

التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية

Sukuk in Islamic Financial Markets

الدكتور داوود المحمد

ادارة المصارف الإسلامية

مباحرات المباحرة

- المدخل إلى الأسواق المالية الإسلامية: التعريف، الخصائص، التطور التاريخي.
- مفهوم التصكيك والصكوك الإسلامية: الأسس الشرعية، الفرق عن السندات.
- أنواع الصكوك: الإجارة، المرابحة، 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 قادراً على:
- التمييز بين الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية.
 - فهم وتحليل مفهوم التصكيك والصكوك كأساس شرعي واقتصادي.
 - تصنيف الأنواع المختلفة للصكوك مع إدراك هياكلها وآلياتها.
 - تفسير الأدوار التي يؤديها كل طرف في عملية الإصدار.
 - تطبيق خطوات الإصدار والتسعير 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.
- مميزات: تقوم على تحريم الربا، تحمّل المخاطر المشتركة، والارتباط بالاقتصاد الحقيقي.
- أهدافها الأساسية: تعبئة المدخرات، تمويل الأنشطة المشروعة، 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 للأسواق 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 (2000-اليوم):** توسع 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 يتوافق مع الشريعة من خلال ربط الأوراق بأصول حقيقية 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 المتوافقة 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 حقيقية 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 وليست 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 حقيقية.
- لا تضمن رأس المال أو عائداً 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 ويجعلها أداة استثمارية آمنة شرعياً.



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 مرونة 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 وعدلاً 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 المشروعة.
- تعزيز الابتكار المالي: تقديم بديل شرعي تنافسي للسندات.
- التكامل العالمي: دعم اندماج الأسواق الإسلامية في النظام المالي الدولي.



- تمثل ملكية منفعة أو حصة شائعة في أصل مُؤجَّر. يقوم الـ **SPV** 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، الـ **SPV** المُصدِّر، المستأجر، أمين الحفظ، والهيئة الشرعية.
- **القابلية للتداول:** عالية لأن الصكوك تمثل أصولاً/منافع حقيقية (وليست ديوناً محضاً).
- **المخاطر:** مخاطر تشغيل الأصل، مخاطر ائتمان المستأجر، مخاطر القيمة المتبقية عند إعادة الشراء، ومخاطر السيولة السوقية.
- **الالتزام الشرعي:** تحمّل مخاطر الملكية من قبل حملة الصكوك (عبر الـ **SPV**)، مع جواز تعيين المستأجر وكيلاً بالصيانة الاعتيادية وفق عقد خدمات منفصل.

- **الحالة:** تصدر جامعة إسلامية صكوك إجارة بقيمة **100 مليون** ليرة لتمويل مبنى تعليمي. يشتري ال-SPV المبنى ويؤجره للجامعة لمدة **5 سنوات**.
- **الأجرة:** سنوية تعاقدية **6%** من القيمة الاسمية (**6 ملايين** ليرة توزّع على حملة الصكوك).
- **التسوية النهائية:** في نهاية السنة الخامسة، تشتري الجامعة المبنى بقيمة متفق عليها تمثل **القيمة المتبقية العادلة**، فتستخدم حصيلة البيع لسداد القيمة الاسمية.
- **المخاطر/النتيجة:** إذا انخفضت القيمة المتبقية أو تعطل الأصل، يتأثر العائد الفعلي؛ أمّا انتظام الإيجارات فيُحسن التدفق النقدي ويُقارب عائد السند “الكوبوني” لكن على أساس منفعة أصل حقيقي وبآلية متوافقة شرعاً.

صكوك المراجعة

- تمثل حصصاً في ديون مراجعة ناتجة عن بيع سلعةٍ للأمر بالشراء بثمن مؤجل يتضمن ربحاً معلوماً.
- يُموّل شراء السلعة نقداً ثم تُباع بالتقسيط، وتوزّع الأقساط (أصل + ربح) على حملة الصكوك.
- السمة الرئيسة: عائد شبه ثابت مبني على هامش المراجعة المتفق عليه، ما يمنح وضوحاً أعلى للتدفق النقدي.
- القابلية للتداول: محدودة؛ لأن تمثيل الصكوك لديكولمراجعة (ديون) يجعل تداولها عند غير القيمة الاسمية محلّ منع شرعي غالباً، فتُحفظ 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.

- **الحالة:** شركة توزيع أدوية تحتاج **50 مليون** ليرة لشراء مخزون موسمي. يشتري الـ SPV الأدوية نقدًا ثم يبيعها للشركة بمربحة **10%** مؤجلة على **12 شهرًا**.
- **التدفقات:** تستلم الجهة المصدرة أقساطًا شهرية تغطي الأصل والربح؛ توزع على حملة الصكوك.
- **النتيجة:** يحصل المستثمر على **عائد واضح** (قراءة **10%** سنويًا قبل مصاريف الإصدار).
- **القيود:** لا يُتداول الصك في السوق الثانوية (إلا بالقيمة الاسمية غالبًا) لأنه يمثل دينًا؛ لذا يجذب مستثمري "الاحتفاظ حتى الاستحقاق" الذين يفضلون اليقين في التدفقات على سيولة التداول.

صكوك المضاربة

- يمثل حملة الصكوك ربّ المال، بينما يكون المُضارب (المدير) هو من يدير المال في مشروع/محفظة وفق ضوابط شرعية، وتقسّم الأرباح بنسبة متفق عليها، وتتحمل الخسائر على رأس المال (ما لم تثبت تعدي/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 حقيقية غير غالبية عليها النقود/الديون.
- المخاطر: أداء المدير، مخاطر السوق للمشروعات محل الاستثمار، مخاطر الحوكمة 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 ربحاً سنوياً 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 توزّع حسب نسبٍ متفق عليها، والخسائر بحسب حصص 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. يمول حملة الصكوك 60%، والمطور 40% عبر صكوك مشاركة متناقصة لمدة 7 سنوات.
- **التدفقات:** تُباع الكهرباء بعقد شراء طويل الأجل؛ تُوزَّع الأرباح وفق 65% للمستثمرين و35% للمطور في السنوات الثلاث الأولى، ثم تُعاد المعادلة تدريجيًا مع شراء المطور لحصص المستثمرين سنويًا.
- **النتيجة:** عائد مرتبط بالأداء التشغيلي وسعر بيع الطاقة؛ خروج منظم للمستثمرين عبر شراء الحصص، مع أثر تنموي واضح للطاقة النظيفة.

صكوك الاستصناع



- **المفهوم:** تمويل صناعة/إنشاء أصل غير موجود بعد (طرق، مصانع، سفن). يتعاقد الـ SPV مع الصانع/المقاول لإنشاء الأصل وفق مواصفات وتسليم لاحق، ويموّل عبر حصص الصكوك.
- **التدفقات:** دفعات إنجاز للمقاول خلال فترة البناء، يليها غالبًا نقل الأصل إلى صيغة إجارة لتوليد إيرادات تشغيلية تُوزّع على حملة الصكوك.
- **القابلية للتداول:** قبل اكتمال الأصل، تمثل الصكوك حقوقًا وديونًا 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 مقولة محكمة و ضمانات أداء.

- **الحالة:** تمويل **جسر حضري بقيمة 200 مليون** ليرة عبر صكوك استصناع لمدة **3 سنوات** بناءً ثم **10 سنوات** تشغيلًا بإجارة.
- **الآلية:** خلال البناء تُسَدَّد دفعات مرحلية للمقاول، وبعد التسليم يُؤجَّر الأصل للبلدية بعائد سنوي يُوزَّع على المستثمرين.
- **النتيجة:** تحوّل هيكل الصك من “إنشاء” عالي المخاطر إلى “تشغيل” يولّد إيجارًا مستقرًا؛ ومع ذلك يبقى نجاح المشروع مرتبطًا بكفاءة الصيانة والإقبال على استخدام الجسر (إن كانت هناك رسوم عبور).



- **المفهوم:** تمويل توريد سلعة مستقبلية بدفع الثمن كاملاً اليوم مقابل تسليم السلعة لاحقاً بمواصفات محددة (محاصيل زراعية، معادن...)، والصكوك تمثل حصصاً في عقد السّلم.
- **التميز 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 سَلَمًا موازيًا لبيع السلعة عند التسلم إلى مشترٍ ثالث بسعرٍ أعلى، فيتحقق هامش للمستثمرين.
- **المخاطر:** مخاطر عدم التسليم/الجودة، مخاطر سعر السلعة بين تاريخ الدفع والتسليم، تُدار بضمانات أداء وتعدد الموردين والتأمين الموافق شرعاً عند الإمكان.

- **الحالة:** تمويل موسم قمح بقيمة 30 مليون ليرة لعددٍ من المزارعين عبر صكوك سلم مدتها 9 أشهر. يدفع الـ SPV الثمن الآن، ويتسلم 100 ألف طن بعد الحصاد.
- **آلية التسجيل:** يعقد الـ SPV سَلَمًا موازيًا مع شركة مطاحن لتسليم الكمية نفسها بسعر أعلى يحقق هامشًا متوقعًا 8% بعد التكاليف.
- **النتيجة:** عائد مرتبط بقدرة المزارعين على التسليم وبتذبذب أسعار القمح؛ محدودية التداول قبل التسليم تعني أن المستثمرين يركزون على **التحوط 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 صكوكًا 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 وجدوى المشروع).
- **النتيجة:** نجاح الإصدار يعتمد على تناغم هذه الأطراف وضمان الشفافية.

خطوات إصدار الصكوك – التصميم

- **مرحلة التصميم:** تحديد الغرض من الإصدار (بنية تحتية، توسعة 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، غالبًا عبر بورصة.
- الطرح الخاص: يوجّه لعدد محدود من المستثمرين المؤسسيين.
- 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 الإجارة، حيث الإيجار معروف مسبقاً.
- عوائد متغيرة: في صكوك المضاربة والمشاركة، حيث ترتبط بالأداء الفعلي.
- أدوات مساعدة للتسعير:
 - مقارنة بعوائد أدوات بديلة (سندات حكومية، ودائع مصرفية).
 - التصنيف الائتماني للإصدار.
- مثال: إذا كانت السندات التقليدية بعائد 5%، قد يُطرح صكوك الإجارة 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 طُرحت عبر اكتتاب عام وشهدت طلبًا 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 (كالمرابحة).
- **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 مقيدًا بأحكام شرعية خاصة بكل نوع صك.



التحديات الشرعية – التوافق الفقهي

- **المشكلة:** التباين في الاجتهادات الفقهية بين المدارس (الحنفية، الشافعية، المالكية، الحنبلية) وأيضًا 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 عالميًا.
- **الحل المقترح:** تعزيز دور هيئات توحيد المعايير مثل **AAOIFI** ومجلس الخدمات المالية الإسلامية، وتوسيع نطاق الفتاوى الجماعية العابرة للحدود.

التحديات الشرعية – الاختلافات المذهبية

- أمثلة:
 - صكوك المربحة: مقبولة في ماليزيا، محدودة التداول في دول أخرى.
 - صكوك الإجارة: مقبولة على نطاق واسع لارتباطها بأصل ملموس.
- التحدي العملي: المستثمرون العالميون يواجهون تضاربًا 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 الصكوك عبر الحدود.
- **أمثلة:** إصدار صكوك سيادية في بريطانيا واجه مواءمة مع القانون الإنجليزي ومعايير الشريعة.
- **الأثر:** تعقيد عمليات طرح الدولي، وزيادة تكلفة الاستشارات القانونية.
- **الحل:** تعزيز الاتفاقيات الثنائية والمتعددة، 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 سلبًا 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 عالميًا 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 أسواقًا جديدة للصكوك ويزيد انتشارها عالميًا.

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 التوجه الأخلاقي.

ضع كلمة (صح) أو (خطأ) أمام كل عبارة.

- تُعتبر صكوك المراجعة من أكثر الصكوك تداولاً في الأسواق الثانوية بسبب ارتباطها بديون قابلة للتحويل بسهولة. ()
- أحد التحديات الشرعية الرئيسة 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. ()

اختبار عملي

- اختر الإجابة الصحيحة فقط.
- تمثل صكوك الإجارة ملكية حصص شائعة في أصول أو منافع حقيقية، لذلك فهي:
- أ) غير قابلة للتداول مطلقاً في الأسواق الثانوية.
- ب) قابلة للتداول بشكل واسع لارتباطها بأصول حقيقية.
- ج) تقتصر على تمثيل دين مستحق فقط.
- د) تحقق عوائد ثابتة دائماً 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.

شكراً لكم