصصاً في ديون مراقبة ناتجة عن بيع سلعة للأمر بالشراء بثمن مؤجل يتضمن ربحاً معلوماً.
- ▷ يُمول شراء السلعة نقداً ثم تُباع بالتقسيط، وتُوزَّع الأقساط (أصل + ربح) على حملة الصكوك.
- ▷ **السمة الرئيسية:** عائد شبه ثابت مبني على هامش المراقبة المتفق عليه، ما يمنح وضوهاً أعلى للتدفق النقدي.
- ▷ **القابلية للتداول:** محدودة؛ لأن تمثيل الصكوك لديكلومراقبة (ديون) يجعل تداولها عند غير القيمة الاسمية محل منع شرعاً غالباً، فتحفظ عادةً حتى الاستحقاق أو تُنقل بالقيمة الاسمية.
- ▷ **المخاطر:** مخاطر ائتمان المشتري، مخاطر السلع (قبل البيع)، مخاطر إعادة الاستثمار للأقساط المستلمة، ومخاطر الامتثال الشرعي في تنفيذ مراحل الشراء والبيع.

- الحالات:
    - الـSPV الأدوية نقداً ثم يبيعها للشركة بمراقبة 10% مؤجلة على 12 شهراً.
    - التدفقات: تستلم الجهة المصدرة أقساطاً شهرية تغطي الأصل والربح؛ توزع على حملة الصكوك.
    - النتيجة: يحصل المستثمر على عائد واضح (قرابة 10% سنوياً قبل مصاريف الإصدار).
    - القيود: لا يُتداول الصك في السوق الثانوية (إلا بالقيمة الاسمية غالباً) لأنه يمثل ديناً؛ لذا يجذب مستثمر يحافظ على الاستحقاق" الذين يفضلون اليقين في التدفقات على سيولة التداول.

- » يمثل حملة الصكوك رب المال، بينما يكون المضارب (المدير) هو من يدير المال في مشروع/محفظة وفق ضوابط شرعية، وتقسم الأرباح بنسبة متفق عليها، وتحمل الخسائر على رأس المال (ما لم تثبت تعدى/تفريط المضارب).
- » **الطبيعة الاستثمارية:** عوائد متغيرة مرتبطة بالأداء؛ لا ضمان لرأس المال أو حد أدنى للعائد.
- » **القابلية للتداول:** ممكنة إذا كان وعاء الاستثمار يحتوي على موجودات ومنافع حقيقة غير غالبة عليها النقود/الديون.
- » **المخاطر:** أداء المدير ، مخاطر السوق للمشروعات محل الاستثمار ، مخاطر الحكومة والشفافية، ومخاطر السيولة.

- » **الحالة:** إصدار صكوك مضاربة بقيمة **80 مليون ليرة** لتمويل محفظة منشآت صغيرة بإدارة مؤسسة تمويل إسلامي.
- » **تقسيم الأرباح:** 70% لحملة الصكوك، 30% للمدير. تحقق المحفظة ربحًا سنويًا 12%؛ نصيب المستثمرين **8.4%** قبل التكاليف.
- » **الشفافية:** تقارير فصلية، حدود مخاطر، وهيئة شرعية تراجع الصفقات.
- » **النتيجة:** عائد أعلى محتمل مقابل مخاطر أداء وغياب ضمان رأس المال؛ مناسب للمستثمر الذي يقبل تذبذب النتائج مقابل إمكانية تحقيق قيمة مضافة اقتصادية حقيقية.



## صكوك المشاركة

شراكة في رأس المال (وأحياناً في العمل) بين حملة الصكوك وشريك/شركاء لتملك مشروع أو أصل. الأرباح توزَّع حسب نسبٍ متفق عليها، والخسائر بحسب حصة رأس المال.

• **أشكال شائعة:** المشاركة الدائمة، والمشاركة المتناقصة حيث تؤول الملكية تدريجياً للشريك العامل بشرائه حصصاً دورية.

• **القابلية للتداول:** جيدة إذا كانت أصول المشاركة عينية/منافع لا تغلب عليها النقود/الديون.

• **المخاطر:** مخاطر شريك، مخاطر تشغيل/سوق للأصل، ومخاطر اختلاف المعلومات، لكن الحوكمة القوية والشفافية تحدّ منها.

- **الحالة:** مشروع محطة طاقة شمسية بقيمة **120 مليون ليرة**. يموّل حملة الصكوك **%60** والمطور **%40** عبر صكوك مشاركة متناقصة لمدة **7 سنوات**.
- **التدفقات:** تُباع الكهرباء بعقد شراء طويل الأجل؛ توزّع الأرباح وفق **%65** للمستثمرين و**%35** للمطور في السنوات الثلاث الأولى، ثم تُعاد المعادلة تدريجياً مع شراء المطور لحصة المستثمرين سنوياً.
- **النتيجة:** عائد مرتبط بالأداء التشغيلي وسعر بيع الطاقة؛ خروج منظم للمستثمرين عبر شراء الحصص، مع أثرٍ تنموي واضح للطاقة النظيفة.

# صكوك الاستصناع



- **المفهوم:** تمويل صناعة/إنشاء أصل غير موجود بعد (طرق، مصانع، سفن). يتعاقد SPV مع الصانع/المقاول لإنشاء الأصل وفق مواصفات وتسلیم لاحق، ويمول عبر حصص الصكوك.
- **التدفقات:** دفعات إنجاز للمقاول خلال فترة البناء، يليها غالباً نقل الأصل إلى صيغة إجارة لتوليد إيرادات تشغيلية تُوزَّع على حملة الصكوك.
- **القابلية للتداول:** قبل اكتمال الأصل، تمثل الصكوك حقوقاً وديوناً قيد الإنشاء فتكون قابليتها للتداول محدودة؛ بعد وجود أصل عيني، تتحسن القابلية.
- **المخاطر:** مخاطر التشييد (تأخير/تكلفة)، مخاطر جودة، مخاطر صرف إن وجدت مكونات مستوردة، تُدار بعقود مقاولة محكمة وضمانات أداء.

- » **الحالة:** تمويل جسر حضري بقيمة **200 مليون ليرة** عبر صكوك استصناع  
لمرة **3 سنوات** بناءً ثم **10 سنوات** تشغيلًا بإجارة.
- » **الآلية:** خلال البناء تُسدد دفعات مرحلية للمقاول، وبعد التسلیم يُؤجر الأصل  
للبلدية بعائد سنوي يُوزَّع على المستثمرين.
- » **النتيجة:** تحول هيكل الصك من "إنشاء" عالي المخاطر إلى "تشغيل" يولد  
إيجاراً مستقراً؛ ومع ذلك يبقى نجاح المشروع مرتبطاً بكفاءة الصيانة والإقبال  
على استخدام الجسر (إن كانت هناك رسوم عبور).

# صكوك السَّلْم



- » **المفهوم:** تمويل توريد سلعة مستقبلية بدفع الثمن كاملاً اليوم مقابل تسليم السلعة لاحقاً بمواصفات محددة (محاصيل زراعية، معادن...)، والصكوك تمثل حصصاً في عقد السَّلْم.
- » **التميّز الشرعي:** يُشترط قبض الثمن حالاً وتحديد السلعة بدقة، ولا يجوز بيع دين السلم قبل القبض؛ لذا تداولها محدود غالباً (عند القيمة الاسمية).
- » **إدارة البيع:** يعتمد المصدر عادةً سلماً موازيًا لبيع السلعة عند التسلّم إلى مشتري ثالث بسعر أعلى، فيتحقق هامش للمستثمرين.
- » **المخاطر:** مخاطر عدم التسلّم/الجودة، مخاطر سعر السلعة بين تاريخ الدفع والتسلّم، تُدار بضمانات أداء وتعدد المورّدين والتأمين الموافق شرعاً عند الإمكان.

- **الحالة:** تمويل موسم قمح بقيمة **30 مليون ليرة** لعددٍ من المزارعين عبر صكوك سلم مدتها **9 أشهر**. يدفع الـSPV الثمن الآن، ويسلم **100 ألف طن** بعد الحصاد.
- **آلية التسليم:** يعقد الـSPV سلماً موازياً مع شركة مطاحن لتسليم الكميات نفسها بسعر أعلى يحقق هامشًا متوقعاً **8%** بعد التكاليف.
- **النتيجة:** عائد مرتبط بقدرة المزارعين على التسليم و بتذبذب أسعار القمح؛ محدودية التداول قبل التسليم تعني أن المستثمرين يركزون على التحوّط التشغيلي أكثر من السيولة السوقية، مع أثرٍ تنموي مباشر لتمويل الزراعة.

## الأطراف المشاركة – المصدر

- ▷ **التعريف:** الجهة التي تحتاج التمويل وتصدر الصكوك مقابل أصول أو مشاريع. قد تكون حكومة (إصدار سيادي) أو شركة (إصدار مؤسسي).
- ▷ **مسؤولياته:** اختيار الأصل/المشروع، التعاقد مع الأطراف الأخرى، الالتزام بشروط الإصدار، وتوزيع العوائد.
- ▷ **أهمية المصدر:** سمعته وقوته المالية عامل حاسم في ثقة المستثمرين.
- ▷ **مثال:** حكومة ماليزيا أصدرت صكوكاً لتمويل مشروعات البنية التحتية.

## الأطراف الأخرى (مدير الإصدار – المستثمرون – المستشارون)

- ▷ مدير الإصدار **Lead Manager** بنك استثماري أو مؤسسة مالية يتولى تنظيم العملية، الترويج، تسعير الطرح، والتنسيق مع المستثمرين.
- ▷ المستثمرون: أفراد، صناديق استثمار، بنوك إسلامية، شركات تأمين. يمثلون المشترين لحصص الصكوك.
- ▷ المستشارون:
  - ▷ المستشار الشرعي (هيئة الفتوى والمراجعة).
  - ▷ المستشار القانوني (صياغة العقود وفق القانون المحلي والدولي).
  - ▷ المستشار المالي (تقييم الجدارة المالية وجدواي المشروع).
- ▷ النتيجة: نجاح الإصدار يعتمد على تناغم هذه الأطراف وضمان الشفافية.

## خطوات إصدار الصكوك – التصميم

- **مرحلة التصميم:** تحديد الغرض من الإصدار (بنية تحتية، توسيعة مصنع، تمويل مشروع عام).
- يتم اختيار نوع الصكوك (إجارة، مضاربة، استصناع...) بما يتلاءم مع طبيعة المشروع.
- إعداد هيكل الإصدار عبر الـ **SPV** (Special Purpose Vehicle) الذي يمتلك الأصل ويصدر الصكوك.
- صياغة الشروط: القيمة الاسمية، مدة الإصدار، آلية توزيع العوائد.
- **أهمية هذه المرحلة:** توازن بين مصالح المستثمر والمصدر مع الالتزام الكامل بالضوابط الشرعية.

## خطوات الإصدار - الموافقة الشرعية والطرح

- ▷ **الموافقة الشرعية:** تقوم هيئة شرعية مستقلة بمراجعة الهيكل والعقود، والتأكد من خلوها من الربا والغرر.
- ▷ **بعد الموافقة،** يُعلن عن الطرح إما عبر اكتتاب عام أو خاص.
- ▷ **الطرح العام:** موجه للجمهور الأوسع من المستثمرين، غالباً عبر بورصة.
- ▷ **الطرح الخاص:** يوجه لعدد محدود من المستثمرين المؤسسين.
- ▷ **الشفافية:** نشر نشرة الإصدار التي تحتوي تفاصيل المشروع، المخاطر، وطرق توزيع العوائد.

## آليات تسعير الصكوك – المفهوم



- ▷ التسعير: تحديد قيمة الصكوك والعائد المتوقع.
- ▷ يعتمد على:
  - قوة الجهة المصدرة وملاءتها المالية.
  - نوع العقد (إجارة = عوائد شبه ثابتة، مضاربة = عوائد متغيرة).
  - طبيعة الأصل (مستقر/متذبذب).
  - أوضاع السوق (العرض والطلب، معدلات العائد البديلة).
- ▷ التحدي: الموازنة بين جذب المستثمرين وتكلفة التمويل للمصدر.



## آليات التسعير - تحديد العوائد

- » عوائد ثابتة: في صكوك الإيجار، حيث الإيجار معروف مسبقاً.
- » عوائد متغيرة: في صكوك المضاربة والمشاركة، حيث ترتبط بالأداء الفعلي.
- » أدوات مساعدة للسعير:
  - مقارنة بعوائد أدوات بديلة (سندات حكومية، ودائع مصرفية).
  - التصنيف الائتماني للإصدار.
- » مثال: إذا كانت السندات التقليدية بعائد 5%， قد يُطرح صكوك الإيجار بعائد 5.5-6% لجذب المستثمرين مع الالتزام بالشرعية.



## الأسواق الأولية – الاكتتاب العام

- » التعريف: الطرح الأول للصكوك لبيعها للمستثمرين.
- » الاكتتاب العام: متاح للجمهور عبر البورصات أو المصارف المشاركة.
- » مميزاته: يحقق قاعدة مستثمرين واسعة، يعزز الشفافية، ويضمن السيولة منذ البداية.
- » القيود: أكثر كلفة بسبب متطلبات الإفصاح والتنظيم.
- » مثال: صكوك سيادية سعودية طرحت عبر اكتتاب عام وشهدت طلباً يفوق المعروض.

## الأسواق الأولية – الاكتتاب الخاص



- ▷ **التعريف:** إصدار يُعرض على عدد محدود من المستثمرين (مؤسسات مالية، صناديق سيادية).
- ▷ **المميزات:** أسرع وأقل كلفة من الطرح العام، مرونة أكبر في التفاوض.
- ▷ **القيود:** قاعدة مستثمرين محدودة، ضعف في السيولة عند بدء التداول.
- ▷ **النتيجة:** يُستخدم عادةً عندما تحتاج الجهة المصدرة إلى تمويل سريع أو عندما تكون الأصول معقدة.
- ▷ **مثال:** إصدار صكوك لمشروع عقاري موجّه لصندوق استثمار إسلامي محدد.

## الأسواق الثانوية – المفهوم

- » **التعريف:** السوق التي يتم فيها تداول الصكوك بعد الإصدار الأولي.
- » **الأهمية:** تمنح المستثمر مرونة في البيع والشراء قبل الاستحقاق.
- » **الآلية:** تداول عبر البورصات (مثل ناسداك دبي) أو الأسواق الموازية.
- » **التحديات:** ضعف السيولة في بعض الأسواق الإسلامية، والاختلاف الفقهي حول تداول بعض الأنواع (المرابحة).
- » **الفائدة:** زيادة جاذبية الصكوك كمصدر تمويل لأنها توفر خيار الخروج للمستثمرين.

## الأسواق الثانوية – آليات البيع والشراء



### ► طرق التداول:

- البيع المباشر في السوق المفتوحة.

صفقات ثنائية Over-the-Counter

- عبر منصات إلكترونية متخصصة.

### ► العوامل المؤثرة في الأسعار:

- الأداء الاقتصادي للأصل.

- ثقة السوق بالجهة المصدرة.

- معدلات الفائدة العالمية (كمؤشر مقارن).

### ► النتيجة: التداول يعكس ديناميكية السوق ويمنح المستثمرين سيولة، لكن يظل مقيداً بأحكام شرعية خاصة بكل نوع صك.

## التحديات الشرعية - التوافق الفقهي

- ▷ **المشكلة:** التباين في الاجتهادات الفقهية بين المدارس (الحنفية، الشافعية، المالكية، الحنبلية) وأيضاً بين الهيئات الشرعية الدولية.
- ▷ بعض الهياكل مقبولة في ماليزيا، لكنها مثار جدل في الخليج (مثل صكوك المرابحة أو التورق).
- ▷ **الأثر:** يؤدي إلى تفاوت في ثقة المستثمرين ويضعف قابلية الصكوك للتداول عالمياً.
- ▷ **الحل المقترن:** تعزيز دور هيئات توحيد المعايير مثل AAOIFI ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، وتوسيع نطاق الفتوى الجماعية العابرة للحدود.

## التحديات الشرعية - الاختلافات المذهبية

» أمثلة:

- صكوك المرابحة: مقبولة في ماليزيا، محدودة التداول في دول أخرى.
- صكوك الإجارة: مقبولة على نطاق واسع لارتباطها بأصل ملموس.

» التحدي العملي: المستثمرون العالميون يواجهون تضارباً في الشرعية، ما يحد من سيولة الصكوك في الأسواق الثانوية.

» الحل: توحيد الرؤى عبر لجان مشتركة بين الدول، وإصدار أدلة معيارية تحدد شروط التوافق، مما يزيد الشفافية ويعزز ثقة المستثمر.

## التحديات القانونية والتنظيمية – المحلية

- ▷ **المشكلة:** غياب تشريعات واضحة في بعض الدول لتنظيم إصدارات الصكوك، مما يؤدي إلى غموض قانوني حول حقوق المستثمرين.
- ▷ **أمثلة:** بعض الدول لا تتيح تسجيل الأصول باسم شركة ذات غرض خاص SPV، مما يضعف الضمانات.
- ▷ **الأثر:** يزيد من مخاطر التقاضي وضعف الحماية القانونية لحملة الصكوك.
- ▷ **الحل:** تحديث التشريعات المحلية، وتبني أطر قانونية شاملة مثل التي تطبقها ماليزيا أو الإمارات.

## التحديات القانونية والتنظيمية – الدولية

- » التحدي: غياب إطار قانوني دولي موحد لإصدار السكوك عبر الحدود.
- » أمثلة: إصدار سكوك سيادية في بريطانيا واجه مواءمة مع القانون الإنجليزي ومعايير الشريعة.
- » الأثر: تعقيد عمليات الطرح الدولي، وزيادة تكلفة الاستشارات القانونية.
- » الحل: تعزيز الاتفاقيات الثنائية والمتحدة، واعتماد معايير قانونية متوافقة مع مبادئ الشريعة لتسهيل الإصدارات العابرة للحدود.

## التحديات السوقية - السيولة

- ▷ المشكلة: قلة السيولة في الأسواق الثانوية للصكوك مقارنة بالسندات التقليدية.
- ▷ الأسباب: محدودية عدد الإصدارات، ضعف قاعدة المستثمرين، وتفاوت القبول الشرعي.
- ▷ الأثر: يرفع علاوة المخاطر ويقلل من جاذبية الصكوك للمستثمر المؤسسي.
- ▷ الحل: زيادة حجم الإصدارات، وتطوير منصات تداول إلكترونية متخصصة في الصكوك.

## التحديات السوقية - مخاطر الائتمان وثقة المستثمرين

- ▷ **مخاطر الائتمان:** احتمال تعثر الجهة المصدرة في الوفاء بالتزاماتها.
- ▷ **ثقة المستثمرين:** تتأثر بغياب الشفافية أو ضعف التصنيف الائتماني.
- ▷ **أمثلة:** بعض حالات إعادة هيكلة الصكوك في الخليج أثرت سلباً على سمعة السوق.
- ▷ **الحل:** تعزيز الشفافية، تحسين معايير الإفصاح، وتوسيع دور وكالات التصنيف الإسلامي (مثل RAM في ماليزيا).

## دور الصكوك في التنمية الاقتصادية

- » التمويل التنموي: صكوك البنية التحتية تموّل مشاريع الطرق، المطارات، الطاقة.
- » خلق الوظائف: تمويل المشاريع الكبرى يفتح فرص عمل جديدة.
- » تعزيز الشمول المالي: استقطاب مدخرات الأفراد ضمن قنوات استثمار شرعية.
- » أمثلة: صكوك إندونيسيا لتمويل مشاريع التعليم والصحة.
- » الأثر: أداة استراتيجية لتحقيق أهداف التنمية المستدامة SDGs

## الصكوك والتمويل المستدام

- ▷ **المفهوم:** ربط أدوات التمويل الإسلامية بمشاريع صديقة للبيئة أو اجتماعية.
- ▷ **الأثر:** تعزيز مكانة الصكوك عالمياً كأداة تمويل أخلاقية ومستدامة.
- ▷ **أمثلة:** صكوك خضراء لتمويل الطاقة المتجددة، وصكوك اجتماعية لدعم الإسكان والتعليم.
- ▷ **النتيجة:** الصكوك ليست مجرد أداة شرعية، بل آلية لتمويل المسؤولية الاجتماعية والتنمية البيئية.

## الابتكارات الحديثة – الصكوك الخضراء والرقمية

- ▷ **الصكوك الخضراء:** تمويل مشاريع الطاقة النظيفة، المياه، النقل المستدام.
- ▷ **الصكوك الرقمية:** إصدار وتداول الصكوك عبر تقنية البلوكشين، مما يقلل التكاليف ويزيد الشفافية.
- ▷ **المميزات:** تحسين الكفاءة، جذب المستثمرين الشباب والمؤسسات الدولية.
- ▷ **الأثر:** يفتح أسواقاً جديدة للصكوك ويزيد انتشارها عالمياً.

## الابتكارات الحديثة - الصكوك الاجتماعية

- ▷ **المفهوم:** صكوك موجهة لتمويل مشاريع ذات أثر اجتماعي مباشر (مستشفيات، مدارس، إسكان ميسور).
- ▷ **الأهمية:** تعكس الجانب القيمي للتمويل الإسلامي، وتدعم مبادئ العدالة والتكافل.
- ▷ **أمثلة:** صكوك أطلقتها مؤسسات خيرية لتمويل التعليم والرعاية الصحية في دول نامية.
- ▷ **الأثر:** تجمع بين العائد المالي والأثر الاجتماعي، مما يجذب المستثمرين ذوي التوجّه الأخلاقي.

ضع كلمة (صح) أو (خطأ) أمام كل عبارة.

- » تُعتبر صكوك المراقبة من أكثر الصكوك تداولاً في الأسواق الثانوية بسبب ارتباطها بدينون قابلة للتحويل بسهولة. ( )
- » أحد التحديات الشرعية الرئيسية في سوق الصكوك هو اختلاف الفتاوى بين المذاهب والهيئات الشرعية، مما يؤدي إلى ضعف التوحيد في المعايير. ( )
- » الصكوك السيادية غالباً أقل مخاطرة من الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة، نظراً لاعتمادها على ملاءة الدولة المصدرة. ( )
- » إصدار الصكوك لا يسهم في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية الاقتصادية، بل يقتصر على تمويل التجارة قصيرة الأجل. ( )
- » الصكوك الخضراء والصكوك الاجتماعية تُعد ابتكارات حديثة تهدف إلى ربط التمويل الإسلامي بالأهداف البيئية والاجتماعية العالمية. ( )

اختر الإجابة الصحيحة فقط.

تمثل صكوك الإجارة ملكية ح�ص شائعة في أصول أو منافع حقيقية، لذلك فهي:

أ) غير قابلة للتداول مطلقاً في الأسواق الثانوية.

ب) قابلة للتداول بشكل واسع لارتباطها بأصول حقيقة.

ج) تقتصر على تمثيل دين مستحق فقط.

د) تحقق عوائد ثابتة دائمًا مثل السندات التقليدية.

- عبد العزيز، م. (2017). الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة. مكتبة الإيف بيديا.
- بن إبراهيم، الغالي، بن ضيف، م. ع. (2018). الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات. الجزائر: دار الهدى.



الأكاديمية العربية الدولية  
Arab International Academy

---

شكراً لكم