الملتقى الوطني حول: النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية.

مداخلة بعنوان: تطور نشاط الصكوك على المستوى العالمي للفترة 2001-2016.

د.عيلان وفاء

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة فرحات عباس-سطيف- الجزائر.

wafaaillane1@gmail.com

ملخص:

تهدف الدراسة إلى توضيح أهمية الصكوك في التعامل المالي والاقتصادي؛ من خلال إبراز حجم التطور العالمي للتداول بالصكوك؛ حيث حقق سوق الصكوك العالمية انتعاشا سنة 2016، وذلك بعد ثلاث سنوات متتالية من الانخفاض؛ حيث بلغ ذروته سنة 2012 بنمو قوي بلغ 13,2 % مقارنة بسنة 2011، لتصل إلى 74,8 مليار دولار، كما استمرت ماليزيا في إصدراها للصكوك؛ حيث تمثل المحرك الرئيسي، وبحصة سوقية قدرت ب 46,6 % من إجمالي الإصدارات، تليها إندونيسيا، الإمارات العربية المتحدة، دول مجلس التعاون الخليجي، بالإضافة إلى إبراز أهمية تداول الصكوك مقارنة بصيغ التداول التقليدي كالتوريق؛ من خلال نقاط الاختلاف في التداول بالصيغتين.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، آلية التصكيك، تطور نشاط الصكوك على المستوى العالمي.

Abstract:

The study aims at clarifying the importance of sukuk in financial and economic transactions by highlighting the volume of the global development of Sukuk. The sukuk market achieved a recovery in 2016 after three consecutive years of decline, reaching its peak in 2012 with a strong growth of 13.2% To reach $ 74.8 billion. Malaysia continued to issue Sukuk as the main driver, with a market share of 46.6% of total issues, followed by Indonesia, the UAE and the GCC. Sukuk trading compared to conventional trading formats such as securitization; The difference between the two formats.

Keywords: Sukuk, Sukuk Mechanism, Global Sukuk Development.

تمهيد:

تطرقت الشريعة الإسلامية إلى موضوع تنمية المال، واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، ومن أجل ذلك فقد وضعت العديد من الضوابط الشرعية التي تشكل أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي، التي تجمع بين الثبات (تحريم الربا) والمرونة (ملائمتها لكافة الأزمنة)؛ وذلك بما يكفل حسن إدارة المال واستثماره بالشكل الذي يحقق الأهداف الإنسانية، ويضمن المستوى اللازم للمعيشة؛ لذلك فقد انتشرت فكرة إنشاء المؤسسات المالية التي تتعامل وفقاً للشريعة الإسلامية في العديد من الدول الإسلامية والغربية، واتجهت كثير من المصارف، والمؤسسات المالية التقليدية إلى التحول كلياً أو جزئياً إلى العمل المالي الإسلامي؛

وتنبع فكرة إصدار الصكوك من صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من إجارة وسلم واستصناع ومضاربة وغيرها؛ كتطوير مواكب للمتطلبات التمويلية، وبديلا عن السندات التي تتعامل بالفوائد

المصرفية، وانطلاقاً من أن الصكوك الإسلامية تعتبر ابتكاراً لأداة تمويلية شرعية تستوعب القدرات الاقتصادية الكبيرة، فقد تعددت مجالات تطبيق الصكوك؛ حيث تم استخدامها كأداة فاعلة من أدوات السياسة النقدية في تمويل موارد المصارف الإسلامية، واستثمار فائض سيولتها، وفي إعمار الممتلكات الوقفية، وتمويل المشروعات الحكومية، وإمكانية استخدام هذه الصكوك في الخصخصة المؤقتة، شريطة أن يكون عائد جميع هذه الصكوك ناشئاً عن أصول مدرة للدخل.

وسيتم دراسة البحث من خلال ما يلي:

أولا: مفهوم الصكوك؛

ثانيا: آلية التصكيك؛

ثالثا: تطور نشاط الصكوك على المستوى العالمي، وحسب الأنواع.

أولا: مفهوم الصكوك.

1. التطور التاريخي للعمل بالصكوك الإسلامية:

- بدأت مع ظهور الأزمة الاقتصادية في الثمانينيات من القرن الماضي تظهر فكرة الصكوك الإسلامية كصيغة من صيغ التمويل المشروعة ؛ حيث كانت أبرز تلك المحاولات التي وضعت البصمة الأولى للصكوك الإسلامية؛ من خلال الدراسة التي قدم ت " سندات المقارضة " ضمن إنشاء مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (3) لسنة 1978، ثم بدأت محاولة تطبيق هذه الفكرة بالتعاون مع وزارة الأوقاف الأردنية ؛ حيث اعتمدت سندات المقارضة أسلوباً مناسباً، وشرعياً لإعمار الممتلكات الوقفية وتحديثها، وكان نتاج ذلك إصدار قانون مؤقت رقم (10) لسنة 1981؛ وبذلك تعد الأردن بمثابة المهد الأول لنشوء هذه الفكرة ، ثم تبعت هذه المحاولة مساهمة البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي في دورته الثانية لسنة 1988م التي بموجبها أصدر المجمع قراره رقم (5) 1988/8/45م بشأن سندات المقارضة، وسندات الاستثمار؛ وبذلك تعد هذه الخطوة الأولى نحو التأصيل الشرعي لسندات المقارضة؛
- كما جرت خلال الفترة (1978– 1988) العديد من التجارب، وأهمها تجربة باكستان، السودان، البحرين، وكانت أبرزها تجربة تركيا ؛ إذ أصدرت في عام 1984 سندات المشاركة المخصصة بمبلغ 200 مليون دولار أمريكي ؛ لغرض تمويل بناء جسر البفسور الثاني (جسر محمد الفاتح)؛ حيث لاقى هذا الإصدار قبولاً جماهيرياً واسعاً ، ولاسيما من الأتراك المغتربين خارج البلاد ، ثم توالت التجارب بعد ذلك إلى أن نضجت فكرتها في سوق التمويل الماليزي ؛ من خلال صدور المعيار الشرعي الخاص بالصكوك الإسلامية رقم (17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لسنة 2003، كما تم إصدار مذكرة عن مجلس الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2009 بعنوان " متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك ".1

2. تعريف الصكوك الإسلامية: تقوم الصكوك الإسلامية على مبدأ التصكيك، والذي يمثل آلية الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة ، وذلك عن طريق إيجاد أصول مالية جديدة ، كما تمثل عملية التصكيك تحويل قيمة الأصول المالية إلى أوراق مالية يمكن تداولها في السوق؛ مما يسهم في توفير السيولة للمصارف، والمؤسسات المالية التي تقوم بتمويل المشاريع، وشراء الأصول.2

أ. تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: " الصكوك وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أصدرت من أجله"؛3

ب. تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية: " الصكوك جمع صك ويشار لها عادة بالسندات الإسلامية وهي شهادات، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقا لأحكام الشريعة".4

وعليه يمكن تعريف الصكوك على أنها وثائق متساوية القيمة لملكية شائعة في أعيان أو خدمات، أو نشاط استثماري؛ وذلك وفقا لمبادئ التعامل المالي الإسلامي؛ حيث تعد قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة؛ وذلك وفقا لضوابط محددة.

3. خصائص الصكوك الإسلامية وأهدافها.

أ. خصائص الصكوك الإسلامية: تتمثل فيما يلي:

- لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون، أو نشرة الإصدار؛
- متساوية في القيمة، وفي الحقوق والواجبات، وفي ملكية الأموال الخاصة بها؛
- بعض الصكوك قابلة للتداول وفق شروط معينة؛
- عدم قبول الصك للتجزئة في مواجهة الشركة، وفي حالة ملكية الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث، أو نحوه؛ فإنه لا بد من الاتفاق على أن من يمثلهم أمام الشركة شخص واحد؛
- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية؛
- تعد مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر قيمة صكوكهم؛
- يعد مالك الصك مشاركا في موجودات المشروع؛ ولذلك له الحق في الرقابة ونحوها، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين، والحق في نصيب الأرباح، والاحتياطات، والتنازل عن الصك، والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون، أو التزم به من خلال نشرة الإصدار، وحق الشفعة، وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته؛

- يشارك مالكي الصكوك في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل واحد منهم؛
- تُصدر الصكوك على أساس عقد شرعي بضوابط شرعية، تنظم إصدارها وتداولها، وبقية أحكامها؛ وتكون بذلك خاضعة لأحكام ذلك العقد؛
- تمثل الصكوك أداة تمويل خارج الميزانية؛ حيث أن الإدارة لا تحتاج لتعليل استخدامها، لأن شراء الأصول يتم من خلال حملة الصكوك (المستثمرين)؛5
- تستند الصكوك إلى عقد شرعي، وتأخذ أحكامه؛6
- يكون تداول الصكوك بناءا على الشروط، والضوابط الشرعية لتداول الأصول، والمنافع والخدمات التي تمثلها؛
- تنشأ علاقات بين المتعاملين بالصكوك؛ حيث توجد علاقة بين حامل الصك، وغيره من حملة الصكوك، والتي تمثل علاقة بين الشركاء في ملك واحد، كما تمثل علاقة حملة الصكوك بالجهة المصدرة للصك علاقة رب مال بمضارب، ولست علاقة دائن بمدين.7

ب. أهداف الصكوك الإسلامية: يقصد بأهداف الصكوك الدوافع من عملية التصكيك بالنسبة المؤسسات وأهمها:

- زيادة السيولة: توفر الصكوك السيولة لمالكي الأصول خاصة التي لا توجد لها سوق نشطة لبيعها، أو لأن آجال استحقاقها طويلة ، كالأصول المملوكة للمصارف الإسلامية في الإجارة المنتهية بالتمليك؛8
- تنويع مصادر التمويل: أي توسيع قاعدة المستثمرين ؛ بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط لغرض الحصول على أصول جديدة، وتعمل على المواءمة بين آجال الأصول، والالتزامات للحد من المخاطر؛
- تقليل المخاطر: حيث أن المؤسسة التي تريد تصكيك بعض أصولها لاتكون مسؤولة عن الوفاء لحملة الصكوك، لأن التصكيك عملية بيع حقيقي لأصول شركة التصكيك ؛ وبذلك نقلت مخاطر تلك الأصول إلى الغير؛
- الدمج بين أسواق التمويل، وأسواق رأس المال: تؤدي عملية التصكيك إلى تنشيط سوق التمويل وسوق رأس المال؛ حيث يتم تنشيط سوق رأس المال من خلال تداول الصكوك التي تصدر عن الأصول المراد تسييلها في الأسواق المالية ، أما فيما يخص تنشيط سوق التمويل ، فالصكوك بالنسبة لحملتها تعتبر أداة استثمار من خلال صيغ التمويل المعتمدة في مؤسسات التمويل الإسلامية.9

4. مبادئ تداول الصكوك: يقصد بتداول الصكوك بيعها في السوق الثانوية، بعد شرائها من قبل المكتتبين، كما يجب التفريق بين تملك الصكوك، عندما تشترى من مصدرها في مرحلة الإصدار،

وبين تداولها عندما تُشترى من حاملها؛ حيث أنه في الحالة الأولى قد يتم إصدار الصكوك مقابل موجودات معينة، أو موصوفة بالذمة؛ وعليه تكون عملية الإصدار بيعا لتلك الموجودات، ويعتمد ذلك على مجموعة من المبادئ تضبط التعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المالي الإسلامي، وتتمثل فيما يلي:10

أ. تداول الصكوك التي أُصدرت مقابل أعيان موجودة جائز، لأن هذه الصكوك تمثل تلك الأعيان؛ وعليه يكون تداول الصكوك إعادة بيع لتلك الأعيان؛

ب. تداول الصكوك التي أُصدرت مقابل موجودات موصوفة بالذمة لا يجوز؛ لاشتمال العملية على بيع ما لم يقبض؛

ج. تداول الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان بعد، غير جائز؛ لأن الصكوك في هذه المرحلة مازالت تمثل نقودا، فيكون بيعها بيعا للنقود؛ إلا أن تحقق شروط بيع النقود ببعضها من التقابض، وتساوي سعر البيع مع القيمة الاسمية للصك جائز؛

د. يجوز تداول الصكوك بعد البدء في إدارة موجودات الصكوك؛ من خلال شراء موجودات جديدة، ويراعى في هذه الحالة أن تكوين الموجودات المملوكة لحملة الصكوك قد يتغير بين الأعيان، والديون والنقود؛

هـ. عند تصفية الصكوك، يقوم مديرها ببيع كافة الأعيان، وسداد المستحقات من الديون، وتحصيل ما يستحقه حاملو الصكوك من الديون، وتتحول كافة الذمم إلى نقود، وفي هذه الحالة لا يجوز تداول الصكوك إلا بمبلغ يساوي الحصة المتبقية من النقود؛

و. يجوز تداول الصكوك واستردادها، إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان، أو منافع، أو خدمات؛ وذلك بعد قفل الاكتتاب، وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط، فتُراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف (التقابض والتماثل عند اتحاد الجنس، والتقابض عند اختلاف جنس المتبادلين)، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت الصيغة، وكانت الموجودات ديونا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل؛

ز. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها، بعد تملك حملة الصكوك للموجودات، وحتى نهاية أجلها؛

ح. يجوز تدول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارتها، وإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة، وهي دين في ذمة المؤجر الثاني؛ حيث يخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون؛

ط. لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛ إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك؛

ي. يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تُستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة؛ بحيث تصبح دين في ذمة المستأجر الثاني، ويخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون؛

ك. يجوز تداول، أو استرداد صكوك الاستصناع؛ إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، أما إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع مواز، أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع؛ فإن تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون؛

ثانيا: آلية التصكيك.

تعتمد فكرة التصكيك على فكرة التوريق البسيطة؛ حيث يتم تحويل الديون إلى هيئة مختصة بالتوريق، لتصدر مقابلها أوراقا مالية قابلة للتداول؛ ومن خلال ذلك يتمكن الدائن من تعجيل استرداد الديم من المدينين، كما يحصل حملة الأوراق المالية على الفوائد الناتجة عن الديون، إلا أن البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرون المنعقدة سنة 2002، أوصى باختيار مصطلح التصكيك بديلا لمصطلح التوريق أو التسنيد؛ حيث يعتمد التصكيك على مجموعة من الضوابط المتوافقة مع أحكام التعامل المالي الإسلامي.

1. تعريف آلية التصكيك، ودوافعها.

أ. تعريف مجمع الفقه الإسلامي: " يقصد بالتصكيك إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا"؛ 11 حيث أن التصكيك في المؤسسات المالية الإسلامية يتم بالإصدار الأولي، أو بواسطة أصول يتم على أساسها إصدار الصكوك.

ب. تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية: " التصكيك يعني إجراءات إصدار الصكوك، وتتضمن الخطوات التالية:

- إنشاء موجودات: عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك، حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، كالموجودات موضوع الإجارة؛
- نقل ملكية الموجودات: ويتم ذلك إلى هيئة ذات غرض خاص، تتصرف في الإصدار؛
- إصدار الأوراق المالية: إلى المستثمرين.12

كما يعرف التصكيك على أساس أنه عملية تعتمد تحويل جزء أو مجموعة من الأصول غير السائلة، إلى أوراق مالية تقوم على الشراكة في منافع الأصول خلال فترة زمنية معينة؛13

وعليه يعد التصكيك عملية مالية منظمة توزع المخاطر عن طريق تجميع الديون، ثم تصدر الأوراق المالية الجديدة المدعومة من المجمع؛ حيث تسمى الأوراق المالية الناتجة عن هذه العملية بالأوراق المالية المدعومة بالأصول، كما أن جودة الائتمان للديون المضمونة غير ثابتة بسبب التغيرات في التقلبات التي تعتمد على الوقت والهيكل؛

2. دوافع التصكيك: وتتمثل فيما يلي:14

أ. إعادة تدوير الأموال المستثمرة : دون الحاجة للانتظار حتى يتم تحصيل الحقوق المالية على آجلها المختلفة؛ حيث أن التصكيك يساعد على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول تتصف بالسيولة؛

ب. خفض تكلفة التمويل والمخاطر: حيث يتيح التصكيك القدرة على تعبئة مصادر التمويل بالحصول على مستثمرين جدد، ومن ثم توفير تمويل طويل أو متوسط الأجل؛ وعليه يتسم بانخفاض درجة المخاطر نظرا لكون الصكوك مضمونة بضمانات عينية (الأصول)، وبالإضافة إلى أن عملية التصكيك تتطلب فصل محفظة التصكيك وما يلحقها من ضمانات عن غيرها من الأصول المملوكة للشركة منشئة الصكوك؛

ج. تنشيط السوق المالي: من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة ، وتنويع المعروض فيها من الأوراق المالية، وتنشيط سوق تداول الصكوك ، كما نمكن الصكوك من تمويل النشاطات الاقتصادية الضخمة؛

د. تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للشركة منشئة الصكوك : حيث أن التصكيك يتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن الشركة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا؛

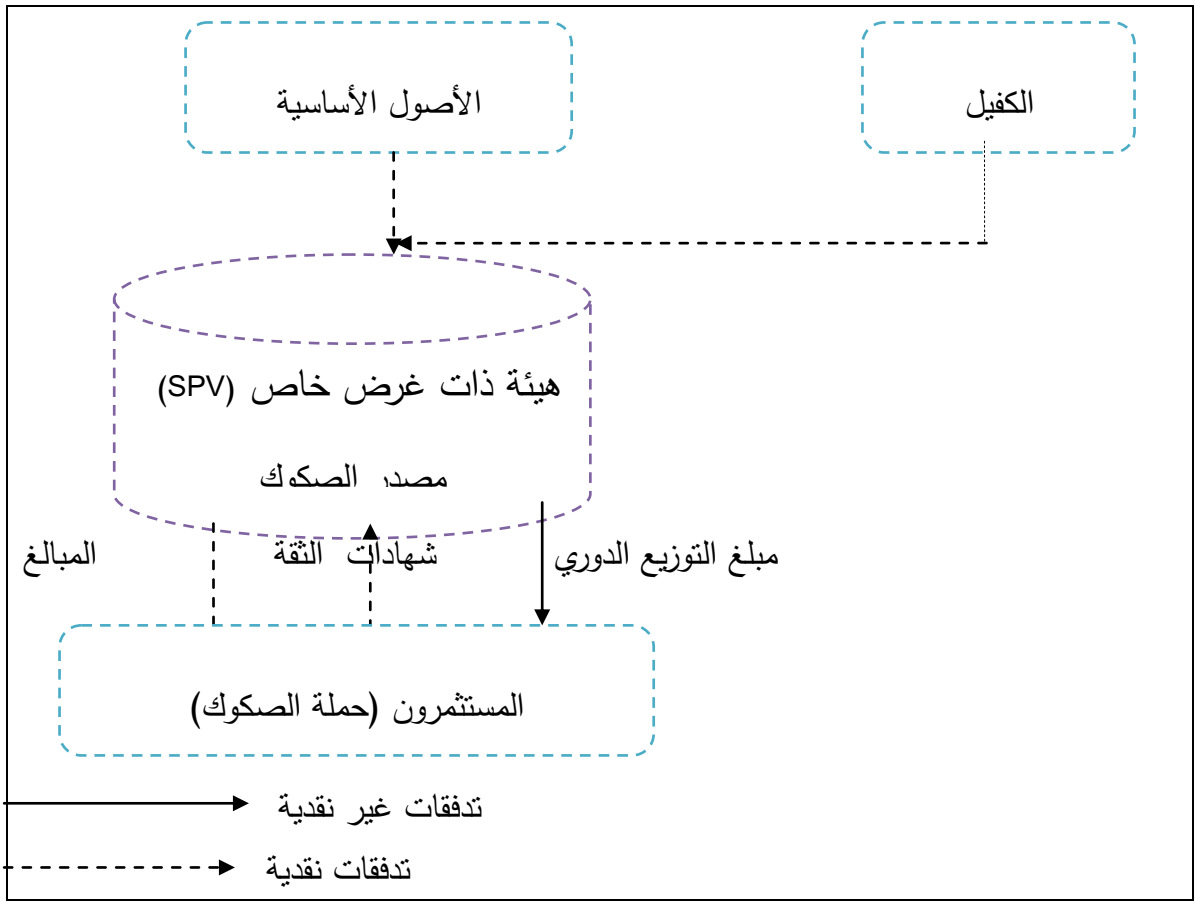
هـ. المواءمة بين آجال التمويل : أي مصادر واستخدامات الأموال، فعملية التصكيك تساعد الشركة في الحصول على السيولة اللازمة لسداد التزاماتها قصيرة الأجل؛

و. يكتسب التصكيك أهمية خاصة بالنسبة للمصارف التي بطبيعتها لديها محافظ حقوق مالية بمبالغ كبيرة متمثلة فيما تمنحه من قروض، وتسهيلات ائتمانية؛ وذلك من خلال:

- تحسين معدل كفاية رأس المال في ظل معايير بازل 2؛
- تحسين المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات؛
- الحصول على التمويل اللازم لمنح قروض جديدة؛
- تنويع أفضل لمخاطر الائتمان؛
- خفض تكلفة التمويل، وتنويع مصادره؛
- توسيع نشاط أسواق المال.

3. طريقة عمل التصكيك: يوضحها الشكل التالي:

الشكل (01): طريقة عمل التصكيك. 15



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- تمثل الصكوك شهادات الثقة التي تصدر عادة عن هيئة ذات غرض خاص؛ حيث عادة ما تقرض عائداتها إلى مؤسسة مالية أو شركة تأمين أو حكومة محلية، أو إقليمية (الراعية)؛ بغرض جمع الأموال وفقا لمبادئ الصكوك الإسلامية، كما يتم إصدار الصكوك على أساس أنواع عقود الاستثمار، والتمويل الإسلامي؛
- وعادة ما يتعلق نقل أصل أو مجموعة من الأصول أو المصالح الرئيسية على هيئة ذات أغراض خاصة تصدر شهادات ثقة؛ وبناء على ذلك يتم استخدام العائد على هذه الأصول الأساسية كأساس لدفع التوزيع الدوري المقسم إلى حاملي الصكوك، ومن أجل فصل جودة ائتمان الصكوك عن أداء الموجودات ذات الصلة، قام الرعاة بالصكوك بدفع التزامات تعاقدية إلى الجهة المصدرة للأدوات لتزويدها بالأموال اللازمة للوفاء بالتزاماتها المالية تجاه المستثمرين، ويتمثل النهج الأكثر شيوعا في أن مدفوعات الصكوك تستند فقط إلى الأصول الأساسية؛ وبالتالي تحاكي خصائص المعاملة تمويل المنظمة أو المشروع؛

- كما أنه وفقا لبعض هيكل الصكوك، فإن التزامات السداد التعاقدية من قبل الكفيل تغطي فقط التوزيع الدوري، والتراكمي في حالة حل مبكر، ولكن ليس التوزيع الدوري؛ وبموجب هذا النوع من الهيكل، سوف تقوم الصكوك بدفع توزيعات دورية من خلال حقيقة أن الأصول الأساسية تولد إيرادات كافية، أو يقرر الكفيل دفع مدفوعات معادلة إلى الشركة المصدرة.

4. نقاط الاختلاف بين التوريق، والتصكيك: تتضح من خلال الجدول التالي:

الجدول (01): نقاط الاختلاف بين التوريق، والتصكيك. 16

:

معيار الاختلاف:	التوريق	التصكيك
• **معيار الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية:**	• تقوم على مبادئ وشروط الاقتصاد التجاري؛ من خلال السياسة النقدية، والمالية للبنك المركزي.	• يجب أن يلتزم بالضوابط والشروط والمبادئ التي ذكرها مجمع الفقه الإسلامي الدولي؛ من خلال القرار رقم 30 (1/3)، ومعيار صكوك الاستثمار رقم (17) الصادر من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
• **معيار الإصدار:**	• يؤدي إلى إصدار سندات دين؛ من خلال هيئة ذات غرض خاص؛ حيث تعتمد هذه السندات على الفوائد المحرمة، وعلى بيع الدين الآجل النسيء بالدين النسيء.	• لا يعتمد على بيع الدين النسيء بالدين النسيء، كما لا يحتوي في تعامله على الفوائد المحرمة.
• **معيار التعامل:**	• يقوم على ديون ذات فوائد ربوية.	• لا يقوم على الديون ذات الفوائد المحرمة شرعاً؛ حيث يقوم على الأعيان والمنافع.
• **طبيعة العلاقة:**	• علاقة دائنية.	• علاقة مشاركة.
• **معيار التداول:**	• يتم تداول السندات في السوق الثانوية.	• يتم تداول الصكوك إن كانت تمثل ملكية أعيان أو منافع، أما التي تصدر عن ذمم بيوع آجلة، فلا يجوز تداولها شرعاً.
• **معيار العائد:**	• يمثل فائدة ربوية محرمة شرعاً	• يمثل أجرة الإجارة، وربحاً في حالة المشاركات والمضاربات.
• **معيار تحمل المخاطر:**	• لا يتحمل حملة السندات أية مخاطر من عدم قدرة المصدر على تحصيل الديون.	• يتحمل حامل الصك الخسائر وفق صيغة المشاركة أو المضاربة، وفي الأجرة في حالة الإجارة إن لم يوجد ضامن لها.

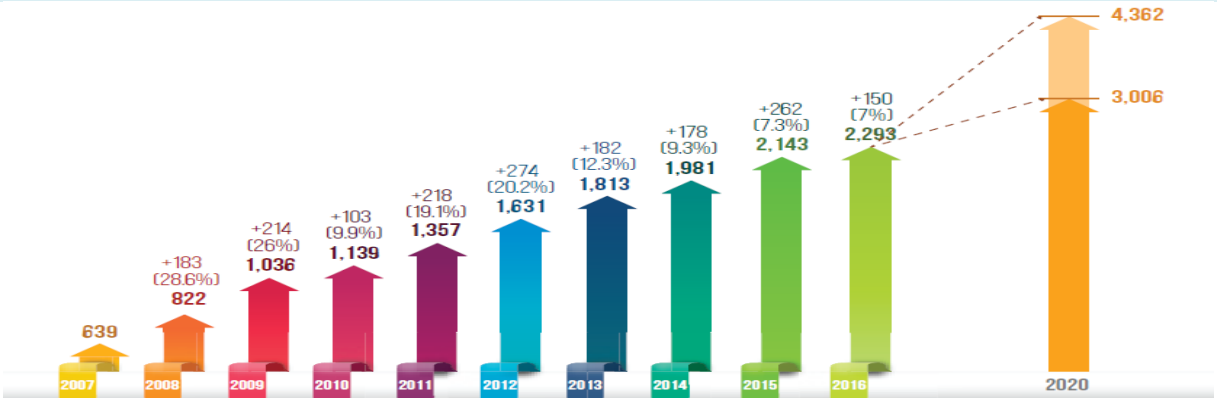
• **علاقة الهيئة ذات الغرض الخاص:**	• يمكن للمورق الأصلي أن يُسهم فيها.	• لا يمكن للمورق الأصلي امتلاك حصة بالهيئة؛ وذلك لتعارض المصالح.
• **الصيغ والتقنيات المعتمدة في الآليتين:**	• صيغة القرض.	• صيغ التمويل الإسلامي.

ثالثا: تطور نشاط الصكوك على المستوى العالمي، وحسب الأنواع.

1. تطور نشاط الصكوك على المستوى العالمي:

أ. تطور نشاط الصناعة المالية الإسلامية العالمية: يعد التمويل الإسلامي من أبرز تعاملات القطاع المالي، وقد توسع القطاع بسرعة خلال العقد الماضي؛ وذلك تماشيا مع الطلب على الخدمات، والمنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، خلال الفترة 2000– 2016، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (02): تطور الصناعة المالية الإسلامية العالمية للفترة ما بين 2007–2016، وآفاق النمو المستقبلية (الوحدة: مليار دولار). 17

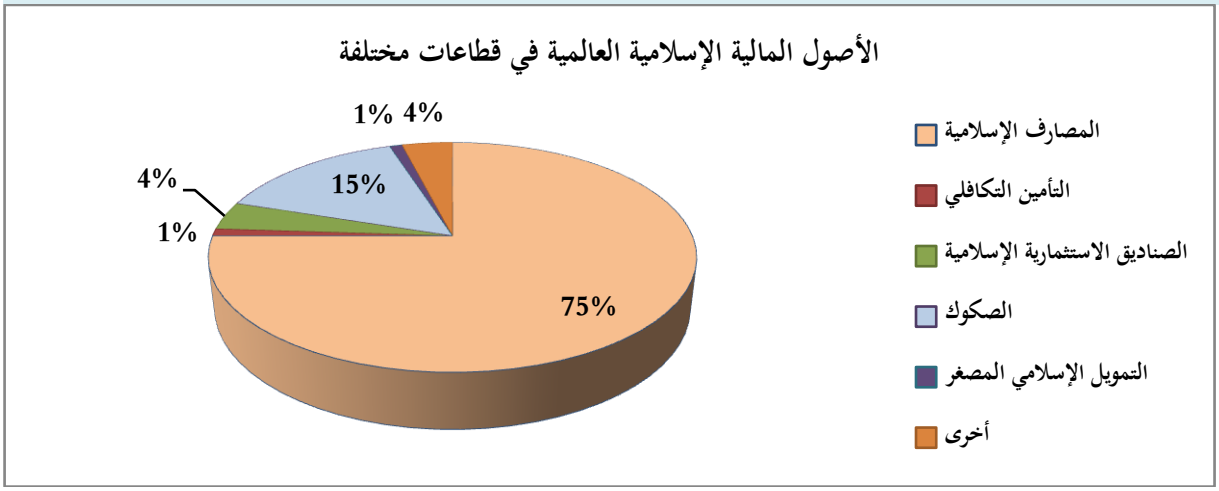


يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- وصلت صناعة الخدمات المالية الإسلامية العالمية إلى نقطة يجب على جميع أصحاب المصلحة التوقف فيها لإعادة التفكير في الاستراتيجيات المستقبلية للنمو والتوسع، كما أن معدل النمو المتوقع لسنة 2016 يقدر ب 7,41 %؛ حيث أن التباطؤ في الصناعة يتطلب مراجعة تقديرات حجم الصناعة في المستقبل حسب الظروف الاقتصادية السائدة، ويستند الحجم التقديري للصناعة على افتراض أن الحجم المحتمل للصناعة ينمو بنسبة لا تقل عن 10% سنويا، ويستند هذا الافتراض إلى عدد من العوامل التالية:
  - ارتفاع معدل النمو السكاني لعدد المسلمين؛
  - ارتفاع الوعي بالخدمات المصرفية، والمالية الإسلامية؛
  - ارتفاع دخل الفرد، والثروة التي يحتفظ بها المسلمون على المستوى العالمي.

- ارتفاع حجم النمو في الصناعة المالية الإسلامية خلال السنوات الأولى على التوالي، كما أنه في نهاية عام 2016، بلغ الحجم العالمي للخدمات المالية الإسلامية 293 2 مليار دولار أمريكي، ويرجع ذلك إلى:
  - زيادة تدريجية قدرها 150 مليار دولار أمريكي سنة 2016، مقارنة بسنة 2015، وقد تم تقديم تقديرين، أي 006 3 مليار دولار أمريكي، و 362 4 مليار دولار أمريكي لعام 2020 على أساس الافتراض بأن الصناعة لا تزال تنمو بمعدل النمو الحالي من 7 % في الأربعة سنوات المقبلة، إلى 15,27 % بحلول عام 2020، وترجع هذه الزيادة في حجم التعاملات المالية الإسلامية العالمية إلى ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (03): توزيع الأصول المالية الإسلامية العالمية في قطاعات مختلفة خلال سنة 2016. 18



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

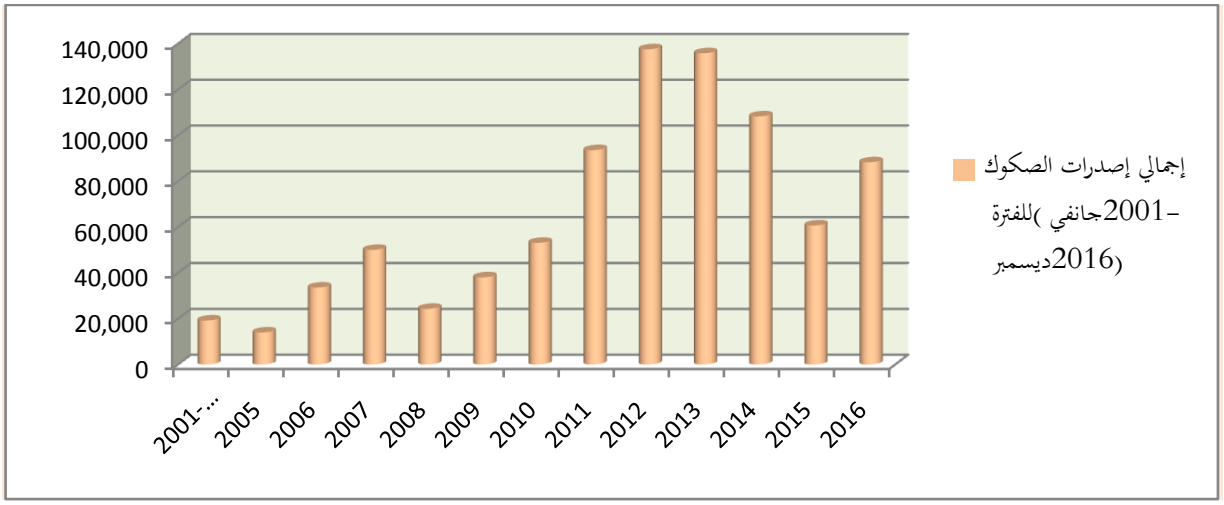
- تستمر المصارف الإسلامية في الهيمنة من حيث الأصول بنسبة 75 % من الأصول المالية الإسلامية العالمية التي تمتلكها المصارف الإسلامية، والمصارف التجارية من خلال عمليات النوافذ الإسلامية، والتي تحتفظ الصيرفة الإسلامية بنسبة 60 % من حجم الصيرفة الإجمالي، وهذا يبين بوضوح أن:
  - نموذج مصرفي إسلامي نقي (كامل) لا يزال الخيار المفضل على شركة تابعة أو أنموذج النافذة.، ومن الواضح أن مستقبل الصيرفة الإسلامية يكمن في تطوير الفصل التام لأنموذج المصارف الإسلامية، بدلا من أنموذج مصرفي مزدوج يقوم على التهجين الإسلامي، والخدمات المصرفية التجارية؛
  - كما تعد الصكوك ثاني أكبر قطاع من حيث إدارة الأصول والخصوم بنسبة 15 % من إجمالي الأصول العالمية لصناعة الخدمات المالية الإسلامية، ولم تشهد صناديق الاستثمار الإسلامية أي أهمية بعد، كما هو الحال بالنسبة للتكافل، والأعمال الناشئة

للتمويل الإسلامي المصغر، كما يتوزع حجم الصناعة المالية الإسلامية العالمية حسب الأسواق الأولى في الترتيب العالمي.

ب. تطور إصدار الصكوك على المستوى العالمي: تميز قطاع الصكوك في السنوات الأخيرة على أنه عنصر متزايد الأهمية في التمويل الإسلامي؛ حيث جذب السوق اهتماما متزايدا من المؤسسات الخاصة، الشركات المتعددة الجنسيات، والشركات الوطنية، كما أدى هذا القطاع دورا هاما في تمويل البنية التحتية، وفي المشاريع العامة والخاصة.

- إجمالي إصدار الصكوك للفترة 2001–2016: وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (04): إجمالي إصدار الصكوك للفترة (جانفي 2001–ديسمبر 2016)، الوحدة: مليون دولار أمريكي. 19



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

بلغ إجمالي الإصدارات العالمية 88,3 مليار دولار أمريكي سنة 2016، مقارنة ب 60,7 مليار دولار أمريكي سنة 2015، أي ما يقارب 44 % من حجم التداول، ويرجع ذلك إلى:

- الزيادة في حجم التداول خلال سنة 2016؛ من خلال إصدارات مطردة من آسيا ، ودول مجلس التعاون الخليجي، وإفريقيا، وبعض الدول الأخرى، في حين أن ماليزيا لا تزال تسيطر على سوق الصكوك، على الرغم من زيادة حصة بلدان مثل إندونيسيا وتركيا.

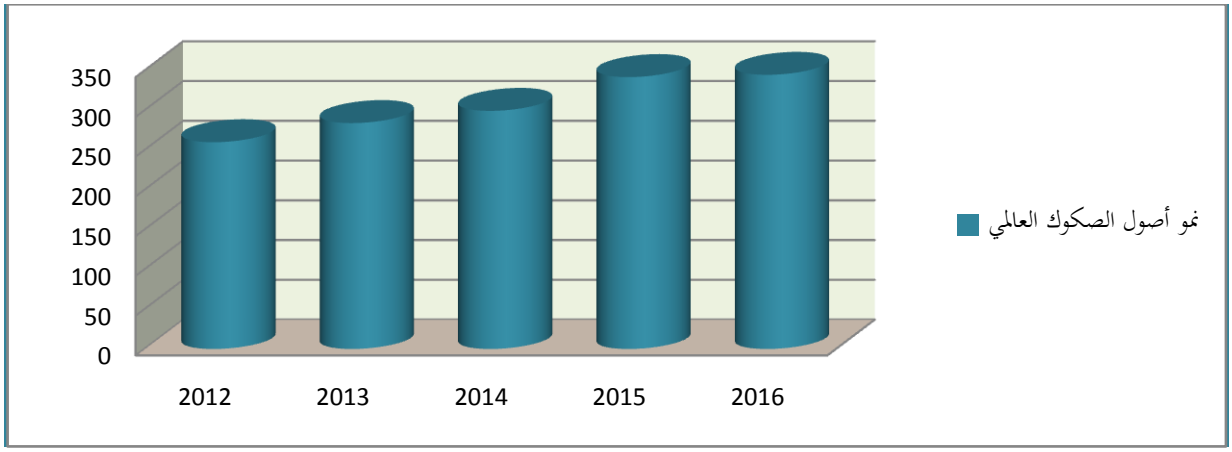
كما أغلق سوق الصكوك العالمية سنة 2016 على خلفية متفائلة؛ وذلك بسبب ما يلي:

- استقرار أسعار السلع الأساسية، وتوقعات أن يتم رفع المعدل المرجعي تدريجيا؛
- التحصيل في إصدارات الصكوك المؤسسية في بعض الولايات القضائية مما أدى إلى:
  - خط أنابيب إصدار الصكوك الصحية؛

- كما أن اعتراف المصدرين على المستوى العالمي بالصكوك كمصدر بديل قابل للتطبيق لتمويل تطوير البنية التحتية، والطائرات والتمويل، وتمويل المشاريع، والاحتياجات العامة للأغراض العامة، وكفاية رأس المال، ومتطلبات الميزانية.

2. تطور أصول الصكوك العالمي: وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

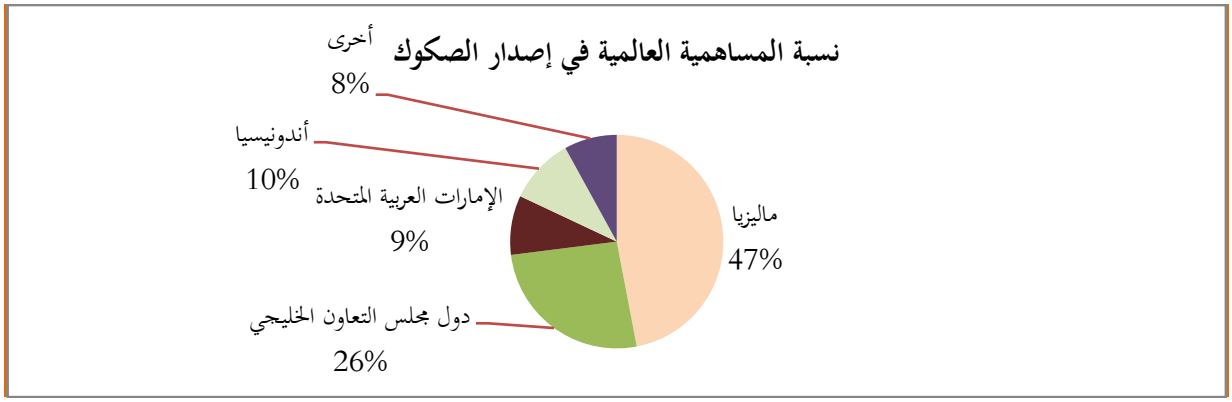
الشكل (05): تطور أصول الصكوك العالمي للفترة (2011-2016)، الوحدة: (مليار دولار). 20



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- بلغ إجمالي إصدارات دول مجلس التعاون الخليجي 19,6 مليار دولار أمريكي سنة 2016، بزيادة تقدر ب 18 دولارا أمريكي مقارنة بسنة 2015، ويرجع ذلك أساسا إلى:
  - ارتفاع إصدارات الحكومة، ويشير إلى حقيقة أن الصكوك لا تزال مصدرا مهما للتمويل؛ من أجل موازنة العجز في الموازنة الوطنية ، وانخفاض أسعار النفط، وتراجع عائدات التصدير؛
  - كما كانت أكبر إصدارات الصكوك للشركات 1,5 مليار دولار أمريكي من البنك الإسلامي للتنمية، 1,2 مليار دولار من دبي العالمية، مليار دولار أمريكي من بنك الإمارات الإسلامي، و 500 مليون دولار أمريكي من مجموعة إزدان القابضة في قطر، ومن العديد من المؤسسات المالية في ماليزيا.
- كما كانت ماليزيا دائما مركزا مهما في صناعة التمويل الإسلامي العالمية، وغالبا ما تهيمن على أحجام إصدار الصكوك العالمية بنسبة 47%، والشكل التالي يوضح ذلك:

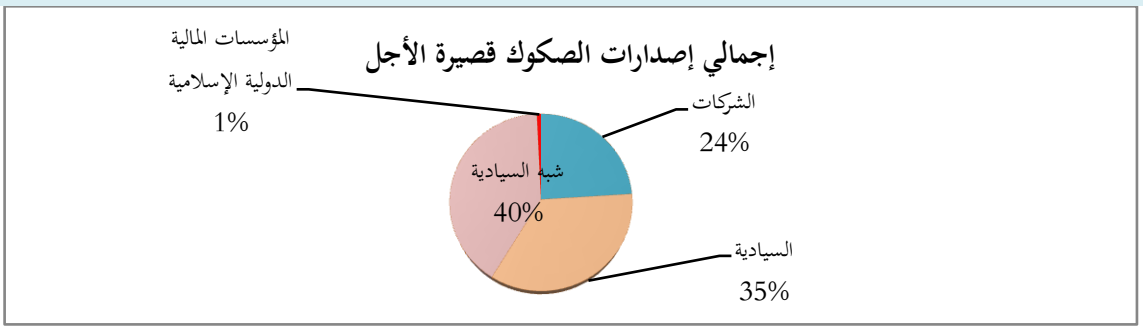
الشكل (06): نسبة المساهمات العالمية في إصدار الصكوك لسنة 2016. 21



3. تطور إصدار الصكوك قصيرة الأجل على المستوى العالمي: انخفضت الإصدارات المحلية للصكوك قصيرة الأجل خلال الفترة من 2001 إلى 2014، أو على المدى القصير العالمي؛ وذلك لأن الإصدارات المحلية في المتوسط كانت أكثر من 80 % من إجمالي الإصدارات قصيرة الأجل، باستثناء سنة 2015، كما تراجعت حصة الإصدارات قصيرة الأجل إلى ما يزيد عن 50 %، في السنوات 2008–2012؛ حيث توقف مصرف البحرين المركزي عن إصدار الصكوك الدولية قصيرة الأجل سنة 2007، كما بدأت شركة IILM في إصدارها للصكوك على المدى القصير الدولي سنة 2013.

أ.إجمالي الصكوك قصيرة الأجل المصدرة للفترة (جانفي 2001– ديسمبر 2016): يوضحه الشكل التالي:

الشكل (07): إجمالي الصكوك قصيرة الأجل المصدرة للفترة (جانفي 2001– ديسمبر 2016).22



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

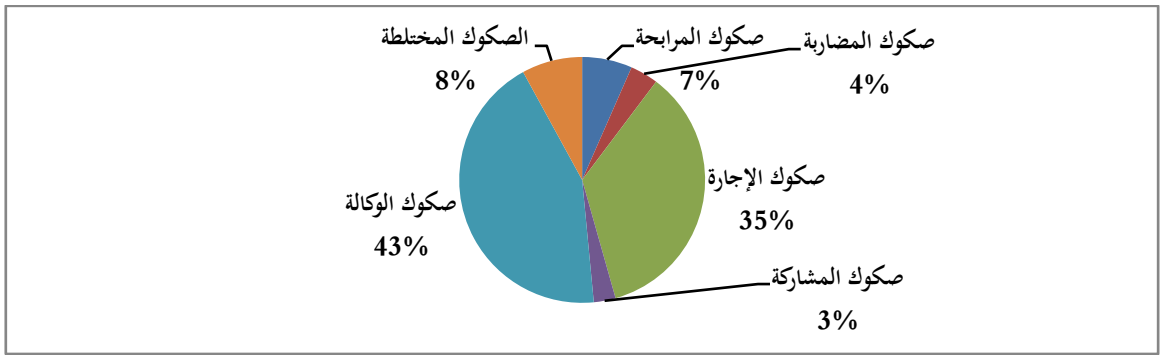
- تُصدر الصكوك قصيرة الأجل منذ تأسيسها من قبل شركات ذات سيادة، والمؤسسات المالية الدولية؛
- تتصدر الإصدارات شبه السيادية بشكل واضح على الحزمة، وتليها السيادية مما يفسر أن:
  - الدعم من الحكومات حرج للغاية، خاصة في تطوير سوق الصكوك قصيرة الأجل.

4. تطور الصكوك حسب (الهيكلة، العملة، القطاع):

أ. إجمالي الصكوك المصدرة حسب الهيكلة.

- هيكلة الصكوك المصدرة عالميا: يوضحها الشكل التالي:

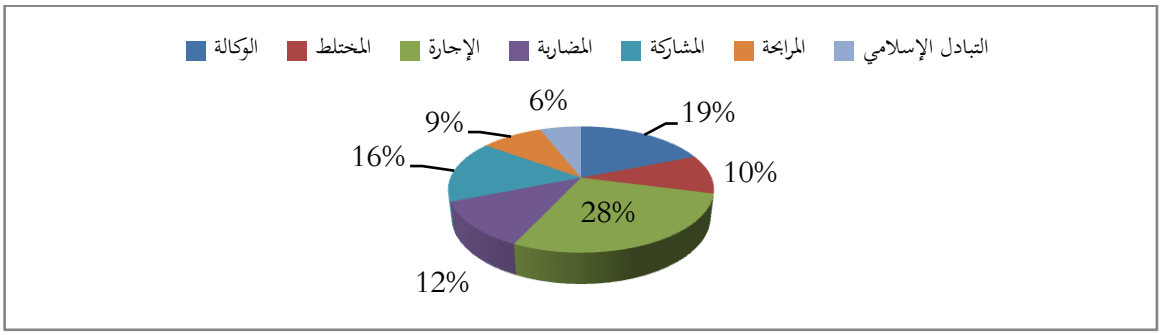
الشكل (08): الصكوك المصدرة عالميا حسب الهيكلة للفترة (جانفي 2010- ديسمبر 2015). 23



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- مثلت صكوك الإجارة بسوق الصكوك الدولية، الهيكل الأكثر تعاملا؛ حيث شكلت حصة الإجارة ما نسبته 47 % من إصدارات الصكوك خلال الفترة 2001 -2009، ومنذ ذلك الحين، بدأت حصة الإجارة في الانخفاض، كما قدرت نسبة الانخفاض 5 % خلال الفترة 2010-2014، أما سنة 2015 فقد حدث تحول مفاجئ وكبير من هيكل الإجارة إلى هيكل الوكالة، إلى غاية سنة 2016؛ حيث ارتفعت حصيلة صكوك الوكالة إلى 77 % لتصل إلى 24.2 مليار دولار أمريكي، في حين انخفضت حصة الصكوك الإجارة إلى 16 % لتصل إلى 4.9 مليار دولار أمريكي.
- إجمالي إصدار هيكلة الصكوك حسب الجهة المصدرة: تتضح من خلال هيكلة الصكوك السيادية، وشبه السيادية، وصكوك الشركات.
- هيكلة صكوك الشركات: يوضحها الشكل التالي:

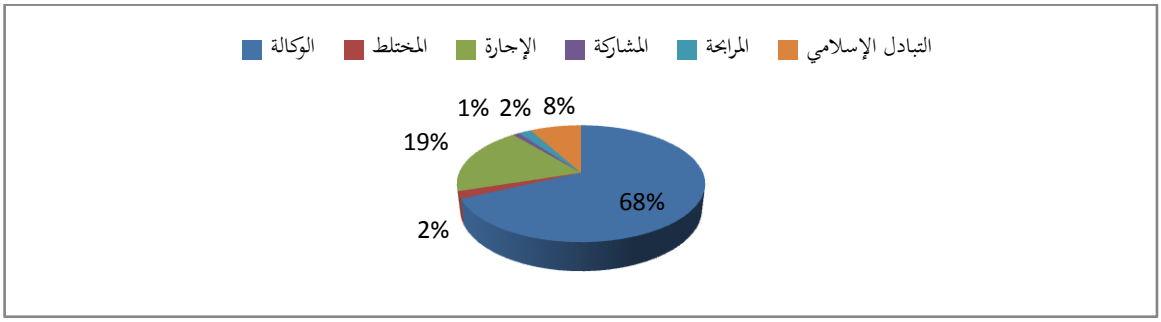
الشكل (09): هيكلة صكوك الشركات للفترة (جانفي 2001- ديسمبر 2015). 24



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- يوضح التوزيع الهيكلي لإصدار صكوك الشركات للفترة 2001-2015، أن صكوك الإجارة تعد الهيكل المفضل للمصدرين السياديين، والشركات، في حين أن المصدرين للصكوك شبه السيادية يفضلون بنية الوكالة.
- هيكلة الصكوك شبه السيادية: تتضح من خلال الشكل التالي:

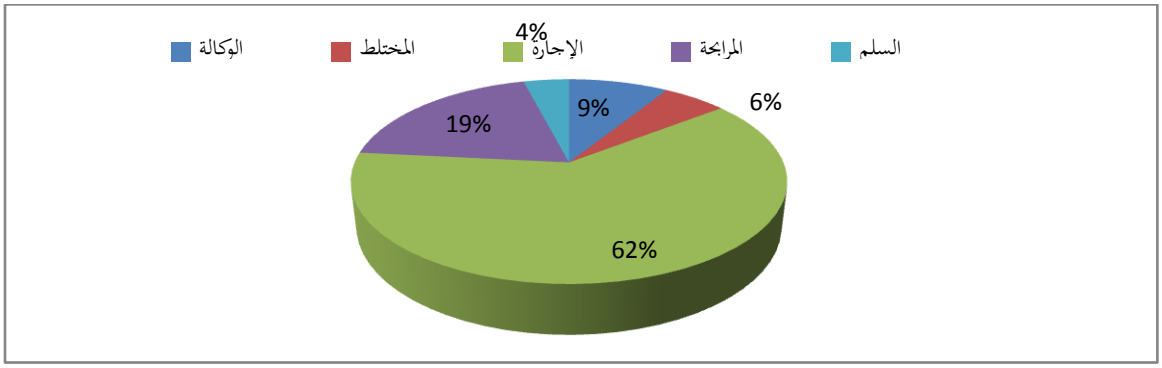
الشكل (10): هيكلة الصكوك شبه السيادية للفترة (جانفي 2011- ديسمبر 2015). 25



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- أن إصدار صكوك شبه السيادية للفترة 2001-2015 يعتمد بنسبة كبيرة على صكوك الوكالة، أي بنسبة 68 % ؛ وذلك لأن:
  - وفق هيكل الوكالة يُعين وكيلا لإدارة المشاريع أو الاستثمارات؛ حيث لا يتعين عليهم امتلاك المباني، أو الأصول المماثلة القابلة للتأجير، ولكن لديهم خطوط أعمال مدرة للدخل.
  - هيكلة الصكوك السيادية: تتضح من خلال الشكل التالي:

الشكل (11): هيكلة الصكوك السيادية للفترة (جانفي 2011- ديسمبر 2015). 26

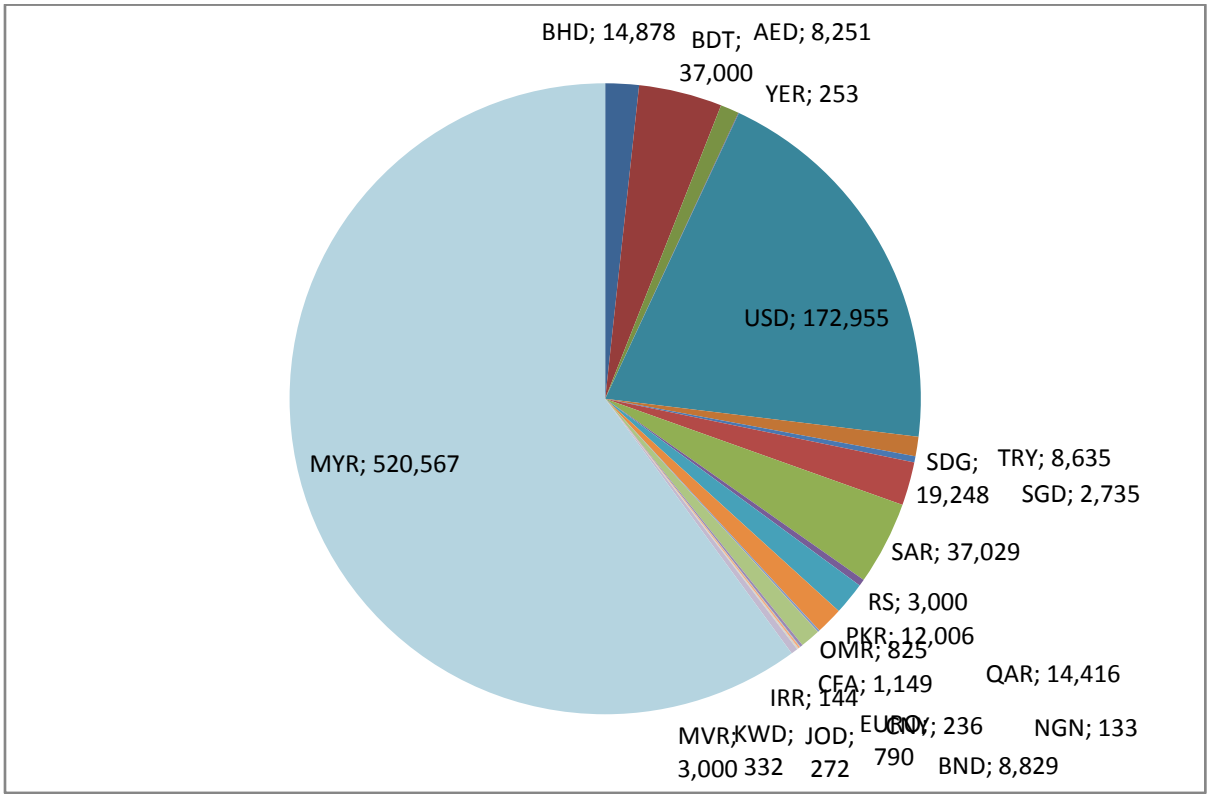


يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- أن إصدار الصكوك السيادية للفترة 2001-2015 يعتمد بنسبة كبيرة على صكوك الإجارة، أي بنسبة 62 % ؛ وذلك لأن:
  - هيكل الإجارة الأكثر قبولا من الناحية القانونية، والشرعية؛ حيث أن المصدر لديه ما يكفي من الأصول الملموسة، كما يعد من أكبر التحديات التي يواجهها المصدرون للصكوك السيادية؛ وذلك لأن إصدار صكوك الإجارة يتطلب توفر أصول كافية بالقيمة الحقيقية.

ب. إجمالي الصكوك المصدرة حسب العملة لسنة 2016: يوضحها الشكل التالي:

الشكل (12): الإصدار العالمي للصكوك حسب العملة لسنة 2016. 27

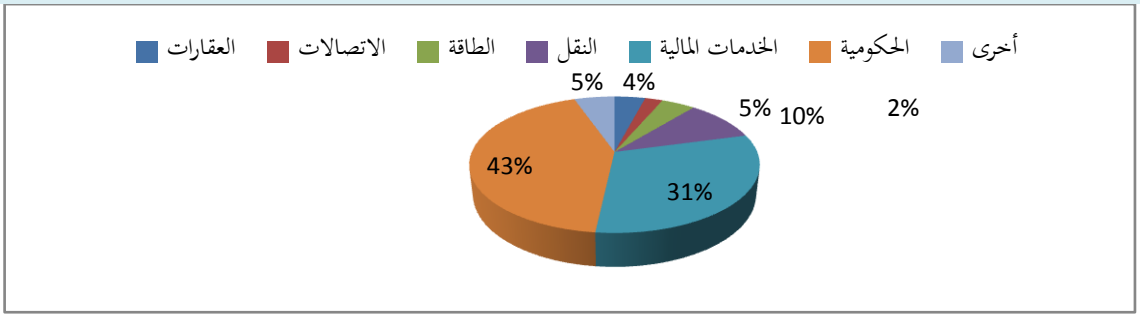


يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- سيطرت عملة الرينجت الماليزي بنسبة 61 %؛ حيث أن التداول في سوق الصكوك الماليزية في معظمه بالعملة المحلية القائمة، ويمثل إصدار الصكوك المقومة بالدولار الأمريكي هو 21 % من سوق الصكوك العالمي، كما أن الصكوك قد صدرت ب 22 عملة مختلفة عن الدولار الأمريكي والرينجت الماليزي، ومع تزايد عدد السياسيين الذين يتقدمون لتوفير السيولة في أسواقهم المحلية؛ يؤدي ذلك إلى ارتفاع عملات دول مجلس التعاون الخليجي، والعملات الآسيوية الأخرى مع مرور الوقت.

ج. إصدار الصكوك حسب القطاع: يوضحها الشكل التالي:

الشكل (13): نسب إصدار الصكوك حسب القطاع لسنة 2016. 28



يتضح من خلال الشكل ما يلي:

- يشكل قطاع الخدمات المالية منذ سنة 2014 أعلى نسبة؛ وذلك على خلفية الإصدارات من رأس المال، والسيولة المتوافقة مع الضوابط التنظيمية للمؤسسات المالية الإسلامية، كما تتزامن مع التدريج في تنفيذ اتفاقية بازل 3، كما كانت بسنة 2016 مشاركة نشطة من قبل البنية التحتية المرتبطة للمصدرين، وفي ماليزيا شكل قطاع الطاقة، والخدمات، والنقل، والاتصالات ما قيمته 12,5مليار دولار، أي ما نسبته 16,7 % من إجمالي الإصدارات، مقارنة بسنة 2015؛ حيث حققت ما قيمته 7,1 مليار دولار أمريكي، أي بنسبة 11,9 %؛
- كما حقق القطاع العقاري تحسنا بقيمة3,1 مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل 4,1 % من السوق، مقارنة ب 1,3 مليار دولار أمريكي، أي ما نسبته 2,2 %؛
- وشملت القطاعات الأخرى سنة 2016: التعليم 1,2 % الزراعة 1,1 % البناء 0,9 % النفط والغاز 0,8 % والتكتلات الصناعية 0,6 %، كما استحوذ المصدرون بماليزيا على سوق الصكوك في هذا المجال سنة 2016.

خاتمة:

يعد التمويل الإسلامي القطاع الأكبر في الاقتصاد الإسلامي؛ حيث لم تكن لوقت طويل آلية عمل هذا القطاع مفهومة بالشكل الصحيح، كما لم يحظى بفرص التنمية الكافية بالمقارنة مع قطاع التمويل التقليدي، غير أنّ التمويل الإسلامي بدأ يخطو خطوات ثابتة في العقد الماضي، ويوافق محركو قطاع التمويل الإسلامي على أنّه ما يزال في مرحلة النشوء، مستشهدين بالأصول البالغة 293 2 مليار دولار أمريكي، وبنسبة الضخّ الكبيرة لرؤوس الأموال، وتشكّل هذه القيمة زيادة بنسبة 10 % مقارنة بسنة 2015، ومن المتوقّع للأصول أن تنمو بمعدل نمو سنوي مركب بنسبة 9,4 % لتبلغ 362 4 مليار دولار أمريكي بحلول سنة 2020؛

وتقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم، أي المشاركة في الربح والخسارة بطريقة نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة، ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار ؛ حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض ، ولها شخصية معنوية مستقلة ، وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والإدارة والتداول والهبة والإرث ونحو ذلك من المعاملات المالية.

نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. تقوم تقنية التصكيك على تحويل الديون إلى هيئة مختصة بالتوريق، لتصدر مقابلها أوراقا مالية قابلة للتداول؛ ومن خلال ذلك يتمكن الدائن من تعجيل استرداد الديم من المدينين، كما يحصل حملة الأوراق المالية على الفوائد الناتجة عن الديون؛ وذلك وفق تقنية التوريق البسيطة، كما

يعتمد التصكيك في تطبيقاته على مجموعة من الضوابط المتوافقة مع أحكام التعامل المالي الإسلامي؛

2. خضعت أسواق الصكوك لاضطرابات معتبرة خلال الفترة 2013-2014؛ نتيجة الانخفاض في أسعار النفط، كما عززت من قبل أكبر مصدر للصكوك (بنك نيجارا ماليزيا) بشكل ملحوظ، والتحول التدريجي من أصحاب المصلحة في الصناعة بعيدا عن الهياكل القائمة على الدين، والاعتماد على صحة التمويل الإسلامي، لعدم الوقوع في حالة عدم الاستقرار المالي الهيكلي، التي تحققها أدوات الدين التجارية.
3. بلغ إجمالي إصدار الصكوك العالمية 88,3 مليار دولار أمريكي سنة 2016، مقارنة ب 60,7 مليار دولار أمريكي سنة 2015، أي ما يقارب 44 % من حجم التداول؛ وذلك من خلال ارتفاع حجم التداول؛ نتيجة إصدارات من آسيا، ودول مجلس التعاون الخليجي، وإفريقيا، وبعض الدول الأخرى، كما أن ماليزيا لا تزال تسيطر على سوق الصكوك، كما أغلق سوق الصكوك العالمية سنة 2016 على خلفية متفائلة؛ بسبب استقرار أسعار السلع الأساسية، وتوقعات أن يتم رفع المعدل المرجعي تدريجيا، كما تم اعتراف المصدرين على المستوى العالمي بالصكوك كمصدر بديل قابل للتطبيق لتمويل تطوير البنية التحتية، والطائرات والتمويل، وتمويل المشاريع، والاحتياجات العامة للأغراض العامة، وكفاية رأس المال، ومتطلبات الميزانية.

توصيات الدراسة:

1. الاتجاه إلى الإصدارات السيادية العالمية؛ بما يُظهِر أن لسوق الصكوك قاعدة متينة في مواجهة الشكوك الاقتصادية؛
2. زيادة إلمام المستثمرين العاملين بأدوات الصكوك؛ بما يحقق نمو السيولة الاستثمارية الإسلامية من الصكوك، وتزايد الطلب من الشركات على خدمات التمويل الإسلامي؛
3. توسيع مجال الندوات والملتقيات المتخصصة في المعاملات المالية الإسلامية؛ بما يضمن توسع فرص التطبيق؛
4. دراسة التجارب العالمية في التعامل المالي الإسلامي، والتداول بالصكوك، لإمكانية تطبيقها في الجزائر.

قائمة المراجع:

1. الماحي عصام الزين:" الصكوك المالية الإسلامية ودورها في تطوير وتعميق السوق المالي"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الرابع للاستثمار وأسواق المال، سورية، 2008، ص: 3.
2. عبد الله أمين:" التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية"، موسوعة التوريق 2، اتحاد المصارف العربية، مصر 2002، ص: 13.
3. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:" المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين 2007، ص: 288.
4. مجلس الخدمات المالية الإسلامية:" متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جانفي 2009، ص: 03.

5. أدهم إبراهيم جلال الدين:" الصكوك والأسواق المالية الإسلامية، ودورهما في تمويل التنمية الاقتصادية"، دار الجوهرة للنشر والتوزيع، الطبعة 1، مصر 2014، ص: 54-55.
6. عبد الستار أبو غدة:" المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة في ضمانها"، بحث مقدم إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 ماي 2010، ص: 258.
7. شيرين أبو قعنونة:" الهندسة المالية الإسلامية: ضوابطها الشرعية وأسسها الاقتصادية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة 1، الأردن 2015، ص: 441.
8. نوال بن عمارة:" الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية-تجربة السوق المالية الدولية"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 09، 2011، ص: 255.
9. أختر زيتي عبد العزيز، أختر عبد العزيز:" الصكوك الإسلامية (التوريق)، وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، بحث مقدم إلى منظمة المؤتمر الإسلامي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 04.
10. محمد الجارحي، عبد العظيم أبو زيد:" أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 26-05-2010، ص: 304.
11. مجمع الفقه الإسلامي:" صكوك الإجارة"، القرار رقم 137 (15/3)، 6-11 مارس 2004.
12. مجلس الخدمات المالية الإسلامية:" متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك والاستثمارات العقارية"، جانفي 2009، ص: 04.
13. عجيل جاسم النشمي:" :" الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة-دراسة فقهية اقتصادية فقهية-"، بحث مقدم إلى منظمة المؤتمر الإسلامي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 03.
14. نقاشي، محمد إبراهيم:" عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية"، بحث مقدم في المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة الإسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، كوالا لمبور، ماليزيا 2006، ص: 09.
15. Standard & Poor's Rating Services:" General Criteria: Methodology For Rating ṣukuk", January 19th 2015, p: 05.
16. من إعداد الطالبة بالاعتماد على مفهوم الصيغتين.
17. Global Islamic Finance Report 2017: "Overview of the Global Islamic Finance Industry", p: 37. www.gifr.net le 09-02-2018 à 12 :15
18. Global Islamic Finance Report 2017, "Overview of the Global Islamic Finance Industry", Op-Cit, p: 38.
19. International Islamic Financial Market: « Sukuk report: a comprehensive study of the global Sukuk market », 6th Eddition, July 2017, p: 02.
20. Thomson Reuters : « Islamic Finance Développement Report 2017 », p : 56. www.thomsonreuters.com le 10-02-2018 à 11 :00
21. Global Islamic Finance Report 2017: "Overview of the Global Islamic Finance Industry", p: 41. www.gifr.net le 09-02-2018 à 18 :40
22. International Islamic Financial Market: « Sukuk report: a comprehensive study of the global Sukuk market », July 2017, Op-Cit, p: 11. www.iifm.com le 02-01-2017 à 14 :28.
23. International Islamic Financial Market: « Sukuk report: a comprehensive study of the global Sukuk market », July 2017, Op-Cit, p: 28.
24. International Islamic Financial Market: « Sukuk report: a comprehensive study of the global Sukuk market », July 2015, p : 30.
25. Op-Cit, p : 31.
26. Ibid, p : 31.
27. International Islamic Financial Market, « Sukuk report: a comprehensive study of the global Sukuk market », July 2017, Op-Cit, p: 36. www.iifm.com le 01-03-2017 à 07:19.
28. Islamic Financial Services Board: « Islamic Financial Services Industry: Stability Report 2017", Op-Cit, p: 20. www.ifsb.com le 20-01-2018 à 5:48.