

Received on (21-05-2025) Accepted on (24-06-2025)

<https://doi.org/10.33976/IUGJSL.33.2/2025/6>

## Sovereign Sukuk and Their Impact on the Development of Islamic Financial Markets: Leading International Islamic Experiences

Ahmed G M MHANNA<sup>\*1</sup>, Adnan A. M. Oweida<sup>\*2</sup>

PhD, Student<sup>(1)</sup>

\*Corresponding Author: [Mhannaahmed@gmail.com](mailto:Mhannaahmed@gmail.com)

### Abstract:

This research examines the topic of sovereign sukuk and their impact on the development of Islamic financial markets through an analytical study of leading international experiences, including Saudi Arabia, Malaysia, and Indonesia. The study aims to highlight the role of sovereign sukuk as a strategic financing tool that contributes to enhancing financial stability, attracting investments, and expanding the scope of Islamic finance globally.

The significance of the research lies in shedding light on the clear shift toward long-term sukuk, the increasing contribution of sovereign entities in structuring and developing this market in alignment with Islamic Sharia principles, and addressing global economic challenges.

The study adopts a comparative analytical approach by tracking financial data, analyzing trends, and reviewing influential legislative and regulatory frameworks.

The study concludes with several findings, including the sustained growth of sovereign sukuk issuances, the leading role of some Islamic countries in driving the market, and the absence of short-term issuances internationally in certain years, reflecting a trend toward sustainable financing. Among the key recommendations are the need to strengthen legislative frameworks, encourage structural diversification of sukuk, and enhance transparency to boost investor confidence and broaden the global Islamic finance base.

**Keywords:** Islamic sukuk, Sovereign Sukuk, Islamic finance, economic growth, Islamic financial markets, investments.

الصكوك السيادية وأثرها على تنمية الأسواق المالية الإسلامية:

تجارب إسلامية دولية رائدة

أحمد مهنا<sup>1</sup>، عدنان عويضة<sup>2</sup>

المخلص:

تتناول هذا البحث موضوع الصكوك السيادية وأثرها على تنمية الأسواق المالية الإسلامية، من خلال دراسة تحليلية لتجارب دولية رائدة مثل المملكة العربية السعودية، ماليزيا، إندونيسيا. وتهدف الدراسة إلى إبراز دور الصكوك السيادية كأداة تمويلية استراتيجية تُسهم في تعزيز الاستقرار المالي، وجذب الاستثمارات، وتوسيع نطاق التمويل الإسلامي عالمياً.

وتكمن أهمية البحث في تسليط الضوء على التحول الواضح نحو الصكوك طويلة الأجل، وارتفاع مساهمة الجهات السيادية في هيكلة وتطوير هذا السوق بما يتماشى مع متطلبات الشريعة الإسلامية والتحديات الاقتصادية العالمية، واعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي المقارن من خلال تتبع البيانات المالية، وتحليل الاتجاهات، واستعراض الأطر التشريعية والتنظيمية المؤثرة. وخلصت الدراسة إلى عدد من النتائج أن النمو المستمر لإصدارات الصكوك السيادية، ودور بعض الدول الإسلامية في قيادة السوق، وغياب الإصدارات قصيرة الأجل دولياً في بعض السنوات، مما يعكس توجهاً نحو التمويل المستدام. ومن أهم التوصيات التي خرجت بها الدراسة هو أنه يجب دعم التشريعات، تشجيع التنوع الهيكلي للصكوك، وتعزيز الشفافية لزيادة ثقة المستثمرين وتوسيع قاعدة التمويل الإسلامي عالمياً.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، الصكوك السيادية، التمويل الإسلامي، النمو الاقتصادي، الأسواق المالية الإسلامية، الاستثمارات.

## مقدمة:

بسم الله الرحمن الرحيم، الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا محمد، وعلى آله وصحبه أجمعين. في ظل التحولات الاقتصادية العالمية والحاجة المتزايدة إلى أدوات تمويل مرنة ومستدامة، برزت الصكوك الإسلامية كابتكار مالي رائد يمزج بين مبادئ الشريعة الإسلامية ومتطلبات الأسواق المعاصرة. وشهد هذا القطاع نمواً كبيراً خلال العقود الأخيرة، مدعوماً بدخول الجهات السيادية بقوة إلى سوق الإصدارات، مما عزز ثقة المستثمرين ووسّع نطاق السوق إقليمياً وعالمياً.

وتُعد الصكوك السيادية حجر الزاوية في التمويل الإسلامي الحديث، حيث تستخدمها الحكومات كأداة استراتيجية لتمويل المشاريع التنموية الضخمة، وسد عجز الميزانيات، وتنويع مصادر التمويل بعيداً عن الأدوات التقليدية. أبرزت جائحة كوفيد-19 أهمية هذه الأداة، إذ لجأت دول عديدة إلى إصدار الصكوك لدعم اقتصاداتها المتضررة، مما عزز مكانتها في المشهد المالي العالمي.

وتكمن أهمية هذه الدراسة في تحليلها لتجارب دول رائدة مثل ماليزيا، إندونيسيا، والمملكة العربية السعودية، التي نجحت عبر سياسات مالية وتشريعية متطورة في بناء أسواق صكوك سيادية نشطة ومتكاملة. ساهمت هذه الدول في تعزيز البنية المؤسسية والتنظيمية، وتطوير هياكل إصدار متنوعة ومرنة، مع الالتزام الكامل بالشريعة، مما جعلها مراكز مالية إقليمية وعالمية.

وتسعى الدراسة للإجابة عن أسئلة جوهرية، مثل: ما دور الصكوك السيادية في تطوير الأسواق المالية الإسلامية؟ وكيف دعمت التجارب الدولية هذا الدور؟ كما تتناول التحولات الهيكلية في سوق الصكوك، مع التركيز على التوجه نحو الإصدارات طويلة الأجل وسط التحديات الاقتصادية العالمية والطلب المتزايد على أدوات تمويل مستقرة ومتوافقة شرعياً.

واعتمدت الدراسة المنهج التحليلي المقارن، مستندة إلى بيانات كمية ونوعية، مع تحليل اتجاهات الإصدارات، هيكلها الزمني، أداء الأسواق، والأطر القانونية والتنظيمية. كما تستعرض التفاعل بين السياسات المالية للدول واحتياجاتها التنموية من جهة، ومتطلبات السوق والمستثمرين من جهة أخرى. ويسهم البحث في سد فجوة معرفية حول دور القطاع السيادي في تعميق أسواق الصكوك، ويقدم تحليلاً لتجارب ناجحة يمكن لدول أخرى الاستفادة منها لتطوير أدواتها التمويلية. كما تقدم نتائجاً وتوصيات رؤى عملية للجهات التنظيمية، المصدرين، والمستثمرين لتعزيز التمويل الإسلامي المستدام.

## مشكلة الدراسة:

على الرغم من النمو الملحوظ في استخدام الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية متوافقة مع الشريعة، تواجه الأسواق المالية الإسلامية تحديات تتعلق باستدامة هذا النمو، ومدى تأثير الإصدارات السيادية في تعزيز البنية السوقية، وتوسيع قاعدة المستثمرين، وتحقيق الاستقرار المالي. ويبرز التحول المتزايد نحو الصكوك السيادية طويلة الأجل كمحور رئيسي يثير تساؤلات حول تأثيرها على هيكلية الأسواق، وتنويع أدوات التمويل، وبناء الثقة المؤسسية والمجتمعية. كما أن التجارب الدولية المتنوعة في عدد من الدول الإسلامية، تؤكد الحاجة إلى دراسة مقارنة تفصيلية لتقييم فعالية النماذج المتبعة، تحديد التحديات، واستخلاص الدروس القابلة للتعميم أو التطوير لدعم هذا القطاع الحيوي.

### السؤال الرئيس:

ما مدى تأثير الصكوك السيادية في تطوير الأسواق المالية الإسلامية، وما أبرز ملامح التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال؟

### الأسئلة الفرعية:

- كيف تسهم الصكوك السيادية في تنوع أدوات التمويل الإسلامي ورفع جاذبية الأسواق المالية؟
- ما تأثير الإصدارات السيادية طويلة الأجل على استقرار الأسواق المالية وتوجهات المستثمرين؟
- ما العوامل القانونية والتنظيمية التي ساهمت في نجاح التجارب الدولية الرائدة في إصدار الصكوك السيادية؟
- إلى أي مدى دعمت الصكوك السيادية تمويل المشاريع التنموية الرئيسية؟
- ما التحديات الرئيسية التي تعوق توسيع نطاق الصكوك السيادية في الأسواق المالية الإسلامية؟
- ما التوصيات المقترحة لصناع القرار لزيادة فعالية الصكوك السيادية في تعزيز الأسواق المالية الإسلامية؟

### أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تقييم تأثير الصكوك السيادية على تطوير الأسواق المالية الإسلامية من خلال تحليل حجم الإصدارات، تنوع الهياكل التمويلية، ومدى مساهمتها في الاستقرار المالي.
- رصد الاتجاهات الحديثة في إصدارات الصكوك السيادية، مع التركيز على توزيعها بين الأجل القصير والطويل، وتحليل انعكاسات ذلك على ديناميكيات السوق.
- دراسة وتحليل التجارب الدولية الرائدة في إصدار الصكوك السيادية، لفهم عوامل نجاحها.
- تحديد العوامل التنظيمية، التشريعية، والاقتصادية التي أثرت إيجاباً أو سلباً على تطبيق الصكوك السيادية في أسواق مختارة.
- استخلاص الدروس المستفادة والتحديات المشتركة التي تواجه تطوير سوق الصكوك السيادية على المستوى العالمي.
- تقديم توصيات عملية وموجهة لصناع القرار والمشرعين لتعزيز كفاءة الصكوك السيادية وتكاملها ضمن النظام المالي الإسلامي.

### أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من الجوانب التالية:

- محدودية الدراسات العربية المتخصصة التي تناولت الأثر الاستراتيجي للصكوك السيادية على الأسواق المالية الإسلامية، مما يجعلها إسهاماً معرفياً قيماً.
- الاعتماد المتزايد عالمياً على الصكوك كأداة رئيسية لتمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية المستدامة، مما يبرز الحاجة إلى تحليل معمق لتطورات هذا القطاع.
- إبراز تجارب دولية ناجحة يمكن أن تشكل نماذج إرشادية لتطوير سياسات وطنية تدعم الأسواق المالية الإسلامية.

- تزويد صناع القرار والمؤسسات المالية بتحليلات كمية ونوعية تساهم في اعتماد نماذج تمويل إسلامية أكثر فعالية واستدامة.
- تعزيز التوازن بين أهداف الشريعة الإسلامية ومتطلبات الاقتصاد الحديث من خلال تطوير أدوات تمويلية مبتكرة تتسم بالشفافية، الكفاءة، والامتثال الشرعي

#### منهجية الدراسة

تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي كأداة رئيسية لدراسة ظاهرة الصكوك السيادية، من خلال جمع وتحليل البيانات المتعلقة بإصداراتها العالمية وتقييم تأثيرها على تطوير الأسواق المالية الإسلامية. كما تستند الدراسة إلى مزيج من المناهج التالية لضمان شمولية التحليل:

- **المنهج المقارن:** يُستخدم لدراسة تجارب دول رائدة في إصدار الصكوك السيادية، في عدد من الدول الإسلامية ويهدف هذا المنهج إلى تحديد أوجه التشابه والاختلاف بين هذه التجارب، مع التركيز على العوامل المؤثرة في نجاحها أو التحديات التي تواجهها.
- **المنهج الكمي الجزئي:** يركز على تحليل البيانات الإحصائية المتعلقة بإصدارات الصكوك، بما في ذلك حجم الإصدارات، معدلات النمو، وتوزيعها حسب الأجل الزمني (قصير وطويل الأجل)، وطبيعة المصدرين (سيادي، شبه سيادي، مؤسساتي). يتم دعم التحليل باستخدام الرسوم البيانية والجداول لتوضيح الاتجاهات.
- **المنهج الاستقرائي:** يُستخدم لتتبع الاتجاهات العامة في سوق الصكوك السيادية، واستخلاص استنتاجات من البيانات العملية والواقعية للأسواق المالية الإسلامية، مما يساهم في صياغة توصيات عملية وقابلة للتطبيق.

#### الدراسات السابقة

##### أولاً: الدراسات العربية:

(1) دراسة وليد عوجان، بعنوان: "الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة"، الإمارات العربية المتحدة: دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، (2015م).

سعت هذه الدراسة إلى تقديم تعريف شامل بالصكوك الإسلامية من خلال تناول أنواعها، وخصائصها، وآليات عملها، وضوابط استخدامها الشرعي والاقتصادي. وقد سلطت الضوء على دور الصكوك الإسلامية كأداة مالية فعالة ضمن أدوات التمويل والاستثمار الإسلامي، التي تساهم في دعم تطور الصناعة المصرفية الإسلامية وتعزيز جهود التنمية الاقتصادية، سواء على مستوى الحكومات أو المؤسسات.

وأبرزت الدراسة أهمية الصكوك الإسلامية باعتبارها بديلاً مشروعاً عن السندات الربوية، حيث تتيح للمصارف الإسلامية والهيئات الحكومية إمكانية تعبئة الموارد المالية وتغطية عجز الميزانيات العامة بأسلوب يتوافق مع الشريعة الإسلامية. ومنهجياً، اعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي لتأصيل الإطار النظري من خلال مراجعة الأدبيات والدراسات السابقة، إلى جانب المنهج الاستنباطي لاستخلاص الضوابط الشرعية الحاكمة للصكوك، بالرجوع إلى فتاوى المجامع الفقهية والمؤتمرات العلمية ذات الصلة.

ومن أبرز نتائج الدراسة، تزايد الإقبال على الخدمات المصرفية الإسلامية، ودور الصكوك في تطوير الأسواق المالية الإسلامية، فضلاً عن فاعليتها في تجميع السيولة وتوفير التمويل اللازم للمؤسسات والحكومات. وقد خلصت إلى عدد من التوصيات، من أبرزها ضرورة تكثيف الجهود لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، بما يوفر بدائل متكاملة تحاكي الأدوات التقليدية، مع التأكيد على أهمية توسيع استخدام الصكوك الإسلامية من قبل الدول والمؤسسات باعتبارها أداة تمويل متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

(2) **بن قايده الشيخ: دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية -دراسة التجربة الماليزية 2008-2017، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، (2020م).**

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على دور الصكوك في تنشيط وتطوير المؤسسات المالية الإسلامية التي تسعى دوماً إلى البحث عن تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية الإسلامية من أجل مساهمتها في تعبئة الموارد المالية لأغراض تنمية واقتصادية. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب المنهج الوصفي التحليلي المدعم بالبيانات، وقد خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية أضحت أحد أهم الأدوات التمويلية التي يعول عليها عالمياً ومحلياً في جذب المدخرات، وتوظيفها في مشاريع تنمية كبرى خصوصاً مشروعات البنية التحتية التي تحتاجها بعض الدول التي تعاني من عجز في التمويل، وهو ما تبنته دولة ماليزيا في استخدام أداة الصكوك لتطوير اقتصادها من خلال نظام مالي إسلامي شامل يزرع بأدوات مالية مستوحاة من الشريعة الإسلامية. وأوصت الدراسة بضرورة الاستفادة من التجربة الماليزية في مجال استخدام أداة الصكوك في أسواقها المالية باعتبارها من الدول الرائدة عالمياً في هذا المجال، خصوصاً بالنسبة للدول التي تعاني عجز في مواردها المالية مثل الجزائر.

**ثانياً: الدراسات الأجنبية**

**1) Ayoub Ledhem: Does Sukuk financing boost economic growth? Empirical evidence from Southeast Asia, PSU Research Review, December 2020.**

هدفت هذه الورقة إلى التحقيق بشكل تجريبي فيما إذا كان تمويل الصكوك يعزز النمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا في إطار نموذج النمو الداخلي. وقد طبقت هذه الورقة طريقة نظام لوحة ديناميكية من خطوة واحدة معممة للحظات كنهج تقدير مثالي للتحقيق في تأثير تمويل الصكوك على النمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا الممتد من الربع الرابع من عام 2013 إلى الربع الثالث 2019. تم تمويل الصكوك من خلال إجمالي حيازات الصكوك المصدرة، في حين كان النمو الاقتصادي مقومًا بإجمالي الناتج المحلي. غطت العينة جميع المؤسسات المالية الإسلامية الكاملة في أكثر دول الأسواق المالية للصكوك تطوراً في جنوب شرق آسيا (ماليزيا وإندونيسيا وبروناي). وقد أظهرت النتائج أن تمويل الصكوك يعزز النمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا، مما يعكس الدور المهم للأسواق المالية الإسلامية للصكوك كمساهم حيوي في النمو الاقتصادي.

**2) Mohammed Ayoub Ledhem and Mohammed Mekidiche: Islamic securities (Sukuk) and economic growth: New empirical investigation from Southeast Asia using non-parametric analysis of MCMC panel quantile regression, Islamic Economic Studies, December 2021.**

هدفت هذه الورقة إلى التحقيق تجريبياً فيما إذا كانت الأوراق المالية الإسلامية تعزز النمو الاقتصادي في منطقة جنوب شرق آسيا بناءً على نظرية النمو الداخلي، باستخدام التحليل غير البارامتري. حيث طبقت هذه الورقة الانحدار الكمي للوحة مع تحسين سلسلة ماركوف-مونت كارلو كنهج غير حدودي مثالي للتحقيق في تأثير الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي بدءاً من الربع الرابع من 2013م، إلى الربع الرابع لعام 2019م، في جنوب شرق آسيا. وقد تم استخدام إجمالي حيازات الأوراق المالية الإسلامية المصدرة كإجراء للأوراق المالية الإسلامية، بينما تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي كبديل للنمو الاقتصادي. شملت العينة جميع المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في أكبر دول أسواق الأوراق المالية الإسلامية التقدمية في جنوب شرق آسيا (ماليزيا وإندونيسيا وبروناي دار السلام)، وقد أكدت النتائج أن زيادة إصدار الأوراق المالية الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية في جنوب شرق آسيا تؤدي إلى زيادة مستويات النمو الاقتصادي، مما يعكس الدور المهم لتنمية سوق رأس المال الإسلامي كمساهم نشط في النمو الاقتصادي. وتعتبر نتائج هذه المراجعة بمثابة خارطة طريق للمحللين الماليين وصانعي السياسات وصناع القرار لتحفيز أسواق الأوراق المالية الإسلامية كمصدر آخر للتمويل يمكن أن يعزز النمو الاقتصادي. حيث هذا البحث هو الأول الذي يبحث بشكل تجريبي في العلاقة بين الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في جنوب شرق آسيا باستخدام تحقيق تجريبي جديد مبني على التحليل غير البارامتري والمحدد ضمن السياق النظري لنموذج النمو الداخلي للحصول على أدلة قوية حول هذه العلاقة.

#### الجديد في الدراسة الحالية:

تتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بتركيزها النوعي والمحدد؛ إذ تتناول مدى تأثير الصكوك السيادية في تطوير الأسواق المالية الإسلامية، إلى جانب استعراض أبرز ملامح التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال، مما يمنحها طابعاً تحليلياً وتطبيقياً معمقاً. أما الدراسات السابقة، فقد تناولت موضوع الصكوك الإسلامية من زوايا أكثر عمومية، مثل: الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، ودور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل الإسلامي وتحقيق التنمية الاقتصادية، كما هو الحال في دراسة التجربة الماليزية خلال الفترة 2008-2017، والتي ركزت على البعد الاقتصادي للصكوك دون التوسع في أثرها المباشر على بنية الأسواق المالية الإسلامية.

#### هيكل الدراسة:

تتضمن الدراسة المحاور التالية:

- المقدمة
- مشكلة الدراسة
- أهمية الدراسة
- أهداف الدراسة
- المنهجية المستخدمة
- الدراسة السابقة
- الجديد في الدراسة الحالية

**المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية وضوابطها**

المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية

### المبحث الثاني: نظرة عامة حول السوق العالمية للصكوك

المطلب الأول: تحليل تطور الإصدارات العالمية للصكوك

المطلب الثاني: توزيع إصدارات الصكوك العالمية حسب حالة الجهة المُصدرة

### المبحث الثالث: تجارب دولية رائدة في مجال الصكوك الإسلامية

المطلب الأول: تجربة الصكوك الإسلامية في ماليزيا

المطلب الثاني: عوامل قوة وتطور تجربة سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا

### المبحث الرابع: تجربة الصكوك الإسلامية في إندونيسيا

المطلب الأول: مجهودات الحكومة الإندونيسية في تطوير سوق الصكوك

### المبحث الخامس: تجربة الصكوك الإسلامية في السعودية

المطلب الأول: التطور التاريخي لسوق الصكوك في السعودية

المطلب الثاني: أسباب تطور سوق الصكوك الإسلامية في السعودية

المطلب الثالث: تطور الإطار التنظيمي لسوق الصكوك الإسلامية في السعودية

### المبحث السادس: مقارنة الدول الرائدة في إصدار الصكوك

### المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية وضوابطها

يُعد الإسلام نظامًا متكاملًا للحياة، ويوفّر الأساس اللازم لإيجاد حلول شاملة لمختلف مشكلات الإنسانية، بما في ذلك القضايا الاقتصادية. ومن هذا المنطلق، يقع على عاتق المسلمين مسؤولية فهم المبادئ الإسلامية بوضوح، وتفسير الأحكام الشرعية تفسيرًا سليمًا، من أجل تقديم حلول عملية للمجتمع والاقتصاد، تستند إلى مبادئ القرآن الكريم والسنة النبوية، وتسعى لتحقيق المقاصد الشرعية.

### المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية

يصنف المعيار الشرعي للصكوك الخاص بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) الصكوك على أنها صكوك استثمارية من أجل فصلها عن الأسهم والسندات. وهي تعرفها على أنها: "شهادات ذات قيمة متساوية تمثل حصصًا غير مجزأة في ملكية الأصول الملموسة، وحق الانتفاع والخدمات أو (في ملكية) أصول مشاريع معينة أو نشاط استثماري خاص، ومع ذلك، فإن هذا صحيح بعد استلام قيمة الصكوك وإقفال باب الاكتتاب وتوظيف الأموال المستلمة للغرض الذي صدرت الصكوك من أجله"<sup>(2)</sup>. في حين عرّف البنك الإسلامي للتنمية الصكوك على أنها<sup>(3)</sup>: "سند مدعوم بأصول يتم تنظيمه وفقًا للشريعة الإسلامية ويمكن تداوله في السوق". وعلى صعيد آخر، يعرف سوق الصكوك وسندات الدين في ماليزيا الصكوك على أنها: "الشهادات ذات القيمة المتساوية التي تمثل مصلحة غير مجزأة (تتناسب مع مصلحة المستثمر) في ملكية الأصل الأساسي (كلاهما ملموس وغير ملموس) أو حق الانتفاع أو الخدمات أو الاستثمارات في مشاريع معينة أو أنشطة استثمارية خاصة". بناءً على هذا المفهوم، تتمتع الصكوك بميزة

(2) Jabeen, Z., & Javed, M. T. (2007). **Sukuk-structures: an analysis of risk-reward sharing and wealth circulation**. *The Pakistan Development Review*, p 407.

(3) Al-Sayed, O. (2013). Sukuk risk: Analysis and management. *European Journal of Applied Social Sciences Research*, 1(3), p 67.

وفائدة جيدة في كونها مدعومة بالأصول، وبالتالي يتميز أصحاب المصلحة في الصكوك بمستوى من الحماية قد لا يكون موجوداً في السندات التقليدية<sup>(4)</sup>.

#### المطلب الثاني: الالفاظ ذات الصلة بالصكوك الإسلامية

تُعد الصكوك الإسلامية من أبرز أدوات التمويل المعاصرة التي تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث تمثل أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة تُستخدم في تمويل المشاريع وتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة. وقد أصبحت الصكوك الشرعية، سواء كانت سيادية أو خاصة، من الآليات الأساسية في إدارة السيولة داخل المؤسسات المالية الإسلامية، بما في ذلك البنوك الإسلامية وشركات الاستثمار. وتتنوع أنواع الصكوك بحسب العقود الشرعية المستخدمة، مثل صكوك الإجارة، وصكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك المرابحة، وصكوك الاستصناع، وصكوك السلم، إضافة إلى الصكوك المركبة التي تجمع بين أكثر من صيغة تمويلية. وتخضع هذه الصكوك لرقابة الهيئة الشرعية لضمان التزامها بالضوابط والفتاوى المالية. ويلعب سوق الصكوك دوراً محورياً في أسلمة الأسواق المالية، من خلال توفير بدائل استثمارية آمنة ومستقرة تتماشى مع مبادئ الحوكمة الشرعية والشفافية المالية. ويُراعى عند هيكلة الصكوك مجموعة من العوامل مثل آجال الاستحقاق، والتصنيف الائتماني، ومخاطر الاستثمار، لضمان تحقيق أقصى درجات الكفاءة والامتثال. وفي ظل تنامي الاهتمام العالمي بالتمويل الإسلامي، برزت تجارب دولية رائدة في إصدار وتداول الصكوك، سواء على المستوى المحلي أو الدولي، مما ساهم في تطوير سوق رأس المال الإسلامي وتعزيز جاذبية الاستثمار في الأدوات المتوافقة مع الشريعة.

#### المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية

تُعدّ الصكوك الإسلامية من أبرز الأدوات التمويلية المعاصرة التي لاقت اهتماماً واسعاً في الأوساط الاقتصادية والشرعية، نظراً لقدرتها على تحقيق التوازن بين الكفاءة المالية والالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية. وقد أجمعت المجامع الفقهية، كمجمع الفقه الإسلامي الدولي وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوبي)، على مشروعية الصكوك الإسلامية من حيث الأصل، بشرط التزامها بالضوابط الشرعية. وتقوم الصكوك الإسلامية على أساس الملكية الحقيقية للمشروعات أو الأصول أو المنافع أو الخدمات، وتُصدر وفق عقود شرعية معتبرة مثل:

- صكوك الإجارة
- صكوك المضاربة
- صكوك المشاركة
- صكوك السلم
- صكوك الاستصناع
- صكوك المرابحة

#### - شروط الجواز الشرعي للصكوك الإسلامية:

1. أن تمثل الصكوك ملكية حقيقية في أصول أو منافع أو خدمات مشروعة.
2. أن تخلو من الربا، والغرر الفاحش، والمقامرة، أو أي عنصر محرّم شرعاً.
3. أن يتم إصدارها وهيكلتها بناءً على عقود شرعية صحيحة ومعتمدة.
4. أن تكون خاضعة لرقابة هيئة شرعية مستقلة تتابع الهيكلة والإصدار والتداول.

<sup>(4)</sup> Ahmed, E. R., et al. (2014). *Sukuk legitimacy: a new measurement based on content analysis*.p 3.

5. ألا تتضمن ضمانًا بقيمة اسمية في نهاية الأجل من طرف واحد (إلا في حالات الخسارة أو التصفية العادلة).
6. ألا تتحول الصكوك إلى مجرد ديون مالية يتم تداولها بقيم مختلفة عن قيمتها الاسمية.

#### متى تكون الصكوك غير جائزة شرعًا؟

- إذا كانت تمثل ديونًا أو نقودًا ويتم تداولها بأقل أو أكثر من قيمتها، فتدخل في ربا النسيئة أو الفضل.
  - إذا تضمنت فوائد ربوية ثابتة كما هو الحال في السندات التقليدية.
  - إذا كانت تقتصر إلى الملكية الحقيقية، وتعتمد على الوعود بالدفع فقط.
  - إذا غابت عنها الرقابة الشرعية أو احتوت على شروط مخالفة لأحكام الشريعة.
- والخلاصة أن الصكوك الإسلامية مشروعة وجائزة شرعًا إذا صدرت وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، وأنشئت على أسس تمويلية سليمة بعيدة عن المحرمات الربوية والمخاطر غير المشروعة، مع ضرورة الالتزام بالرقابة الشرعية منذ التأسيس وحتى مرحلة التداول والانتهاء. أما إذا اختلت هذه الضوابط، فإنها تفقد مشروعيتها وتدخل في دائرة التعاملات المالية المحرمة.
- وإن ارتباط الصكوك الإسلامية بالإطار المستمد من الشريعة الإسلامية قد أضفى عليها العديد من التحديات المتعلقة بالمعايير الشرعية التي يجب أن تُبنى عليها آليات عملها. وتبرز هذه التحديات بشكل خاص في الإشكالات العملية الناتجة عن الاجتهاد الذي يميز عملية إقرار هذه الأدوات التمويلية، سواء على المستوى الكلي في هيكلها العام، أو على المستوى الجزئي في آليات عملها، والأطراف المشاركة فيها، والعلاقات القانونية والمالية التي تحكمها.

#### أولاً: معايير تقويم الصكوك الإسلامية على أساس مقاصد الشريعة الإسلامية

يتم الاستناد إلى جملة معايير لتحديد ما إذا كانت الصكوك الإسلامية متوافقة مع مقاصد الشريعة الإسلامية. حيث تبرز هذه المعايير في ثلاثة جوانب رئيسية هي<sup>(5)</sup>:

#### 1\_ المعايير المتعلقة بالباعث على العقد

تتضمن المعايير الشرعية المرتبطة بالباعث على العقد مجموعة من المبادئ الأساسية، يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- يجب أن يُبرر جواز المنتج بشرح مدى تحقيقه للمصالح ودرء المفاسد، مع مراعاة حفظ الدين، النفس، العقل، النسل، والمال، دون الاقتصار على فحص هيكل وبنية العقد فقط .
- ينبغي الالتزام بترتيب الأولويات وفق الضروريات، ثم الحاجيات، ثم التحسينات .
- يتعين التأكد من سلامة المنتج من أي حيل تتعارض مع الشريعة .
- يجب ألا تتعارض المصلحة الخاصة المرتبطة بإطلاق المنتج مع المصلحة العامة .
- ينبغي أن يتميز المنتج بالوضوح في جميع جوانب المعاملات والشفافية التي تتيح حسم النزاعات وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

#### 2\_ المعايير المتعلقة بهيكله العقود

تشمل المعايير المتعلقة بهيكله العقود النقاط التالية:

- يجب أن يكون هناك تكامل وترابط بين هوية المنتج ومصادقية القصد من إصداره .
- يتعين تجنب الربا سواء في آليات التنفيذ أو في هيكله المنتج .

(5) عبد الباري مشعل. الصكوك الإسلامية: رؤية مقاصدية. ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، (2010م)، 38-45.

- ينبغي تطبيق مبدأ الربح مقابل تحمل المخاطر وضمان المسؤولية .
- يجب منع الغرر والجهالة بجميع أشكالهما، بما يضمن نفي النزاعات أثناء تنفيذ المعاملة ويؤكد خلوها من أي مخالفات شرعية .
- ينبغي أن تكون الفتوى الشرعية شاملة لجميع جوانب المنتج، بما يشمل التصميم، التسويق، آليات التنفيذ، وكافة المستندات والنماذج المستخدمة.

### 3\_ المعايير المتعلقة بمآلات تنفيذ المنتج

- يتم تقييم الصكوك الإسلامية وفق معايير ترتبط بالنتائج الناتجة عن تنفيذها، وتشمل ما يلي:
- يجب أن تحقق الصكوك الأصالة والابتكار من حيث ملاءمتها للاحتياجات التمويلية، مع تحقيق خفض التكلفة، تقليل الوقت، وتجنب التعقيد والتركيب .
  - يتعين تحقيق التميز والاستقلالية عن المنتجات التقليدية في التصميم، التركيب، التسويق، والتسعير .
  - ينبغي تحقيق الأثر التمويلي الجوهرى الذي يُبرر وجود الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية .
  - يجب أن تعكس الصكوك مبدأ التعاون على البر والتقوى، وتجنب التعاون على الإثم والعدوان، مما يبرز الجانب الروحي في الاقتصاد الإسلامي مقابل طغيان الجانب المادي في الاقتصاد التقليدي .
  - ينبغي أن تسهم الصكوك في تحقيق مصالح العباد والبلاد والأمة اقتصاديًا واجتماعيًا وعلميًا وغير ذلك من المجالات .
  - يتعين أن تفتح الصكوك المجال أمام الفقراء للمشاركة في الأنشطة الإنتاجية وتحقيق مكاسب مالية

### المبحث الثاني: نظرة عامة حول السوق العالمية للصكوك

على مدار العقد الماضي، شهدت صناعة التمويل الإسلامي توسعًا عالميًا سريعًا، مما يعكس تزايد الاهتمام العالمي بهذا النوع من التمويل. ففي عام 2020م، استمر نمو هذه الصناعة، حيث ارتفعت قيمتها الإجمالية إلى 3.374 تريليون دولار أمريكي، بزيادة ملحوظة بلغت 14% مقارنة بالعام السابق، بعد أن شهدت زيادة بنسبة 15% في عام 2019م. <sup>(6)</sup> ويعتبر هذا الإنجاز استثنائيًا بالنظر إلى التأثير المدمر لجائحة فيروس كورونا (COVID-19) على الاقتصادات العالمية، مما يدل على مرونة الصناعة في مواجهة التحديات الاقتصادية العالمية. وتجسد هذه الزيادة في القيمة التوسع الكبير في قطاعين رئيسيين من صناعة التمويل الإسلامي: الصيرفة الإسلامية والصكوك الإسلامية. فبينما استمرت البنوك الإسلامية في تصدر المشهد، حيث مثلت نحو 70% من أصول صناعة التمويل الإسلامي، فإنها سجلت زيادة سنوية في الأصول بنسبة 14% في عام 2020م. <sup>(7)</sup> وهذا النمو يعكس التوسع المستمر في الخدمات المصرفية الإسلامية، التي تلبي احتياجات واسعة من التمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية، إلا أن قطاع الصكوك الإسلامية يشهد اهتمامًا وتأثيرًا متزايدًا في الساحة التمويلية الإسلامية لما لها من عديد المزايا التي جعلتها ذات قوة جذب كبيرة ومنافسة لأدوات التمويل التقليدية.

### المطلب الأول: تحليل تطور الاصدارات العالمية للصكوك

بالرغم من التحديات الهيكلية والتنفيذية التي ما زالت تواجه سوق الصكوك الإسلامية – مثل ارتفاع تكاليف الإصدار، وطول المدة الزمنية اللازمة للوصول إلى السوق، والتعقيد النسبي مقارنة بالسندات التقليدية والقروض المصرفية،

<sup>(6)</sup> قيمة الصكوك، (2021م)، متاح على: <https://alhudacibe.com/pressrelease140.php> [تم الدخول إلى الموقع في 22 أبريل 2022م].

<sup>(7)</sup> Ledhem, M. A. (2022). *The financial stability of Islamic banks and sukuk market development: Is the effect complementary or competitive?*. Borsa Istanbul Review. Vol 22.

بالإضافة إلى غياب التقييس الكامل بين مختلف الهياكل الشرعية - إلا أن هذا القطاع واصل تحقيق نمو قوي وملحوظ. وقد سجّل إجمالي الإصدارات العالمية من الصكوك، بجميع آجالها وبمختلف العملات، مستوى قياسياً بلغ 188.121 مليار دولار أمريكي في عام 2021، وهو الأعلى على الإطلاق منذ نشأة هذا السوق، مما يعكس تنامي الثقة في أدوات التمويل الإسلامية وقدرتها على تلبية احتياجات التمويل السيادي والمؤسسي على حد سواء. (8) ومن أبرز العوامل التي دعمت استمرارية النمو في سوق الصكوك خلال عام 2021، السياسات التحفيزية الاقتصادية التي اعتمدها العديد من الحكومات حول العالم في مواجهة التباطؤ الناتج عن الجائحة، وذلك بالرغم من التحديات المتمثلة في ارتفاع معدلات التضخم، وتساعد أسعار السلع الأساسية - وعلى رأسها النفط. وكما يُبيّن الشكل رقم 2.1، فقد سجّلت الإصدارات العالمية للصكوك نمواً سنوياً بنسبة 7.72%، مرتفعة من 174.641 مليار دولار أمريكي في عام 2020 إلى 188.121 مليار دولار أمريكي في عام 2021، وهو ما يعكس مرونة السوق وقدرته على تلبية الاحتياجات التمويلية المتزايدة. وهذا النمو يُعزى بدرجة كبيرة إلى الإصدارات السيادية من قبل حكومات في آسيا، ودول مجلس التعاون الخليجي، وأفريقيا، إلى جانب بعض الولايات القضائية الأخرى التي عززت حضورها في السوق العالمي. وعلى الرغم من التوسع الملحوظ لدول مثل إندونيسيا، والمملكة العربية السعودية، والإمارات العربية المتحدة، فإن ماليزيا لا تزال تحتفظ بموقع الريادة، باعتبارها السوق الأكثر نشاطاً من حيث حجم الإصدارات، مدعومة ببنية تحتية مالية متطورة، وتشريعات متقدمة للتمويل الإسلامي (9).

#### جدول (1): حصة الدول الرائدة في سوق الصكوك العالمية لعام (2021م).

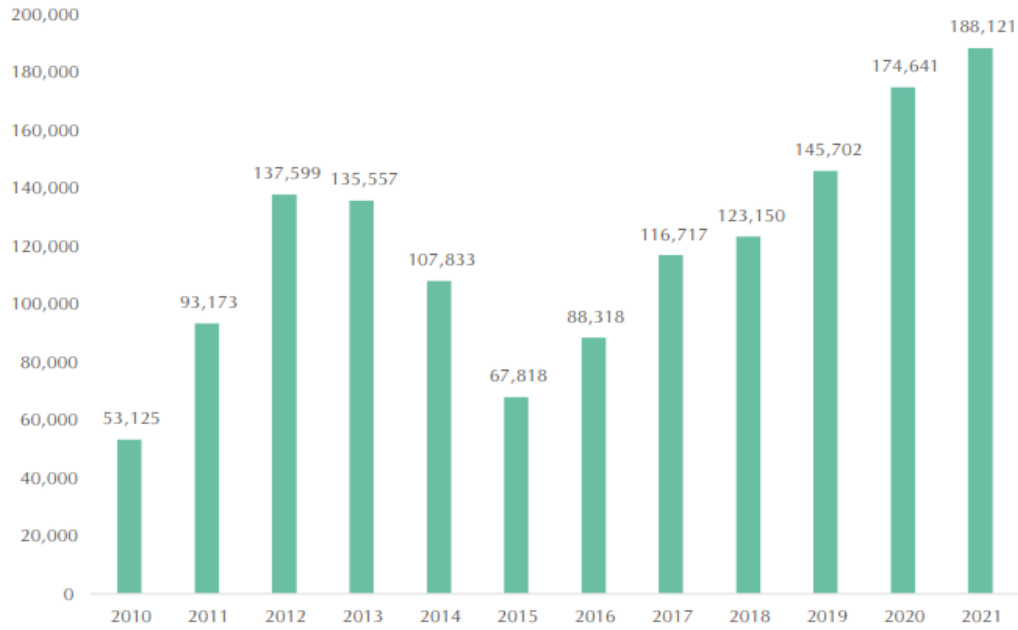
الدولة	قيمة الإصدارات (مليار دولار أمريكي)	النسبة من إجمالي السوق (%)
ماليزيا	77.0	41.0%
المملكة العربية السعودية	42.1	22.4%
إندونيسيا	23.3	12.4%
الإمارات العربية المتحدة	11.0	5.9%
دول أخرى (خليجية/إفريقية/آسيوية)	34.7	18.3%
الإجمالي العالمي	188.1	100%

المصدر: IIFM Sukuk Report 2022، البيانات لعام 2021.

#### الشكل (1): إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك (الوحدة: مليون دولار أمريكي)

(8) Fitch Ratings. Global Sukuk Issuance Likely to Rise at Slow Pace in 2023 amid Volatilities, available on the link: <https://www.fitchratings.com/research/non-bank-financial-institutions/global-sukuk-issuance-likely-to-rise-at-slow-pace-in-2023-amid-volatilities-11-01-2023>

(9) International Islamic Financial Market (2022). Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market. 11<sup>th</sup> edition, p 29.



**Source:** International Islamic Financial Market (2022). Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market. 11<sup>th</sup> edition, p 29.

ساهمت عدة عوامل في الارتفاعات والانخفاضات الملحوظة خلال الفترة. على سبيل المثال، أدت تغييرات السياسة المالية الإسلامية في ماليزيا إلى تراجع كبير في إصدارات الصكوك قصيرة الأجل عام 2015م،<sup>(10)</sup> حيث فرض بنك ماليزيا متطلبات سيولة جديدة للبلوكات الإسلامية. كما كانت انخفاضات أسعار النفط العالمية (2014-2016) عاملاً مهماً زاد من كلفة الاقتراض على دول الخليج وأدى إلى تباطؤ إصدارات الصكوك الخليجية (التي تعتمد عليها السعودية والإمارات بقدر كبير). وفي المقابل، ساهم تنظيم أكبر للميزانيات وسياسات التمويل الإسلامي في بعض الدول (مثل إطلاق إطارات تمويل مستدامة وإصدارات صكوك خضراء واجتماعية، واستخدام الصكوك لتمويل المشاريع الضخمة) في دعم السوق. فعلى سبيل المثال، أُصدرت في 2021 عدة صكوك استدامة واجتماعية كأول من نوعها (سندات صكوك استدامة مالية ماليزيا وصكوك اجتماعية تركية). أما عامل جائحة كوفيد-19 فكان محركاً لزيادة الإصدارات عامي 2020-2021، حيث لجأت الحكومات الإسلامية إلى السوق لتمويل برامج التعافي والدعم (مما عزز النمو إلى أرقام قياسية. وتُظهر هذه التطورات أن السوق يتأثر بمزاج الاقتصاد الكلي والأسواق المالية الدولية إلى جانب سياسات داعمة للإصدار والتداول من خلال مؤسسات مثل IIFM ومراكز التمويل الإسلامي الرسمية.<sup>(11)</sup> وشهد عام 2021م، عدة أحداث بارزة، من بينها الإصدار بقيادة القطاع الخاص في مختلف الولايات القضائية، بالإضافة إلى زيادة النشاط في دول مثل نيجيريا، ومصر، وبنغلاديش. كما استمر الاهتمام الكبير من جهات إصدار مؤسساتية ومالية سيادية وشبه سيادية وشركات، حيث كانت حكومات ماليزيا، والبحرين، وإندونيسيا، وتركيا من أبرز اللاعبين الذين حافظوا على نشاط سوق الصكوك. وأما بالنسبة لإصدارات الصكوك قصيرة الأجل، فقد حافظت على استقرارها في دول الشرق الأقصى، دول مجلس التعاون الخليجي، وإفريقيا، وآسيا، وتركيا وبنغلاديش. ومع ذلك، شهدت إصدارات الصكوك

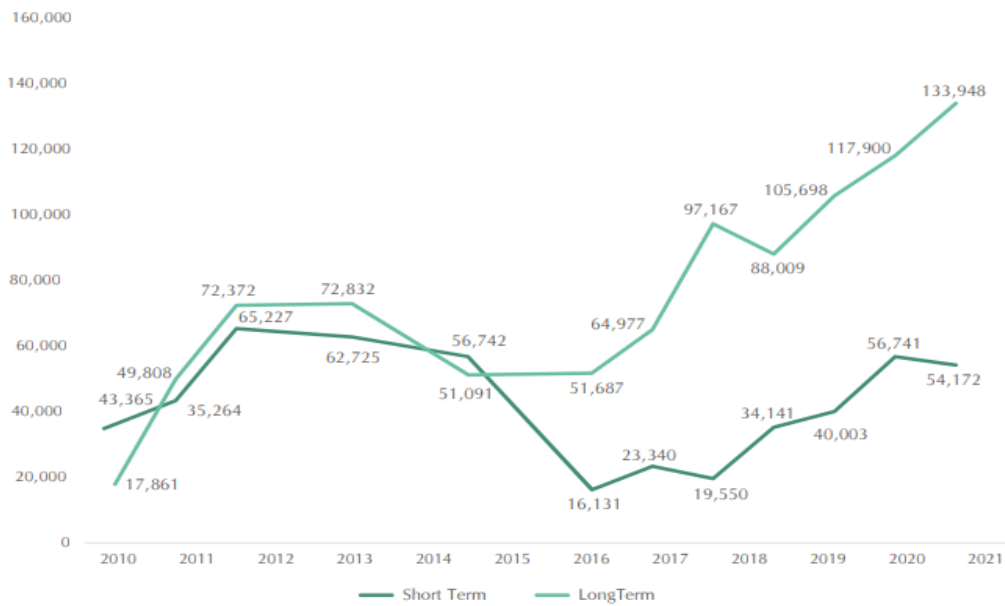
<sup>(10)</sup> تقارير السوق المالي الإسلامي الدولي (IIFM) حول الصكوك، (2018م).

<sup>(11)</sup> تقارير السوق المالي الإسلامي الدولي (IIFM) حول الصكوك، (2022م).

قصيرة الأجل في عام 2021م، انخفاضًا طفيفًا بلغ 4.5% مقارنة بعام 2020م، حيث بلغت قيمتها 56.741 مليار دولار أمريكي في 2020 مقابل 54.172 مليار دولار أمريكي في 2021. بالنسبة للمؤسسات المالية، كانت هذه الإصدارات تدعم إدارة السيولة أو تلبية بعض متطلبات الاستثمار. <sup>(12)</sup> وبالنظر إلى النصف الأول من عام 2022م، يتوقع أن يستمر استقرار سوق الصكوك أو يظهر نموًا معتدلًا، على الرغم من الضغوط التضخمية العالمية وارتفاع المعدلات المعيارية، مما قد يؤدي إلى ثبات الإصدارات مع معدل نمو معتدل في المستقبل <sup>(13)</sup>.

كما هو موضح في الرسم البياني رقم 02 أدناه، فقد بلغ حجم إصدارات الصكوك قصيرة الأجل في عام 2021 حوالي 54.172 مليار دولار أمريكي، مقارنة بإصدارات عام 2020 التي بلغت 56.741 مليار دولار أمريكي، مما يعكس انخفاضًا بنسبة 4.74% سنويًا. هذا الانخفاض يعكس التوجه العام نحو تفضيل الإصدارات طويلة الأجل في ظل الظروف الاقتصادية الحالية التي تتسم بارتفاع مستويات عدم اليقين والتقلبات في أسواق المال. ومن ناحية أخرى، شهدت إصدارات الصكوك طويلة الأجل نموًا ملحوظًا بنسبة 13.61% سنويًا، حيث بلغ حجم الإصدارات في 2021 حوالي 133.948 مليار دولار أمريكي، مقارنة بحجم 117.90 مليار دولار أمريكي في عام 2020. هذا النمو الكبير يعكس تزايد الثقة في الصكوك كأداة تمويل مستدامة وطويلة الأجل، ويشير إلى تفضيل الحكومات والمؤسسات المالية لتمويل المشاريع الاستراتيجية ذات الأفق الزمني الطويل، مما يعزز من مكانة الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية العالمية <sup>(14)</sup>.

## الشكل (2): إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك قصيرة الأجل وطويلة الأجل (الوحدة: مليون دولار أمريكي)



<sup>(12)</sup> إصدارات الصكوك العالمية، (2022م)، متاح على: <https://www.thenationalnews.com/business/economy/2022/01/13/global-issuances-surge-36-in-2021-to-2523bn> [تم الدخول إلى الموقع في 19 أكتوبر، 2022م].

<sup>(13)</sup> Ibid. p 28.

<sup>(14)</sup> Yıldırım, S., Yıldırım, D.C. and Diboglu, P. (2020), "Does Sukuk market development promote economic growth?", *PSU Research Review*, Vol. 4 No. 3, p 210.

**Source:** International Islamic Financial Market (2022). Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market. 11<sup>th</sup> edition, p 30.

#### أولاً: الإصدارات الدولية للصكوك:

سجل سوق الصكوك الدولية نمواً قوياً خلال عام 2021، حيث بلغ إجمالي الإصدارات 49.427 مليار دولار أمريكي، مقارنةً بـ 42.408 مليار دولار أمريكي في عام 2020، ما يمثل زيادة قدرها 7.02 مليار دولار أو ما يعادل نمواً سنوياً بنسبة 16.55%، كما هو موضح في الشكل رقم 2.3 أدناه. هذا النمو يشير إلى استمرار جاذبية الصكوك الإسلامية على المستوى الدولي كأداة تمويلية فعالة وآمنة. وعلى الرغم من هذه الزيادة تؤكد استمرارية جاذبية الصكوك الإسلامية على المستوى الدولي، فإن تحليل هيكل الإصدارات يكشف أن النمو تحقق بالكامل من خلال الصكوك طويلة الأجل، في حين لم تسجل الإصدارات قصيرة الأجل أي زيادة تذكر. ويعكس ذلك التوجه العام للمُصدرين نحو التمويل المستدام طويل الأمد، خاصةً في ظل بيئة اقتصادية تتسم بتقلبات أسعار الفائدة، حيث يتجه المُصدرون إلى أدوات تمويل توفر استقراراً طويل الأجل وتقلل من تأثير هذه التقلبات. كما يعكس هذا الاتجاه زيادة الحاجة إلى أدوات تمويل مرنة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية، مما يعزز من دور الصكوك كأداة تمويل موثوقة ومستدامة في الأسواق المالية الدولية. (15)

#### جدول (2): جدولاً يوضح توزيع الإصدارات الدولية للصكوك حسب الأجل لعام (2021م).

نوع الإصدار	قيمة الإصدارات (مليار دولار أمريكي)	النسبة من الإجمالي (%)
صكوك طويلة الأجل	49.427	100%
صكوك قصيرة الأجل	0.00	0%
الإجمالي الكلي	49.427	100%

المصدر – IIFM Sukuk Report 2022: البيانات الخاصة بالصكوك الدولية لعام 2021.

من الجدول السابق يتضح أنه في عام 2021 اتجهت جميع الإصدارات الدولية من الصكوك نحو الأجل الطويل دون تسجيل أي إصدارات قصيرة الأجل من قبل أي دولة، مما يعكس توجهاً واضحاً لدى الجهات المصدرة مثل الحكومات والمؤسسات نحو تقضيل أدوات تمويل تمنح استقراراً وتمويلاً مستداماً على مدى زمني أطول. وهذا التوجه عادة ما يرتبط بتمويل مشاريع استراتيجية أو بالابتعاد عن تقلبات الأسواق قصيرة الأجل التي قد تؤثر على استقرار التدفقات المالية. كما يُبرز هذا التوجه ارتفاع مستوى الثقة من قبل المستثمرين العالميين في الصكوك الإسلامية كأداة تمويل موثوقة وفعالة وطويلة الأجل، مما يعزز من مكانة هذه الأداة في الأسواق المالية الدولية ويجعلها خياراً مفضلاً في تمويل المشاريع الكبرى التي تتطلب استدامة مالية على المدى الطويل.

#### جدول (3): أكبر الدول المصدرة للصكوك الدولية لعام 2021م

الدولة	تقديراً قيمة الإصدارات الدولية (مليار دولار)
--------	--

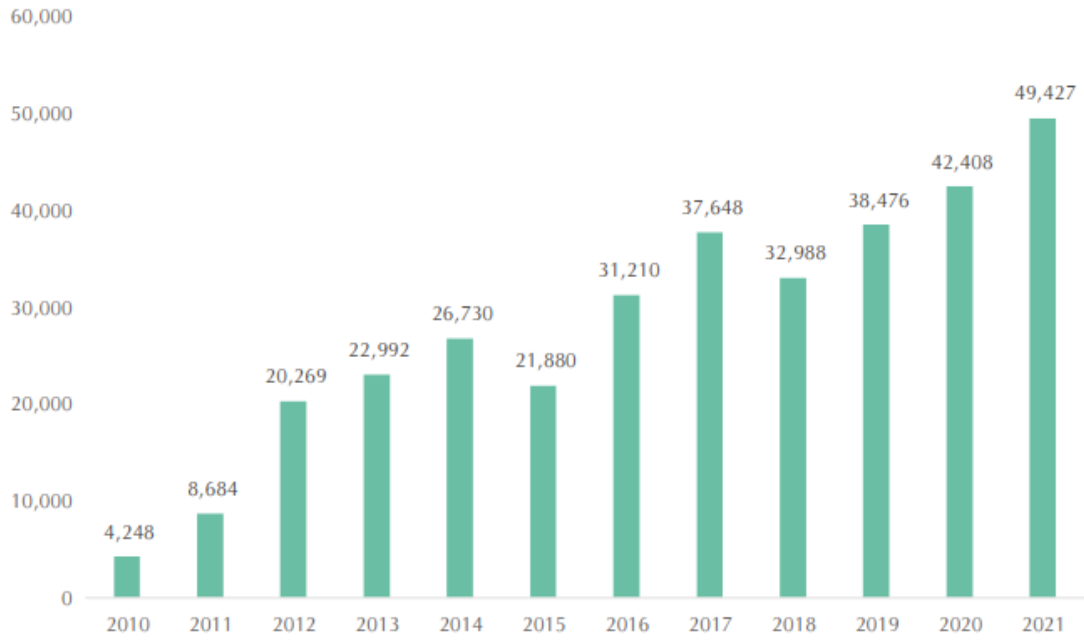
(15) «إصدارات الصكوك العالمية، (2022م)، متاح على: <https://www.thenationalnews.com/business/economy/2022/01/13/global-sukuk-issuances-surge-36-in-2021-to-2523bn> [تم الدخول إلى الموقع في 19 أكتوبر، 2022م].

المملكة العربية السعودية	~16.5
إندونيسيا	~10.7
الإمارات العربية المتحدة	~7.2
ماليزيا	~6.3
تركيا وبلدان أخرى	~8.7
الإجمالي	49.4

المصدر – IIFM Sukuk Report 2022: البيانات الخاصة بالصكوك الدولية لعام 2021.

يوضح هذا الجدول الدول الأكثر نشاطاً في إصدار الصكوك الدولية خلال عام 2021 حيث تصدرت المملكة العربية السعودية القائمة مستفيدة من هذه الأداة في تمويل مشاريعها التنموية الكبرى وسد عجز الميزانية في إطار استراتيجيات تمويل مستدامة. هذا التوجه يعكس رغبة المملكة في تعزيز مكانتها الاقتصادية من خلال تمويل مشروعاتها الضخمة في مختلف القطاعات. تليها كل من إندونيسيا والإمارات العربية المتحدة وماليزيا، التي أظهرت نمواً ملحوظاً في الاعتماد على الصكوك كوسيلة فعالة للتمويل الخارجي، مما يعزز دور هذه الدول في قيادة سوق الصكوك على المستوى الدولي. ويعكس هذا التوسع المتزايد حضوراً متتامياً لأدوات التمويل الإسلامي على الساحة الدولية، وخاصة من قبل الدول الخليجية والآسيوية التي باتت تهيمن على الحصة الأكبر من السوق الدولي للصكوك. تشير هذه المعطيات إلى تمركز النشاط العالمي في التمويل الإسلامي ضمن مناطق محددة، حيث تبرز هذه الدول كمحركات أساسية للسوق. كما يظهر بوضوح أن هناك تكتلاً من الدول الرائدة التي تلعب دوراً محورياً في تشكيل ملامح هذا السوق المتنامي، مما يعزز من فعالية الصكوك كأداة تمويلية شاملة ومستدامة.

الشكل (3): إجمالي الإصدارات الدولية للصكوك (الوحدة: مليون دولار أمريكي)

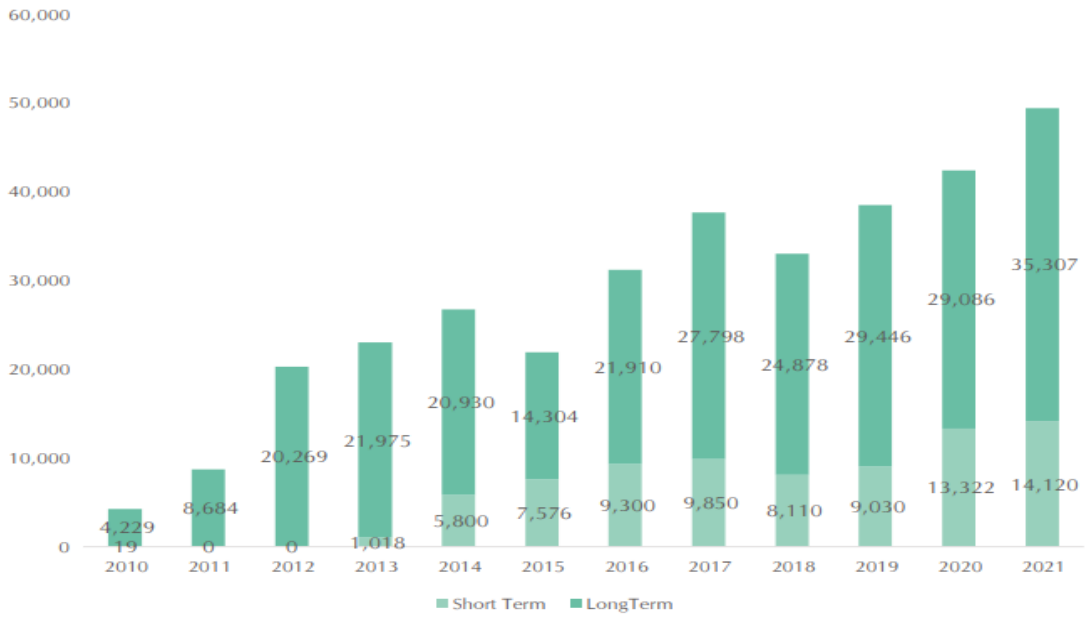


**Source :** International Islamic Financial Market (2022). Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market. 11<sup>th</sup> edition, p 34.

ساهمت إصدارات الصكوك من قبل المؤسسات المالية الحكومية، شبه السيادية، والمؤسسات المالية الدولية، وكذلك من الشركات بشكل رئيسي من دول مجلس التعاون الخليجي، إندونيسيا، ماليزيا، وتركيا، في زيادة حجم الإصدارات، مما أدى إلى تجاوز إصدارات العام السابق. هذا التوسع يعكس تنامي الثقة في أسواق الصكوك كأداة تمويلية استراتيجية في مواجهة التحديات الاقتصادية العالمية. وكما يوضح الشكل رقم (2.4) أدناه، تم إصدار صكوك طويلة الأجل بقيمة 35.307 مليار دولار أمريكي في عام 2021م، مقابل إصدارات صكوك قصيرة الأجل بلغت 14.120 مليار دولار أمريكي. ويُترجم ذلك إلى نسبة 71.34% لصكوك طويلة الأجل مقابل 28.66% لصكوك قصيرة الأجل. يظهر هذا التوزيع استمرارًا في تفضيل المستثمرين للإصدارات طويلة الأجل التي توفر استقرارًا أكبر وأفقًا زمنيًا أطول. أما في عام 2020، كانت النسبة بين الإصدارات طويلة الأجل وقصيرة الأجل 68.58% مقابل 31.41% على التوالي، مما يعكس أيضًا زيادة تدريجية في اعتماد الصكوك طويلة الأجل في ظل استعادة الأسواق لأدوات التمويل الأكثر استقرارًا. (16)

الشكل (4): إجمالي الإصدارات الدولية للصكوك قصيرة الأجل وطويلة الأجل (الوحدة: مليون دولار أمريكي)

(16) International Islamic Financial Market: op-cit, pp 34, 35.

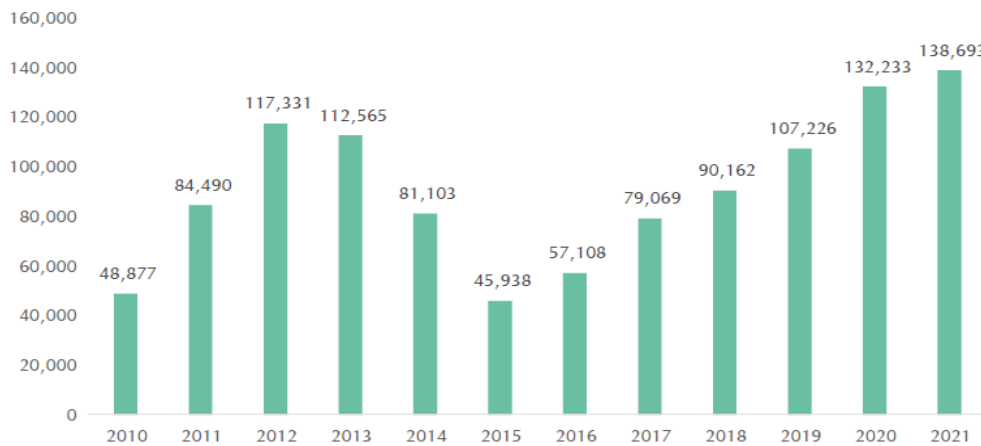


**Source :** International Islamic Financial Market (2022). Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market.11<sup>th</sup> edition, p 35.

#### ثانياً: الإصدارات المحلية للصكوك:

يُظهر الرسم البياني رقم (4) زيادة طفيفة في حجم إصدارات الصكوك المحلية من مستوى 2020 البالغ 132.233 مليار دولار أمريكي إلى 138.693 مليار دولار أمريكي في سنة 2021م، بنسبة 4.88%. تعكس هذه الزيادة المستمرة الانتعاش التدريجي في الأسواق المالية العالمية بعد تأثيرات الجائحة. كان الجزء الأكبر من هذه الزيادة من مساهمة السوق الماليزي التي بلغت 61 مليار دولار أمريكي، ما يعكس استقرارًا وثقة في قدرة ماليزيا على قيادة هذا القطاع على مستوى العالم. تليها المملكة العربية السعودية بمقدار 27.14 مليار دولار أمريكي، مما يعكس دور المملكة المتزايد في تعزيز تمويلات الصكوك داخل المنطقة. ثم تأتي إندونيسيا بمقدار 20.33 مليار دولار أمريكي، وهي خطوة استراتيجية نحو تعزيز الأسواق المالية في جنوب شرق آسيا. وأخيراً، تركيا التي ساهمت بمقدار 13 مليار دولار أمريكي، مما يعكس التنوع الجغرافي في أسواق الصكوك.

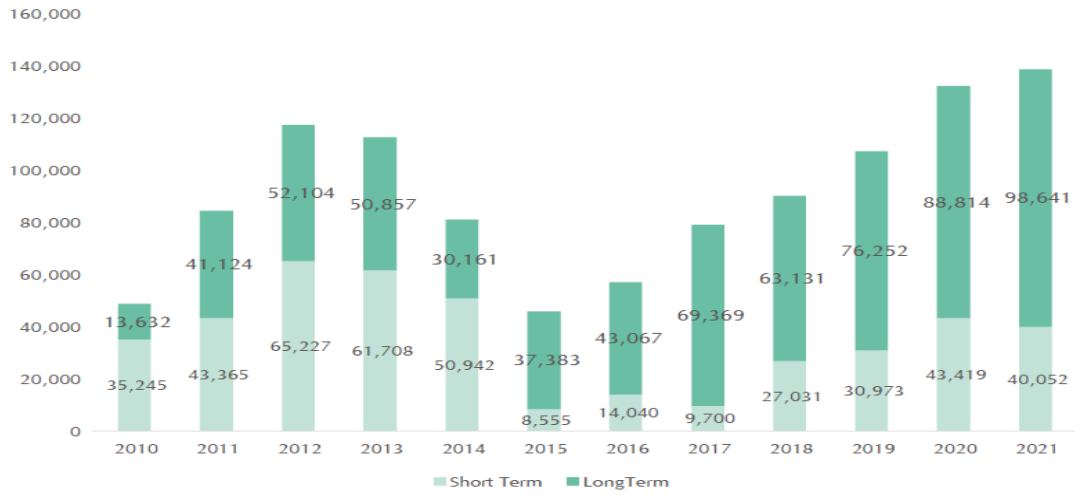
#### الشكل (5): إجمالي الإصدارات المحلية للصكوك (الوحدة: مليون دولار أمريكي)



**Source** : International Islamic Financial Market (2022). Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market. 11<sup>th</sup> edition, p 36.

يوضح الشكل (5)، تم إصدار الصكوك طويلة الأجل بقيمة 98.641 مليار دولار أمريكي في عام 2021م، ما يعادل حوالي 71.12% من إجمالي الصكوك، مما يعكس تفضيل السوق لإصدار أدوات تمويلية ذات آفاق زمنية أطول مع ضمانات استثمارية مستقرة. في المقابل، تم إصدار 40.052 مليار دولار أمريكي من الصكوك قصيرة الأجل، والتي تشكل 28.88% من إجمالي الصكوك، مما يشير إلى طلب محدود على الإصدارات قصيرة الأجل التي غالبًا ما تستخدم في أغراض التمويل المؤقت أو العمليات اليومية. هذا التوزيع يعكس تفضيلات المستثمرين في مواجهة التحديات الاقتصادية ويعزز دور الصكوك طويلة الأجل في تحقيق الاستقرار المالي. (17).

**الشكل (6): إجمالي الإصدارات المحلية للصكوك قصيرة الأجل وطويلة الأجل (الوحدة: مليون دولار أمريكي)**



**Source** : International Islamic Financial Market (2022). Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market. 11<sup>th</sup> edition, p 37.

**المطلب الثاني: توزيع إصدارات الصكوك العالمية حسب حالة الجهة المُصدرة**

تتقسم إصدارات الصكوك العالمية حسب الجهة المصدرة لها إلى 4 أصناف هي:

**أولاً: إصدارات الجهات السيادية للصكوك العالمية**

تُعد الإصدارات السيادية المحرك الرئيس والدعامة الأساسية لنمو سوق الصكوك العالمي، كما أكدت ذلك الاتجاهات المستمرة خلال السنوات الماضية. ففي عام 2021، سجلت الصكوك السيادية نموًا ملحوظًا بنسبة 24%، لتصل إلى 110.20 مليار دولار أمريكي مقارنة بـ 88.867 مليار دولار في عام 2020، وهو ما يعكس مسارًا تصاعديًا واضحًا ومستدامًا في هذه الإصدارات منذ عام 2015، كما يتضح في الشكل رقم 2.6. هذا النمو الملحوظ يشير إلى ازدياد الثقة في الصكوك السيادية كأداة تمويلية ذات استقرار طويل الأمد، تتيح للدول تأمين موارد مالية مستدامة لدعم مشاريعها التنموية.

(17) Ibid, pp 34-37.

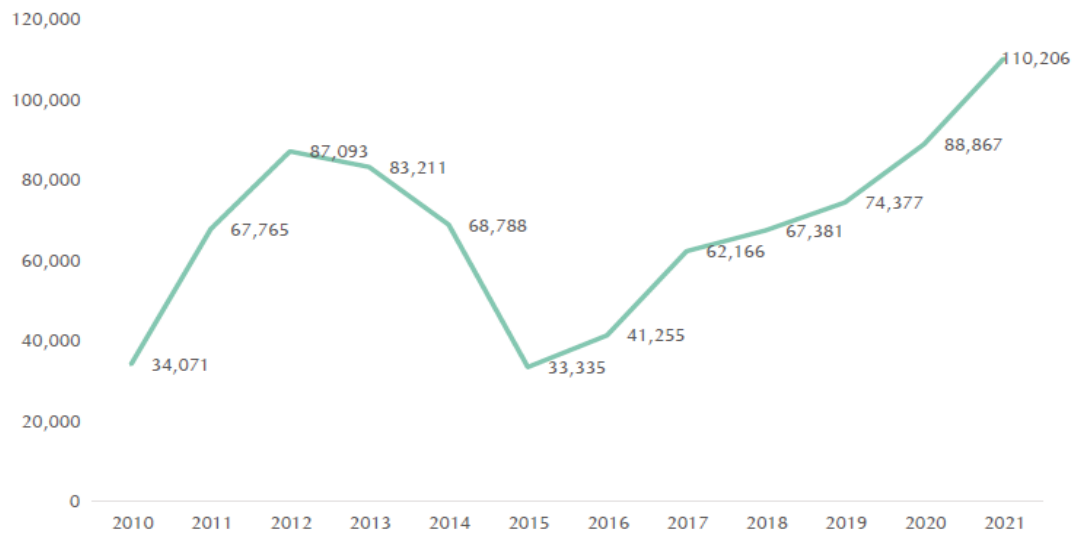
وقد لعبت الجهات السيادية دورًا محوريًا في ترسيخ استقرار السوق وتعزيز جاذبيته، حيث تصدرت دول مثل المملكة العربية السعودية، وإندونيسيا، وماليزيا، والإمارات العربية المتحدة، وتركيا، والبحرين، قائمة الدول المصدرة. وقد أسهمت هذه الدول بإصدارات منتظمة ومنتزدة في توفير سيولة وهيكل سوق قوي يُعتمد عليه، مما يعزز الثقة لدى المستثمرين العالميين في الصكوك كأداة مالية آمنة وموثوقة.

وبحلول نهاية عام 2021، بلغ إجمالي إصدارات الصكوك السيادية منذ نشأة هذا السوق ما يقارب 879.81 مليار دولار أمريكي، أي ما يُمثل حوالي 54.61% من إجمالي الإصدارات العالمية للصكوك. هذا الرقم يعكس الدور القيادي للقطاع السيادي في تعزيز مسيرة التمويل الإسلامي عالميًا وترسيخ مكانة الصكوك كأداة تمويل استراتيجية على المدى الطويل، مما يجعلها ركيزة أساسية في أسواق المال العالمية.

((18))

ومن الجدير بالذكر أن انخفاض أسعار النفط كان المحرك الرئيسي وراء إصدار الصكوك السيادية في منطقة الخليج، حيث نتج عن ذلك زيادة في عجز الميزانية، مما دفع حكومات الدول إلى اللجوء إلى الصكوك الإسلامية كأداة تمويل لمشاريعها، خصوصًا تلك المتعلقة بالبنى التحتية. ((19))

الشكل (7): إجمالي الإصدارات السيادية للصكوك العالمية، (الوحدة: مليون دولار أمريكي)



Source : International Islamic Financial Market (2022). Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market. 11<sup>th</sup> edition, p 47.

جدول (4): جدولاً يوضح توزيع الإصدارات الدولية للصكوك حسب الأجل لعام (2021م).

السنة	قيمة الإصدارات السيادية (مليار دولار أمريكي)	(%) نسبة النمو السنوي
2015	52.20	—

((18)) Ibid, p 47.

((19)) Smaoui, H., & Ghouma, H. (2020). Sukuk market development and Islamic banks' capital ratios. Research in International Business and Finance, 51, p 8.

2016	59.40	+13.8%
2017	74.50	+25.4%
2018	84.10	+12.9%
2019	91.20	+8.4%
2020	88.87	-2.6%
2021	110.20	+24.0%

المصدر – IIFM Sukuk Report 2022: بيانات تقديرية مبنية على الإصدارات السيادية الرسمية في السوق الأولية.

من الدول السابق نلاحظ أن الاتجاه العام للإصدارات السيادية خلال الفترة 2015-2021 هو نمو تصاعدي مستقر مع استثناء بسيط في عام 2020 بسبب ظروف الجائحة الفقرة في عام 2021 تؤكد تعافي الأسواق وعودة الحكومات لاستخدام الصكوك كأداة تمويلية استراتيجية هذا التراكم المستمر يرسخ الدور القيادي للجهات السيادية في دعم وتوسيع نطاق سوق الصكوك عالمياً.

#### المبحث الثالث: تجارب دولية رائدة في مجال الصكوك الإسلامية

تُعد تجربة الصكوك الإسلامية في دول جنوب آسيا، ولا سيما في ماليزيا وإندونيسيا، من أنجح التجارب عالمياً، حيث أثبتت هذه الدول قدرة استثنائية على تطوير سوق صكوك متكامل ومستدام يخدم أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية. وقد ساهمت البنية التشريعية المتقدمة، إلى جانب الدعم الحكومي والتنوع في هياكل الصكوك، في ترسيخ مكانة هذه الدول كمراكز إقليمية وعالمية للتمويل الإسلامي. حيث يمكن القول إن ماليزيا وإندونيسيا قد أصبحتا من الرواد في هذا المجال، ما جعلهما وجهتين رئيسيتين للمستثمرين في أسواق الصكوك، وفتح لهما آفاقاً واسعة لتطوير أدوات تمويلية مبتكرة ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وأما على مستوى منطقة الخليج، فتبرز المملكة العربية السعودية كتجربة رائدة في سوق الصكوك، على الرغم من حداثة دخولها نسبياً مقارنة بنظيراتها في جنوب آسيا. وقد حققت المملكة نمواً متسارعاً في إصدار الصكوك، مدفوعة بمبادرات الإصلاح الاقتصادي، واحتياجات التمويل التنموي، ومكانتها كأكبر اقتصاد في المنطقة. وقد نجحت في ترسيخ موقعها كأحد اللاعبين الرئيسيين في السوق العالمية للصكوك، خصوصاً من خلال الإصدارات السيادية والهيكلية المبتكرة التي ساهمت في تنوع أدوات الدين وتوسيع قاعدة المستثمرين. هذا النمو الكبير في إصدارات الصكوك من قبل المملكة يعكس الدور المتزايد للمملكة في تمويل مشروعاتها التنموية، بالإضافة إلى تأكيد مكانتها كلاعب رئيسي في الأسواق المالية العالمية، ما يعزز من الاستدامة المالية ويدعم المشاريع الكبرى في مختلف القطاعات.

#### المطلب الأول: تجربة الصكوك الإسلامية في ماليزيا

تُعد ماليزيا من الدول الرائدة عالمياً في مجال الصكوك الإسلامية، حيث أرست تجربة متكاملة ومتميزة أصبحت نموذجاً يُحتذى به من قبل الدول التي تسعى إلى تعزيز دور الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية فعالة ومتكاملة مع الاقتصاد الحقيقي. وقد برزت هذه التجربة في ظل التحديات المتزايدة التي تواجه الأسواق المالية العالمية، بما في ذلك تصاعد الأزمات المالية والمخاطر النظامية، ما عزز من أهمية إيجاد بدائل تمويلية تتسم بالاستقرار والمرونة والارتباط المباشر

بالنشاط الاقتصادي. في ظل هذه الظروف، قدمت ماليزيا حلولاً مبتكرة وفعالة تلبي احتياجات السوق وتساهم في استدامة النمو الاقتصادي.

ومن خلال إطار تشريعي وتنظيمي متطور، ودعم مؤسسي قوي، وتنوع في هياكل الصكوك، نجحت ماليزيا في تحويل سوق الصكوك إلى منصة تمويل رئيسية تساهم في دعم النمو الاقتصادي، وتلبية متطلبات البنية التحتية، وتعزيز الشمول المالي. ويعد تنوع هياكل الصكوك في ماليزيا أحد أبرز عناصر نجاحها، حيث توفر أدوات مرنة يمكنها تلبية احتياجات مختلف القطاعات الاقتصادية. كما حرصت ماليزيا على الحفاظ على توافق هذه الأدوات مع أحكام الشريعة الإسلامية، مما يعزز من مصداقية الصكوك ويجعلها خياراً مفضلاً للمستثمرين الذين يبحثون عن أدوات تمويلية تتسم بالشفافية والأخلاقيات.

تعتبر هذه التجربة الماليزية نقطة مرجعية للعديد من الدول التي تسعى للاستفادة من سوق الصكوك الإسلامية لتعزيز استقرار أسواقها المالية وتوسيع قاعدة التمويل، مما يجعلها من الركائز الأساسية في النظام المالي العالمي.

### المطلب الثاني: عوامل قوة وتطور تجربة سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا

ساهمت العديد من العوامل في تعزيز تطور سوق الصكوك الماليزية، تبرز أهمها فيما يلي ((20)):

#### 1\_ إطار تنظيمي وقانوني قوي

يُعد الإطار التنظيمي والقانوني المتطور أحد أبرز العوامل التي أسهمت في نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، لا سيما في مجال الصكوك الإسلامية. فقد أولت الحكومة الماليزية اهتماماً بالغاً بإنشاء بيئة تنظيمية واضحة وفعالة، توفر مستوى عالٍ من اليقين القانوني للمؤسسات المالية والمستثمرين فيما يتعلق بإصدار واستثمار الصكوك. وقد ساهم ذلك في تعزيز ثقة الفاعلين في السوق، وتسريع وتيرة تطوير سوق الصكوك محلياً ودولياً.

#### 2\_ إطار حوكمة شرعي محدد جيداً

تُعد حوكمة الشريعة الإسلامية أحد الركائز الأساسية التي أسهمت في تطور سوق التمويل الإسلامي في ماليزيا، لا سيما في مجال الصكوك. فقد أرست ماليزيا إطاراً شرعياً مؤسسياً واضحاً ومنظماً عبر تأسيس المجلس الاستشاري الشرعي (Shariah Advisory Council - SAC) التابع لبنك نيجارا ماليزيا في عام 1996م، ليكون السلطة العليا في مسائل الشريعة الإسلامية المتعلقة بالتمويل الإسلامي. وقد تم تشكيل هذا المجلس تحت إشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبالتعاون مع وحدة سوق رأس المال الإسلامي، ما ساهم في توفير مرجعية موثوقة تعزز الانضباط الشرعي وتدعم الابتكار ضمن سوق الصكوك.

ويتمتع المجلس الاستشاري الشرعي بصلاحيات واسعة تشمل التحقق من توافق المنتجات والخدمات المالية الإسلامية مع أحكام الشريعة، وإصدار الفتاوى الرسمية التي تعد ملزمة للمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في السوق الماليزي. كما تُلزم كل مؤسسة مالية إسلامية بتأسيس مجلس شرعي داخلي خاص بها، يعمل تحت مظلة وتوجيهات المجلس الاستشاري الشرعي الوطني.

#### 3\_ تنمية رأس المال البشري

إن الابتكار المستمر في هيكل الصكوك والتطورات المثيرة في سوق الصكوك الماليزية لم تكن لتتحقق لولا وجود رأس المال البشري المتمرس في صناعة التمويل الإسلامي. فقد عملت الحكومة الماليزية على تنمية رأس المال البشري

((20)) Chermi, H., & Jerbi, Y. (2015). Sukuk as an attractive alternative of funding and investment in Tunisia. *Journal of Emerging Economies and Islamic Research*, 3(1), pp 12- 14.

المتخصص في التمويل الإسلامي كأولوية استراتيجية لتزويد سوق رأس المال الإسلامي بالمهنيين الماهرين والمؤهلين تأهيلاً عالياً. في هذا السياق، تم تأسيس المركز الدولي للتعليم في التمويل الإسلامي (INCEIF) في عام 2006م، ليكون بمثابة مؤسسة رائدة لتدريب الممارسين في مجالات التمويل الإسلامي. حيث يقدم المركز برامج تعليمية متقدمة، مما يسهم في تزويد المتخصصين بالمعرفة والمهارات اللازمة للابتكار والتحليل في مجال التمويل الإسلامي. وفي خطوة مكملة، تم إنشاء الأكاديمية الدولية لأبحاث الشريعة (ISRA) في عام 2008م، بهدف إجراء أبحاث شرعية تطبيقية في القضايا المتعلقة بالتمويل الإسلامي المعاصر، وتوفير منصة للتفاعل الأكاديمي والبحثي بين علماء الشريعة والممارسين في هذا المجال. وقد أسهمت هذه المؤسسات في تعزيز المشاركة الدولية الفعالة بين علماء الشريعة والمهنيين في التمويل، مما أتاح للماليزيا الريادة في الابتكار والبحث الشرعي في الصناعة.

#### 4\_ البنية التحتية المالية الإسلامية الشاملة

لقد تعزز وضع سوق رأس المال الإسلامي بشكل كبير بفضل وجود نظام مالي إسلامي كامل وناضج وراسخ، يتضمن جميع المكونات الرئيسية للنظام المالي، مثل البنوك الإسلامية، شركات التكافل، وشركات إدارة الصناديق. حيث إن تكامل هذه العناصر في النظام المالي الإسلامي لم يسهم فقط في تسهيل إصدار الصكوك وتوزيعها، بل كان أيضاً محفزاً رئيسياً للعرض والطلب على الصكوك من خلال توفير قاعدة واسعة من المستثمرين المتنوعين. وهذا بدوره ساعد على زيادة كفاءة السوق وتعزيز استدامة النمو في سوق الصكوك، مما يجعلها أداة تمويلية جاذبة للعديد من المستثمرين المحليين والدوليين.

#### 5\_ الابتكار في هيكلية الصكوك وتحسين هندسة التمويل

تعتبر ماليزيا من رواد الابتكار في مجال التمويل الإسلامي، وخاصة في سوق الصكوك، حيث قام العلماء والخبراء الماليون بتطوير العديد من الصكوك المبتكرة والمتطورة تحت إشراف المجلس الاستشاري الشرعي (SAC)، وذلك لتلبية المتطلبات المتنوعة للمتعاملين في السوق. وقد ساهمت هذه التطورات في توسيع نطاق الأدوات المالية التي تقدمها ماليزيا، مما أدى إلى ظهور أنواع جديدة من الأدوات المالية ذات ملامح نضج ممتدة، وبالتالي إلى زيادة التنوع في المتعاملين المحليين والأجانب في السوق.

#### 6\_ أسعار تنافسية

قدمت الحكومة الماليزية حوافز متنوعة لدعم سوق الصكوك، وكان من بين هذه الحوافز الحفاظ على تكلفة إصدار الصكوك لتكون أرخص مقارنة بالسندات التقليدية، مما أسهم في تعزيز جاذبية الصكوك كأداة تمويلية. وتضمنت المزايا الضريبية والتنظيمية التي قدمتها الحكومة ما يلي:

- الكيانات ذات الأغراض الخاصة (SPVs)، التي تُستخدم في إصدار الصكوك، لا تخضع لإجراءات الضرائب الإدارية بموجب قانون ضريبة الدخل لعام 1967م.
- يتم منح الشركات التي تؤسس شركات ذات أغراض خاصة خصومات ضريبية على التكاليف التي تتحملها تلك الشركات عند إصدار الصكوك.
- تُمنح تكاليف الإصدار لجميع الأوراق المالية الإسلامية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية خصماً ضريبياً أيضاً.
- تم إعفاء الأدوات المتعلقة بالأوراق المالية الإسلامية من رسوم الطوابع، وذلك حتى 31 ديسمبر 2016م، بموجب مركز ماليزيا الدولي للأوراق المالية (MIFC).

## 7\_ مبادرة مركز ماليزيا المالي الإسلامي الدولي MIFC

تم إطلاق مبادرة) MIFC مركز ماليزيا المالي الإسلامي الدولي (في عام 2006م، بهدف تعزيز مكانة ماليزيا كمركز مالي إسلامي دولي ومركز رئيسي لإصدار الصكوك على مستوى العالم. سعت هذه المبادرة إلى تسهيل نمو الاستثمارات في الأسواق المالية الإسلامية وإقامة روابط قوية مع جهات الإصدار والمستثمرين الدوليين. وقد لاقت مبادرة MIFC اعترافاً عالمياً، حيث تم التصويت عليها في حفل توزيع جوائز التميز السنوي الثاني لقمة لندن للصكوك في عام 2008م، وحازت على لقب أفضل مركز مالي دولي تقديراً لجهودها الكبيرة في تطوير الصناعة المالية الإسلامية. ومن أبرز المبادرات التي أطلقتها مبادرة MIFC هي تحرير اللوائح وقواعد إدارة الصرف الأجنبي، مما سمح للمصدرين الأجانب بإصدار الصكوك في سوق رأس المال الماليزي. وقد أسهمت هذه المبادرة في زيادة عدد الإصدارات الدولية للصكوك من قبل وكالات دولية مرموقة مثل مؤسسة التمويل الدولية والبنك الإسلامي للتنمية. هذه السياسات والإجراءات أسهمت في توسيع وتعميق سوق الصكوك، من خلال توفير المرونة التشغيلية والفعالية من حيث التكلفة اللازمة ازدهار الأعمال الممولة إسلامياً بالعملة الدولية.

## 8\_ بنية تحتية تكنولوجية عالية

يحظى توافر معلومات السوق وإمكانية الوصول إليها بتقدير كبير من قبل المتعاملين في السوق لأنه يضمن الأداء الفعال لسوق رأس المال. لتعزيز السيولة وتعزيز الشفافية في سوق رأس المال الماليزي، تم إدخال العديد من التحسينات على نظام تكنولوجيا المعلومات في هذا السوق. وفي هذا الصدد ظهرت في ماليزيا ثلاثة أنظمة تكنولوجية وهي: **FAST** : (نظام مؤتمت بالكامل للإصدار / المناقصات) هو المسؤول عن إصدار الصكوك وتقديمها إلى السوق. تم تقديمه في عام 1996م، لضمان توصيل جميع المعلومات ذات الصلة حول الصكوك، مثل مقدمي العطاءات والمشاركين وشركات التأمين وتسجيلات الأعمال، وما إلى ذلك. **RENTAS** (التحويل الإلكتروني للأموال والأوراق المالية) في عام 1999م، لضمان تداول الصكوك من أجل تسهيل معاملات التسوية على الأوراق المالية الحكومية والأسواق الثانوية. • تم تقديم **ETP** (منصة التداول الإلكترونية) في عام 2008م، وقد سمحت بنشر جميع معلومات التداول لتسهيل أنشطة التداول والتسوية الثانوية في سوق رأس المال الأولي والثانوي. وقد لعبت تكنولوجيا المعلومات دوراً مهماً في تعزيز سوق الصكوك الماليزية لأنها ساهمت في تحسين كفاءة وشفافية السوق من خلال تسهيل الوصول ونقل جميع المعلومات المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها. (21)

## المبحث الرابع: تجربة الصكوك الإسلامية في إندونيسيا

إندونيسيا تُعد واحدة من الدول الرائدة في مجال التمويل بالصكوك الإسلامية في منطقة جنوب آسيا، حيث عملت بشكل متواصل على تطوير سوق الصكوك وتعزيز دورها التمويلي في الاقتصاد المحلي. في السنوات الأخيرة، قامت الحكومة الإندونيسية باتخاذ عدة خطوات استراتيجية لتعزيز هذا القطاع، ما جعلها تحتل مكانة بارزة بين الدول التي تساهم في نمو سوق الصكوك على المستوى العالمي. وبفضل هذه الجهود، أصبحت إندونيسيا أحد اللاعبين الرئيسيين في سوق الصكوك الإسلامية على مستوى المنطقة والعالم.

من أهم هذه الخطوات إنشاء البنية التنظيمية المناسبة التي تدعم إصدار الصكوك بما يتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهو ما ساهم في زيادة عدد الإصدارات المحلية والدولية التي أصدرتها الحكومة الإندونيسية. في عام

(21) International Islamic Financial Market . Sukuk report; 2022.: op-cit, p 126.

2008، أصدرت إندونيسيا أول صكوك سيادية في تاريخها، مما أتاح لها الفرصة لجذب المستثمرين المحليين والدوليين. ومنذ ذلك الحين، استمرت الحكومة الإندونيسية في تعزيز هذا الاتجاه من خلال إصدار صكوك حكومية في كل من الأسواق المحلية والدولية، مما ساعد على تمويل مشروعات البنية التحتية الوطنية وتعزيز الاقتصاد الوطني. إلى جانب ذلك، عملت إندونيسيا على تفعيل دور القطاع الخاص في إصدار الصكوك، مع تشجيع البنوك والمؤسسات المالية على تبني الصكوك كأداة تمويلية رئيسية، مما ساهم في زيادة التنوع في الأسواق المالية المحلية. كما عززت الحكومة الإندونيسية من مكانة الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع المستدامة والمبنية على مبادئ الشريعة الإسلامية، من خلال تطوير صكوك خضراء وصكوك اجتماعية بهدف تمويل المشروعات ذات الأثر البيئي والاجتماعي الإيجابي. هذا التوجه يعكس رؤية إندونيسيا في تعزيز الاستدامة البيئية والاجتماعية من خلال أدوات تمويلية مبتكرة ومتوافقة مع الشريعة.

تُعد إندونيسيا بذلك من بين أبرز الأسواق الناشئة التي لعبت دورًا محوريًا في تطوير سوق الصكوك الإسلامية، وهي تسعى للاستفادة من هذه الأدوات لزيادة الاستثمارات وتعزيز النمو الاقتصادي المستدام، مما يجعلها في طليعة الدول التي تساهم في تعزيز دور التمويل الإسلامي على مستوى العالم.

#### المطلب الأول: تطور سوق الصكوك بإندونيسيا

بدأت رحلة تطور سوق الصكوك الإسلامية في إندونيسيا عام 2002، مع إصدار صكوك الشركات التي شكلت نقطة انطلاق تاريخية لهذا القطاع. فقد تصدرت شركة الاتصالات "إندوسات (Indosat)" المشهد كأول شركة تُصدر سندات مضاربة شرعية بقيمة 175 مليار روبية إندونيسية في أكتوبر 2002، لتعزز بذلك مكانتها كرائدة في هذا المجال. وتبعتها شركة "PT Berlian Laju Tanker" بإصدار صكوك مماثلة بقيمة 175 مليار روبية في 28 مايو 2003. وفي سياق مماثل، أصدر بنك "Bukopin" سندات مضاربة شرعية بقيمة 45 مليار روبية في 10 يوليو 2003، ثم انضم بنك "Muamalat Indonesia" إلى هذا الاتجاه بإصدار صكوك بقيمة 200 مليار روبية في 15 يوليو 2003. وعلى الرغم من هذه الخطوات الواعدة، لم يشهد سوق الصكوك في إندونيسيا نشاطًا ملحوظًا حتى عام 2009، عندما دخلت الحكومة الإندونيسية على الخط بإصدار أول صكوك عالمية عابرة للحدود جمعت من خلالها 650 مليون دولار أمريكي. وكان هذا الإصدار نجاحًا باهرًا، حيث تجاوز الطلب 7 أضعاف المبلغ المعروض، مما عكس ثقة المستثمرين العالميين في هذا المنتج المالي المتوافق مع الشريعة<sup>(22)</sup>.

ومع تزايد الطلب المحلي على المنتجات الإسلامية، وفتح "توافذ إسلامية" في المؤسسات المالية التقليدية، أدخلت أذونات الخزنة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في عام 2011، لتشكل أداة جديدة لجمع الأموال، ساعدت الحكومة الإندونيسية في تلبية متطلبات الميزانية وسد العجز المالي. ومنذ إقرار "قانون 2008/19 للسندات الشرعية الحكومية"، المعروف بـ"صكوك Negara"، شهدت إصدارات الصكوك الحكومية نموًا مطردًا، لتُصبح أداة رئيسية لتمويل الميزانية الحكومية. فقد بلغت قيمة الإصدار الأول في عام 2008، والذي انتهى أجله في 2012، حوالي 17 تريليون روبية إندونيسية (ما يعادل 1.14 مليار دولار أمريكي). وتوسعت الأنواع المُصدرة لاحقًا لتشمل صكوكًا متنوعة ذات خصائص فريدة، مثل: (1) الصكوك القائمة على المشروع (PBS) التي أُصدرت لأول مرة في 2012، (2) صكوك صندوق الحج (SDHI) وصكوك التجزئة (SR) والصكوك العالمية الإندونيسية (SNI) التي أُطلقت في 2009، (3)

<sup>(22)</sup> Nabilah, G., & Hidayatullah, A. (2017). The Potential of Issuance Sukuk Region for Infrastructure Financing in Special Region of Yogyakarta, Indonesia. *PSAKU International Journal of Interdisciplinary Research*, 6(2). P 148.

سندات الخزانة الإسلامية (SPNS) في 2011، وصكوك الادخار (ST) في 2016. وفي عام 2020، أطلقت سلسلة جديدة مبتكرة هي صكوك وقف إندونيسيا (SW001)، التي استُخدمت لأغراض الاستثمار الاجتماعي، مما عزز الدور الاجتماعي للصكوك<sup>(23)</sup>.

وفي خطوة رائدة عالمياً، أصدرت إندونيسيا في مارس 2018 أول صكوك خضراء سيادية في العالم بقيمة 1.25 مليار دولار (16.75 تريليون روبية إندونيسية) لأجل خمس سنوات. وخصصت عائدات هذا الإصدار بالكامل لتمويل "مشاريع خضراء مؤهلة" وفق إطار السندات الخضراء والصكوك الخضراء، وجذبت مستثمرين عالميين بنسب توزيع جغرافية متنوعة (32% من الأسواق الإسلامية، 25% من آسيا، 15% من الاتحاد الأوروبي، 18% من الولايات المتحدة، و10% من إندونيسيا)، مما أظهر جاذبية الصكوك الخضراء عالمياً. وبحلول نهاية عام 2019، بلغت قيمة إصدارات صكوك Negara الحكومية 258.3 تريليون روبية إندونيسية، مسجلة زيادة بنسبة 20.7% مقارنة بعام 2018 (213.9 تريليون روبية)، ليصل إجمالي الإصدارات منذ 2008 إلى 1.230 تريليون روبية (82 مليار دولار أمريكي). وشكلت حصة صكوك Negara 17.5% من إجمالي الأوراق المالية الحكومية في 2019، مما يعكس التزام الحكومة الإندونيسية بتطوير سوق الصكوك لتمويل المشاريع وتعزيز مكانتها في السوق المالية<sup>(24)</sup>.

وفي عام 2022، سجلت إندونيسيا إنجازاً بارزاً بإصدار أكبر صكوك في تاريخها بقيمة 3.25 مليار دولار أمريكي، موزعة بين شريحتين: 1.75 مليار دولار لأجل 5 سنوات (تستحق في 2027)، و1.5 مليار دولار لأجل 10 سنوات (تستحق في 2032). وصُدرت هذه الصكوك على شكل "صكوك الوكالة" بمعدل ربح 4.40% لشريحة 5 سنوات و4.70% لشريحة 10 سنوات. أصدرت الصكوك من خلال كيان "Perusahaan Penerbit SBSN (PPSI-III) Indonesia III"، وهو كيان قانوني أُسس خصيصاً لإصدار الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة بالعملة الأجنبية في الأسواق الدولية. وأدرجت الصكوك في بورصتي سنغافورة وناسداك دبي (إدراج مزدوج)، وحصلت كل شريحة على تصنيفات ائتمانية مرموقة (Baa2 من Moody's، وBBB من P&S وFitch). وتوزعت شريحة 5 سنوات جغرافياً بنسبة 35% لآسيا، 30% للشرق الأوسط، 18% للولايات المتحدة، و17% لأوروبا، بينما توزعت شريحة 10 سنوات بنسبة 38% لآسيا، 27% للشرق الأوسط، 20% للولايات المتحدة، و15% لأوروبا. ومن حيث نوع المستثمرين، حُصفت شريحة 5 سنوات بنسبة 41% لمديري الأصول، 30% للمؤسسات المالية، 20% للبنوك المركزية، 8% لصناديق التأمين، و1% للبنوك الخاصة، بينما حُصفت شريحة 10 سنوات بنسبة 49% لمديري الأصول، 30% للمؤسسات المالية، 13% لصناديق التأمين، 7% للبنوك المركزية، و1% للبنوك الخاصة<sup>(25)</sup>. ويُظهر هذا الإصدار القوي التنوع الجغرافي والمؤسسي في قاعدة المستثمرين، مما يعزز مكانة إندونيسيا كمركز عالمي للصكوك الإسلامية<sup>(26)</sup>. ويُبرز تطور سوق الصكوك في إندونيسيا التزاماً استراتيجياً بتعزيز التمويل الإسلامي، حيث نجحت البلاد في تنويع أدواتها المالية وتوسيع قاعدة مستثمريها عالمياً. ويُظهر الإقبال الكبير على الصكوك الخضراء

<sup>(23)</sup> International Islamic Financial Market (2013). **Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market.** 3<sup>rd</sup> edition, p 49.

<sup>(24)</sup> International Islamic Financial Market (2020). **Sukuk report. A comprehensive study of the Global Sukuk Market.** 3<sup>rd</sup> edition, p 161.

<sup>(25)</sup> Ministry of Finance of Republic of Indonesia : PRESS RELEASE, available on:

<https://www.bi.go.id/en/iru/highlight->

[news/Documents/Press%20Released%20Global%20Sukuk%20Transaction%2024%20May%202022.pdf](https://www.bi.go.id/en/iru/highlight-news/Documents/Press%20Released%20Global%20Sukuk%20Transaction%2024%20May%202022.pdf)

<sup>(26)</sup> UNDP Indonesia: op-cit, p 26.

وصكوك الوكالة ثقة المستثمرين في الاقتصاد الإندونيسي، مع دور حاسم للحكومة في تعميق السوق من خلال التشريعات الداعمة والإصدارات المبتكرة التي تلبى احتياجات التنمية المستدامة والاجتماعية<sup>(27)</sup>.

### المطلب الثاني: مجهودات الحكومة الإندونيسية في تطوير سوق الصكوك

مواكبة تطورات السوق المالي العالمي ومتطلبات الشريعة الإسلامية، فقد أتاح قانون 2008/19 للسندات الشرعية الحكومية " (SBSN) للحكومة الإندونيسية البنية التشريعية اللازمة لإصدار الصكوك السيادية التي تستند إلى الأصول الحكومية، مما أسهم في جعل سوق الصكوك في إندونيسيا واحداً من أكثر الأسواق تطوراً في المنطقة. هذا القانون لم يكن مجرد خطوة تشريعية، بل كان أداة محورية لتمكين الحكومة من إصدار صكوك سيادية بطريقة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ما فتح الطريق أمام إندونيسيا لتصبح واحدة من أبرز أسواق الصكوك الإسلامية العالمية. من خلال هذا الإطار التنظيمي، أصبحت إندونيسيا قادرة على تنظيم وتوحيد هياكل الصكوك بشكل فعال، مما ساعد في تعزيز الثقة لدى المستثمرين المحليين والدوليين. فقد ساهم التوحيد في هياكل الصكوك في جعل السوق أكثر شفافية وكفاءة، مما جعل إندونيسيا وجهة جاذبة للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمار يتوافق مع الشريعة الإسلامية وفي الوقت نفسه يحقق استدامة مالية. إضافة إلى ذلك، كان هذا القانون ذا دور محوري في تشجيع إصدار الصكوك من قبل الكيانات الحكومية، مما أتاح لها تمويل مشروعات البنية التحتية والتنمية المستدامة بشكل يتوافق مع الشريعة الإسلامية.

كما ساعد قانون 2008/19 في تحديد الشروط المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين، وأسس لآليات محاسبية وشفافية تضمن سير عمل سوق الصكوك بما يتماشى مع المعايير الدولية. هذا التحسين في الشفافية والمحاسبة كان له أثر كبير في جذب الاستثمارات، حيث عزز من سمعة إندونيسيا كمصدر موثوق للإصدارات السيادية المتوافقة مع الشريعة. بالإضافة إلى تعزيز دور الهيئات الحكومية في تنظيم هذه الإصدارات والإشراف عليها لضمان سلامتها المالية والتوافق مع أحكام الشريعة، مما ساعد في الحفاظ على استقرار السوق.

من خلال هذه الخطوات المبكرة والتطورات المستمرة، أصبحت إندونيسيا في مصاف الدول الرائدة في سوق الصكوك الإسلامية، حيث استخدمت الصكوك كأداة تمويلية رئيسية لدعم الاقتصاد الوطني، وتوسيع قاعدة الاستثمارات في مشاريع البنية التحتية والتنمية الاقتصادية والاجتماعية. هذا النمو المستمر في السوق يعكس قدرة إندونيسيا على الجمع بين المتطلبات الاقتصادية والتنموية مع التزامها العميق بمبادئ الشريعة الإسلامية، مما يجعلها نموذجاً يُحتذى به في مجال التمويل الإسلامي.<sup>(28)</sup>

وإندونيسيا قدمت خطوة مهمة نحو تعزيز التنمية المستدامة من خلال اعتماد أدوات تمويل متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وخاصة من خلال إصدارات الصكوك الخضراء. هذه الخطوة تعكس التزام الدولة بمكافحة تغير المناخ وتحقيق أهداف التنمية المستدامة، وهو ما يعزز دور الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية فاعلة. ومن أبرز النقاط الرئيسية حول جهود إندونيسيا في هذا المجال:

1. تعمل الحكومة الإندونيسية على تعزيز قدرتها المالية من خلال أدوات تمويل مبتكرة تدير الموارد المالية بكفاءة أكبر، مما يساهم في تحقيق العدالة الاقتصادية والازدهار الوطني على أساس مستدام.

<sup>(27)</sup> International Islamic Financial Market: op-cit, p 161.

<sup>(28)</sup> The President Of The Republic Of Indonesia(2008) . Copy Of Law Of The Republic Of Indonesia Number 19 Year 2008 Concerning State Sharia Bonds. Available On The Link:

[http://www.flevin.com/id/Igso/translations/Laws/Law%20No.%2019%20of%202008%20on%20State%20Sharia%20Bonds%20\(MoF\).pdf](http://www.flevin.com/id/Igso/translations/Laws/Law%20No.%2019%20of%202008%20on%20State%20Sharia%20Bonds%20(MoF).pdf)

2. يعتبر استخدام الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من أهم الأساليب التي استفادت منها إندونيسيا لتمويل التنمية الوطنية. تتسم هذه الأدوات بقدرتها على تحفيز الاستثمارات في مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية والثقافية.
  3. يعد تطوير الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة جزءاً أساسياً من النظام الاقتصادي الوطني. الهدف هو تعزيز رفاة المواطنين الإندونيسيين من خلال آليات تمويل شفافة وفعالة.
  4. إندونيسيا تطور أدوات مالية جديدة تتماشى مع مبادئ الشريعة وتستجيب لمتطلبات التنمية المستدامة. تم إصدار السندات والصكوك الخضراء كأدوات تمويل مشروعات تساهم في التخفيف من آثار تغير المناخ، مثل مشاريع الطاقة المتجددة والحفاظ على التنوع البيولوجي.
  5. في عام 2018، وضعت الحكومة الإندونيسية إطار عمل لتنظيم إصدارات الصكوك والسندات الخضراء، مما يوفر الشفافية في استخدام العائدات لهذه المشاريع البيئية الحيوية. وهذا يعكس التزام إندونيسيا بتطوير قطاعها المالي بما يتماشى مع الاحتياجات البيئية العالمية.
- من خلال هذه المبادرات، تعمل إندونيسيا على تطوير سوق الصكوك الإسلامية بشكل متكامل ليس فقط كأداة تمويلية، بل أيضاً كآلية لدعم الأهداف البيئية والاجتماعية التي تعود بالنفع على المجتمع والاقتصاد المحلي والعالمي. الخضراء (29).

#### المبحث الخامس: تجربة الصكوك الإسلامية في السعودية

عززت دول الخليج مكانتها كمركز عالمي لسوق الصكوك الإسلامية، مستفيدةً من تحولها الاستراتيجي نحو نموذج اقتصادي متنوع يقلل الاعتماد الكلي على عائدات النفط لتمويل الأنشطة الاقتصادية. جاء هذا التحول في ظل التقلبات وعدم الاستقرار الذي يميز سوق النفط العالمي، مما دفع هذه الدول لتبني أدوات تمويلية مبتكرة تتماشى مع الشريعة الإسلامية. وتبرز المملكة العربية السعودية كثاني أكبر سوق للصكوك الإسلامية عالمياً بعد ماليزيا، والأولى على مستوى دول الخليج العربي، حيث أسهمت في تعزيز هذا القطاع من خلال تطوير إطار تنظيمي متين وإصدارات حكومية دورية تعكس التزامها بتعميق السوق المالية الإسلامية.

#### المطلب الأول: التطور التاريخي لسوق الصكوك في السعودية

شهدت سوق الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية تطوراً ملحوظاً منذ انطلاقتها، لتُصبح إحدى أبرز الأسواق على المستوى العالمي، مدعومةً بإطار تنظيمي قوي وسياسات اقتصادية تهدف إلى التنويع بعيداً عن الاعتماد الكلي على النفط. بدأت هذه المسيرة في عام 2004 مع أول إصدار للصكوك من قبل شركة "Hanco" لتأجير السيارات، حيث أُطلق على المنتج اسم "صكوك القافلة". تمت هيكلة هذه الصكوك على أساس عقد الإجارة لمدة ثلاث سنوات، مما شكّل نقطة انطلاق رمزية لسوق الصكوك في المملكة (30).

(29) UNDP Indonesia : Indonesia's green bond & sukuk Initiative. Ministry of finance. Republic of Indonesia, p 20. Available on:

[https://climatepromise.undp.org/sites/default/files/research\\_report\\_document/undp-ndcsp-green-sukuk-share.pdf](https://climatepromise.undp.org/sites/default/files/research_report_document/undp-ndcsp-green-sukuk-share.pdf)

(30) Alshamrani, A. (2014). Sukuk issuance and its regulatory framework in Saudi Arabia. Journal of Islamic Banking and Finance, 2(1), p 325.

تسارعت وتيرة الإصدارات في عام 2006، حيث أصدرت الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) صكوكًا جذبت اهتمامًا كبيرًا، إذ تلقت طلبات بقيمة 4.3 مليار ريال سعودي، متجاوزة الحد الأقصى المحدد من هيئة السوق المالية وهو 3 مليار ريال (800 مليون دولار أمريكي). وفي نفس العام، تصدرت الشركة السعودية للكهرباء عناوين الأخبار بإصدار صكوك بقيمة 5 مليارات ريال (1.33 مليار دولار أمريكي) في يوليو 2006، وهو أكبر إصدار من نوعه لشركة سعودية في ذلك الوقت. وفي أغسطس 2006، أطلق سوق خارج البورصة (OTC) مع أول إدراج لصكوك "سابك"، حيث اعتمد النظام على التفاوض المباشر للتداولات دون وجود آلية لمطابقة أوامر البيع والشراء. وكانت معظم التداولات تُجرى عبر إدارات الخزنة في البنوك المحلية، لكن افتقار السوق للعمق والشفافية، ونقص المعلومات التجارية التاريخية، أدى إلى ضعف كبير في تداول الصكوك خلال تلك الفترة.

تسارعت وتيرة الإصدارات في عام 2006، حيث أصدرت الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) صكوكًا جذبت اهتمامًا كبيرًا، إذ تلقت طلبات بقيمة 4.3 مليار ريال سعودي، متجاوزة الحد الأقصى المحدد من هيئة السوق المالية وهو 3 مليار ريال (800 مليون دولار أمريكي). وفي نفس العام، تصدرت الشركة السعودية للكهرباء عناوين الأخبار بإصدار صكوك بقيمة 5 مليارات ريال (1.33 مليار دولار أمريكي) في يوليو 2006، وهو أكبر إصدار من نوعه لشركة سعودية في ذلك الوقت. وفي أغسطس 2006، أطلق سوق خارج البورصة (OTC) مع أول إدراج لصكوك "سابك"، حيث اعتمد النظام على التفاوض المباشر للتداولات دون وجود آلية لمطابقة أوامر البيع والشراء. وكانت معظم التداولات تُجرى عبر إدارات الخزنة في البنوك المحلية، لكن افتقار السوق للعمق والشفافية، ونقص المعلومات التجارية التاريخية، أدى إلى ضعف كبير في تداول الصكوك خلال تلك الفترة<sup>(31)</sup>.

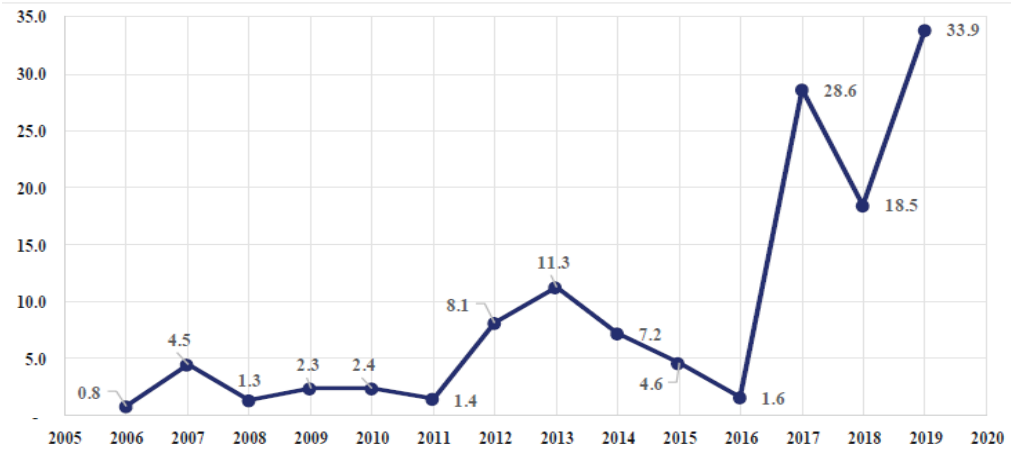
رغم التذبذب في أحجام الإصدارات بين عامي 2006 و2016، شهد عام 2017 تحولًا جوهريًا في سوق الصكوك السعودية. فقد أصدرت المملكة في 12 أبريل 2017 صكوكًا دولية بقيمة 9 مليارات دولار أمريكي، وهو إصدار لم يكن الأول من نوعه بالدولار بين دول مجلس التعاون الخليجي فحسب، بل كان أيضًا الأكبر في الأسواق الناشئة، متجاوزًا إصدار السندات التقليدية الكويتية البالغ 8 مليارات دولار في مارس 2017. وفي يوليو 2017، أطلقت وزارة المالية، من خلال المركز الوطني لإدارة الدين (NDMC)، برنامج الصكوك السيادية بالريال السعودي، وهو برنامج مفتوح بمدة وحجم غير محدودين، يتيح للوزارة إصدار الصكوك وطرحها على المستثمرين بشكل دوري. وقد ساهم هذا البرنامج في تعزيز السيولة في السوق المحلية، ودعم الاحتياجات التمويلية للمشاريع الحكومية الكبرى.

ونتيجة لهذه التطورات، احتلت المملكة المرتبة الثانية عالميًا في سوق الصكوك الإسلامية بعد ماليزيا، والأولى بين الدول العربية، مسجلةً زيادة كبيرة في إجمالي حجم الإصدارات خلال أعوام 2017 و2018 و2019، كما يوضح الشكل رقم (2.11)، يعكس هذا النمو التزام المملكة بتعزيز التمويل الإسلامي كجزء من رؤية 2030 للتنويع الاقتصادي، حيث أسهمت الإصدارات الضخمة، مثل صكوك الهيئة العامة للطيران المدني وصكوك 2017 الدولية، في تعميق السوق وزيادة جاذبيتها للمستثمرين. ويُظهر إطلاق برنامج الصكوك السيادية دور الحكومة المحوري في دعم هذا القطاع، مما يعزز مكانة السعودية كمركز عالمي للتمويل الإسلامي<sup>(32)</sup>.

الشكل (8): الصكوك الصادرة في المملكة العربية السعودية للفترة 2006-2019 (مليار دولار)

<sup>(31)</sup> Islamic finance foundation : **Sukuk Issuance in Saudi Arabia. On 22/11/2020**, available on the link: <https://www.sukuk.com/article/sukuk-issuance-in-saudi-arabia-13468/#/?playlistId=0&videoid=0>

<sup>(32)</sup> Ibid.



**Source :** Alnagar, A. M. H., Othman, A. H. A., Noor, A. M., & Zakariyah, H. (2021). The challenges of developing the Saudi sukuk market in line with objectives of vision 2030. In *The Importance of New Technologies and Entrepreneurship in Business Development: In The Context of Economic Diversity in Developing Countries: The Impact of New Technologies and Entrepreneurship on Business Development* . Springer International Publishing. P 989.

لم يكن النمو الكبير في قيمة إصدار الصكوك في المملكة خلال الفترة 2017-2019 ناتجاً عن تفعيل إصدارات الصكوك من قبل الشركات أو المصدرين غير الحكوميين، ولكن بالأحرى بسبب الإصدارات الحكومية المتتالية من الصكوك من أجل تمويل عجز الموازنة العامة. حيث استحوذت إصدارات الصكوك السيادية (المحلية والدولية) على 86% و 81% و 94% من إجمالي إصدارات الصكوك في المملكة خلال الأعوام 2017 و 2018 و 2019 على التوالي<sup>(33)</sup>. وقد بلغ حجم الإصدارات المحلية للصكوك في السعودية وهي صكوك حكومية عام 2022 ما يقارب 103 مليار ريال سعودي ما يعادل 27.4 مليار دولار، فيما بلغ حجم الإصدارات الدولية للصكوك ما قيمته 2.5 مليار دولار أمريكي بما يعادل 9.4 مليار ريال سعودي<sup>(34)</sup>.

#### المطلب الثاني: تطور الإطار التنظيمي لسوق الصكوك الإسلامية في السعودية

الفرع الأول: تطور الإطار التنظيمي لسوق الصكوك الإسلامية في السعودية بدأت ملامح سوق رأس المال في المملكة العربية السعودية بالظهور في ثلاثينيات القرن الماضي، لكنها كانت حينها سوقاً غير رسمي وغير منظم، حيث اقتصر معظم المشاريع والشركات على ملكية الحكومة أو العائلات الكبرى. حتى مع ارتفاع أسعار النفط بين عامي 1973 و 1981، والذي استدعى إطلاق مشاريع جديدة لدعم النمو الاقتصادي، لم تولي الحكومة اهتماماً كافياً لتطوير سوق رأس المال كأداة لتمويل هذه المشاريع. وبدلاً من ذلك، اعتمدت على الاقتراض من مؤسسات مالية مثل بنك التنمية الصناعية السعودي (SIDB) لتلبية احتياجات التمويل.

<sup>(33)</sup> Alnagar, A. M. H., Othman, A. H. A., Noor, A. M., & Zakariyah, H. (2021). **The challenges of developing the Saudi sukuk market in line with objectives of vision 2030**. In *The Importance of New Technologies and Entrepreneurship in Business Development: In The Context of Economic Diversity in Developing Countries: The Impact of New Technologies and Entrepreneurship on Business Development* . Springer International Publishing. P 989.

<sup>(34)</sup> المركز الوطني لإدارة الدين: تقرير خطة الاقتراض السنوية للعام المالي 2023. ص 8

شهدت المملكة تحولاً صناعياً كبيراً بعد عام 1984، أدى إلى إدراك الحاجة لتطوير مخططات اقتصادية جديدة تعزز التنوع الاقتصادي. وأصبح واضحاً أن المؤسسات المالية التقليدية، مثل بنك التنمية الصناعية السعودي، لم تعد قادرة بمفردها على تمويل المشاريع الجديدة. وهنا برز دور القطاع الخاص في الدفع نحو اعتماد أساليب حديثة لتعبئة المدخرات الوطنية عبر أسواق رأس المال، لدعم النمو الاقتصادي المتنامي. ونتيجة لذلك، بدأت الحكومة في تنظيم تداول البورصة من خلال اللجنة الوزارية في عام 1984، ثم سمحت في عام 1997 للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في سوق الأوراق المالية عبر الصناديق المشتركة، وهي خطوة ساهمت في زيادة عمق السوق وجذب استثمارات خارجية<sup>(35)</sup>.

تسارعت وتيرة الإصلاحات التنظيمية في عام 2001 مع اعتماد أنظمة حديثة وبنية تحتية تكنولوجية متطورة، مما عزز كفاءة سوق رأس المال. وفي عام 2003، أسست هيئة السوق المالية (CMA) بموجب المرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 2 يونيو 1424 هـ (31 يوليو 2003)، لتكون الجهة التنظيمية المستقلة المسؤولة عن تطوير ومراقبة الأسواق المالية. وأتاحت هذه الخطوة إطاراً قانونياً متيناً لتنظيم الأدوات المالية، بما في ذلك الصكوك الإسلامية. وعلى الرغم من عدم وجود إطار تنظيمي مخصص حصرياً لإصدار الصكوك، فإن هيئة السوق المالية تتولى تنظيم ومراقبة إصدارات الصكوك إلى جانب الأسهم وأدوات الدين، وفقاً لقواعد الإدراج ولائحة طرح الأوراق المالية. صدرت قواعد الإدراج بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم 11-2004-3 بتاريخ 4 أكتوبر 2004، بناءً على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي المذكور، وأدخلت عليها تعديلات بقرار رقم 1-2012-36 بتاريخ 25 نوفمبر 2012. كما صدرت لائحة طرح الأوراق المالية بقرار مجلس الهيئة رقم 11-2004-2 في 4 أكتوبر 2004، وفق نظام السوق المالية المعدل بقرار رقم 1-2008-28 بتاريخ 18 أغسطس 2008. وبهذا، تُعد هذه الأنظمة الإطار القانوني الذي يحكم إصدار الصكوك في المملكة<sup>(36)</sup>.

يُظهر تطور الإطار التنظيمي لسوق الصكوك في السعودية التزاماً استراتيجياً بتعزيز التمويل الإسلامي كجزء من رؤية التنوع الاقتصادي. فقد ساهمت الإصلاحات التشريعية، إنشاء هيئة السوق المالية، وإطلاق منصات تداول حديثة في تعميق السوق وزيادة جاذبيتها للمستثمرين المحليين والدوليين. ويبرز برنامج الصكوك المحلية كمثال على الدور الحكومي في دعم هذا القطاع، مما يعزز مكانة المملكة كرائدة في سوق الصكوك على المستويين الإقليمي والعالمي<sup>(37)</sup>.

### المطلب الثالث: أسباب تطور سوق الصكوك الإسلامية في السعودية

إن عوامل مثل زيادة الإنفاق الحكومي، ومبادرات الإصلاح، وبيئة أسعار الفائدة المنخفضة والسيولة المرتفعة تؤدي إلى نشوء سوق دين إسلامي نشط في البلاد. أيضاً، مع تجنب المستثمرين الأسهم خلال السنوات القليلة الماضية بسبب التقلبات، تباطأ نشاط زيادة رأس المال بشكل كبير خلال السنوات الثلاث الماضية. ومن ثم، فإن الشركات تستغل بشكل متزايد سوق الديون، وخاصة الصكوك، لتمويل خطط التوسع. بالإضافة إلى ذلك، أدى نظام سعر الفائدة المنخفض إلى تقليل جاذبية الودائع التقليدية، ولكنه يجعل الصكوك بديلاً استثمارياً جذاباً<sup>(38)</sup>.

<sup>(35)</sup> Al Elsheikh, A. A. A., & Tanega, J. (2011). Sukuk structure and its regulatory environment in the Kingdom of Saudi Arabia. *Law and Financial Markets Review*, 5(3), 183-200, p 189.

<sup>(36)</sup> Ibid ; p 190.

<sup>(37)</sup> Ibid, p 326.

<sup>(38)</sup> Sukuk Market in Saudi Arabia ; [https://www.sabinvest.com/content/sukukmarketinsaudi Arabia\(1\).pdf](https://www.sabinvest.com/content/sukukmarketinsaudi Arabia(1).pdf)

إن اعتماد المملكة العربية السعودية مؤخرًا على تمويل الديون كبديل للاعتماد على عائدات النفط سيلعب دورًا مهمًا في إعادة تشكيل الاقتصاد. تاريخياً، اعتمدت المملكة العربية السعودية فقط على عائدات النفط لتمويل خططها التنموية حيث كانت نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي 2.1% فقط في عام 2013. وفي تحول سريع إلى حد ما، ارتفع الدين العام للمملكة العربية السعودية إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي إلى 17.3% بحلول عام 2017 من خلال عزل نفسها جزئياً عن الصدمات الدورية لأسعار النفط، ستكون المملكة قادرة على مواصلة خططها لتطوير نفسها كإقتصاد من الدرجة الأولى. (39))

### المبحث السادس: مقارنة الدول الرائدة في إصدار الصكوك

يبقى السوق العالمي متركزاً في عدد قليل من الدول. فقد كانت ماليزيا الرائدة دومًا بإجمالي تراكم يبلغ نحو 877 مليار دولار (40)) (2001-2021) وأكثرها نصيباً من الإصدارات السنوية (حوالي 41% من إجمالي 2021 بإصدارات 77 مليار دولار)، تأتي السعودية في المرتبة الثانية بإصدارات تراكمية ~216.8 مليار دولار (2001-2021)، وبحصة نحو 22% من السوق في 2021م، تليها إندونيسيا (148.3 مليار تراكمية) بحصة ~12.4% عام 2021. (41)) أما الإمارات العربية المتحدة فلها إجمالي تراكم ~102.2 مليار (2001-2021)، لكنها لم تكن من أعلى 4 دول في 2021. ومع ذلك، فقد قامت بتعزيز نشاطها في السنوات الأخيرة ضمن جهود تنويع التمويل (مثل إصدارات شركة بترول أبو ظبي الوطنية، وبعض إصدارات الصكوك السيادية والخاصة) مما يزيد حصتها تدريجياً. بشكل عام، يلاحظ أن حصة ماليزيا في السوق العالمية تتخفف نسبيًا مع تنامي إصدارات دول أخرى (السعودية، إندونيسيا، الإمارات، باكستان، وتركيا على سبيل المثال). (42))

### النتائج:

1. تشهد سوق الصكوك نموًا مستدامًا خلال السنوات الماضية، مع زيادة كبيرة في الإصدارات السيادية والهيكلية.
2. تتجه الغالبية العظمى من الإصدارات نحو الصكوك طويلة الأجل، مما يعكس تفضيل الحكومات والمؤسسات لأدوات التمويل المستدامة.
3. تُعد الصكوك الإسلامية أداة مالية مشروعة في الفقه الإسلامي، شريطة أن تكون قائمة على عقود شرعية صحيحة مثل الإجارة والمضاربة والمشاركة، وأن تمثل ملكية حقيقية في أصول أو منافع، لا مجرد ديون أو التزامات مالية.
4. الشرعية الفقهية للصكوك الإسلامية مشروطة بالالتزام بالضوابط الشرعية، وعلى رأسها خلؤها من الربا والغرر، وعدم ضمان رأس المال أو الأرباح بطريقة تؤدي إلى ثبات العائد كما هو الحال في السندات التقليدية، مع وجود رقابة شرعية فعالة ومستمرة.

(39)) US-Saudi Arabian Business council : Saudi Arabia's Sukuk Market Update. September 2018, p 2.

Available on the link: <http://www.ussaudi.org/wp-content/uploads/2019/09/September-2018.pdf>

(40)) الأسواق المالية الإسلامية الدولية، (2022م)، متاح على: <https://tinyurl.com/3f6nbd6j> [تم الدخول إلى الموقع في 04 مايو 2025م].

(41)) المرجع السابق.

(42)) المرجع السابق.

5. كل انحراف في هيكله الصكوك عن المبادئ الشرعية يُفقد مشروعيتها، كتحويلها إلى أدوات دين قابلة للتداول بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية، أو اعتمادها على عوائد ثابتة مضمونة، مما يُخرجها من نطاق الجواز الشرعي ويدخلها ضمن المعاملات الربوية المحرمة.
6. تنوعت هياكل الصكوك، مما جعلها أداة مرنة وموثوقة في تمويل مشاريع مختلفة، من البنية التحتية إلى المشاريع البيئية والاجتماعية.
7. تلعب الهيئات السيادية دورًا محوريًا في استقرار سوق الصكوك وتعزيز جاذبيتها عبر إصدارات منتظمة ومتزايدة.
8. تستخدم الصكوك بشكل رئيسي لتمويل المشاريع التنموية الكبرى، ما يعكس دورها الكبير في دفع عجلة النمو الاقتصادي.
9. تهيمن دول مجلس التعاون الخليجي ودول جنوب آسيا على سوق الصكوك، مما يعزز من حضور التمويل الإسلامي عالميًا.
10. ساهم "قانون 2008/19" في اندونيسيا في تسهيل إصدار الصكوك السيادية وتنظيم السوق المالي الإندونيسي بما يتماشى مع الشريعة.
11. تلعب الحكومات دورًا في تطوير البنية التشريعية المناسبة وتنظيم السوق لضمان الشفافية وحماية حقوق المستثمرين.
12. تساهم إصدارات الصكوك في تمويل المشاريع المستدامة، مثل الصكوك الخضراء والاجتماعية، ما يعكس اهتمامًا كبيرًا بالتنمية المستدامة.
13. أصبحت إندونيسيا واحدة من أبرز الأسواق الناشئة التي تطور سوق الصكوك الإسلامية، باستخدام الصكوك لزيادة الاستثمارات وتعزيز النمو الاقتصادي.
14. تشجع الحكومة الإندونيسية للقطاع الخاص على استخدام الصكوك كأداة تمويل ساعد في تعزيز التنوع في أسواق المال المحلية.
15. تساعد الصكوك في تعزيز الشمول المالي من خلال توفير أدوات تمويل متوافقة مع الشريعة الإسلامية تخدم مختلف القطاعات الاقتصادية.

#### التوصيات:

- 1) ينبغي زيادة الشفافية في سوق الصكوك من خلال تطوير آليات محاسبية أكثر قوة وضمان الإبلاغ المنتظم حول أداء الصكوك، مما يعزز من الثقة لدى المستثمرين.
- 2) الالتزام التام بالضوابط الشرعية عند هيكله الصكوك، وذلك من خلال اعتماد صيغ تمويلية قائمة على العقود المشروعة (كالمشاركة، والمضاربة، والإجارة)، وتجنب أي عناصر تمويلية تخالف أحكام الشريعة، مثل الربا أو الضمان غير المشروع لرأس المال.
- 3) تشكيل هيئات رقابية شرعية مستقلة ودائمة لمتابعة كافة مراحل إصدار الصكوك (من التهيئة والتصميم إلى التداول والانتهاج)، وضمان توافقها المستمر مع المبادئ الشرعية، مع نشر تقارير رقابية دورية لتعزيز الشفافية والمصادقية الشرعية.

- 4) تجنب ربط الصكوك بعوائد مضمونة أو شراءها بقيمتها الاسمية في نهاية الأجل (إلا في حال التصفية الواقعية)، لما في ذلك من مخالفة صريحة لمبدأ المخاطرة المشروعة في الاستثمار الإسلامي، واستبدال ذلك بآليات تضمن عدالة التوزيع والملكية الحقيقية.
- 5) من المهم توسيع نطاق أدوات الصكوك لتشمل فئات أوسع من المشاريع، مثل الصكوك الخضراء وصكوك التنمية المستدامة، لدعم مشروعات التنمية البيئية والاجتماعية.
- 6) يجب على الدول التي لم تطور بعد بنية تشريعية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أن تبذل جهودًا لتحديث التشريعات لتسهيل إصدار الصكوك.
- 7) يجب تحفيز وتشجيع القطاع الخاص على الانخراط في سوق الصكوك الإسلامية من خلال تقديم حوافز ضريبية أو تسهيلات في عمليات الإصدار.
- 8) ينبغي زيادة التركيز على الصكوك الخضراء التي تمول المشاريع البيئية، حيث أن هذا السوق يتزايد عالميًا ويجذب العديد من المستثمرين.
- 9) يجب توفير برامج تعليمية وتدريبية للمستثمرين والمشاركين في سوق الصكوك حول كيفية الاستفادة القصوى من هذه الأدوات المالية.
- 10) يجب تعزيز قدرة الدول على إصدار صكوك في الأسواق المحلية والدولية من خلال تقديم حوافز واستراتيجيات واضحة لتحفيز النمو المستدام في هذه الأسواق.
- 11) ينبغي تعزيز التنسيق بين الهيئات الحكومية على مستوى الدول لتعزيز فعالية تنظيم سوق الصكوك وضمان توافقها مع المعايير الدولية.

#### قائمة المراجع:

- Ahmed, E. R., et al. (2014). **Sukuk legitimacy: A new measurement based on content analysis** (p. 3).
- Al Elsheikh, A. A. A., & Tanega, J. (2011). Sukuk structure and its regulatory environment in the Kingdom of Saudi Arabia. *Law and Financial Markets Review*, 5(3), 183–200.
- Al-Aswaq Al-Maliyya Al-Islamiya Al-Dawliyya. (2022). Retrieved May 4, 2025, from <https://tinyurl.com/3f6nbd6j>
- Al-Markaz Al-Watani Li Idarat Al-Dayn. (2023). *Taqrir Khutat Al-Iqtiradh Al-Sanawiyya Lil- 'Am Al-Mali* (Annual borrowing plan report) (p. 8).
- Alnagar, A. M. H., Othman, A. H. A., Noor, A. M., & Zakariyah, H. (2021). The challenges of developing the Saudi sukuk market in line with objectives of Vision 2030. In *The importance of new technologies and entrepreneurship in business development: In the context of economic diversity in developing countries* (p. 989). Springer International Publishing.
- Al-Sayed, O. (2013). Sukuk risk: Analysis and management. *European Journal of Applied Social Sciences Research*, 1(3), 67.
- Alshamrani, A. (2014). Sukuk issuance and its regulatory framework in Saudi Arabia. *Journal of Islamic Banking and Finance*, 2(1), 325.

Chermi, H., & Jerbi, Y. (2015). Sukuk as an attractive alternative of funding and investment in Tunisia. *Journal of Emerging Economies and Islamic Research*, 3(1), 12–14.

Fitch Ratings. (2023). Global sukuk issuance likely to rise at slow pace in 2023 amid volatilities. Retrieved from <https://www.fitchratings.com/research/non-bank-financial-institutions/global-sukuk-issuance-likely-to-rise-at-slow-pace-in-2023-amid-volatilities-11-01-2023>

International Islamic Financial Market. (2013). *Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market* (3rd ed., p. 49).

International Islamic Financial Market. (2020). *Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market* (3rd ed., p. 161).

International Islamic Financial Market. (2022). *Sukuk report* (p. 126).

International Islamic Financial Market. (2022). *Sukuk report: A comprehensive study of the global sukuk market* (11th ed., p. 29).

Isdarat Al-Sukuk Al-‘Alamiya. (2022). Retrieved October 19, 2022, from <https://www.thenationalnews.com/business/economy/2022/01/13/global-sukuk-issuances-surge-36-in-2021-to-2523bn/>

Isdarat Al-Sukuk Al-‘Alamiya. (2022). Retrieved October 19, 2022, from <https://www.thenationalnews.com/business/economy/2022/01/13/global-sukuk-issuances-surge-36-in-2021-to-2523bn/>

Islamic Finance Foundation. (2020, November 22). Sukuk issuance in Saudi Arabia. Retrieved from <https://www.sukuk.com/article/sukuk-issuance-in-saudi-arabia-13468/#/?playlistId=0&videoId=0>

Jabeen, Z., & Javed, M. T. (2007). Sukuk-structures: An analysis of risk-reward sharing and wealth circulation. *The Pakistan Development Review*, p. 407.

Ledhem, M. A. (2022). The financial stability of Islamic banks and sukuk market development: Is the effect complementary or competitive? *Borsa Istanbul Review*, 22.

Ministry of Finance of Republic of Indonesia. (2022). *Press release*. Retrieved from <https://www.bi.go.id/en/iru/highlight-news/Documents/Press%20Released%20Global%20Sukuk%20Transaction%2024%20May%202022.pdf>

Mishaal, A. B. (2010). **Al-Sukuk Al-Islamiya: Ru’ya Maqasidiya** [Islamic Sukuk: A Maqasidic Vision]. In *Al-Sukuk Al-Islamiya: ‘Ard wa Taqweem* (pp. —). King Abdulaziz University, Jeddah.

Nabilah, G., & Hidayatullah, A. (2017). The potential of issuance sukuk region for infrastructure financing in special region of Yogyakarta, Indonesia. *PSAKU International Journal of Interdisciplinary Research*, 6(2), 148.

Qimat Al-Sukuk. (2021). Retrieved April 22, 2022, from <https://alhudacibe.com/pressrelease140.php>

Smaoui, H., & Ghouma, H. (2020). Sukuk market development and Islamic banks’ capital ratios. *Research in International Business and Finance*, 51, 8.

Sukuk Market in Saudi Arabia. Retrieved from [https://www.sabinvest.com/content/sukukmarketinsaudiarabia\(1\).pdf](https://www.sabinvest.com/content/sukukmarketinsaudiarabia(1).pdf)

Taqirrat Al-Suq Al-Mali Al-Islami Al-Dawli (IIFM). (2018). Hawla Al-Sukuk.

Taqirrat Al-Suq Al-Mali Al-Islami Al-Dawli (IIFM). (2022). Hawla Al-Sukuk.

The President of the Republic of Indonesia. (2008). Copy of law of the Republic of Indonesia Number 19 Year 2008 concerning State Sharia Bonds. Retrieved from [http://www.flevin.com/id/lgso/translations/Laws/Law%20No.%2019%20of%202008%20on%20State%20Sharia%20Bonds%20\(MoF\).pdf](http://www.flevin.com/id/lgso/translations/Laws/Law%20No.%2019%20of%202008%20on%20State%20Sharia%20Bonds%20(MoF).pdf)

UNDP Indonesia. (n.d.). Indonesia's green bond & sukuk initiative. Ministry of Finance, Republic of Indonesia (p. 20). Retrieved from [https://climatepromise.undp.org/sites/default/files/research\\_report\\_document/undp-ndcsp-green-sukuk-share.pdf](https://climatepromise.undp.org/sites/default/files/research_report_document/undp-ndcsp-green-sukuk-share.pdf)

US-Saudi Arabian Business Council. (2018, September). Saudi Arabia's sukuk market update (p. 2). Retrieved from <http://www.ussaudi.org/wp-content/uploads/2019/09/September-2018.pdf>

Yıldırım, S., Yıldırım, D. C., & Diboglu, P. (2020). Does sukuk market development promote economic growth? *PSU Research Review*, 4(3), 210.