



ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم)

المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة

١٠ - ١١ جمادى الآخرة ١٤٣١ هـ، الموافق ٢٤ - ٢٥ مايو ٢٠١٠ م

بالتعاون بين مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي،

والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية

إخفاق/إعسار

بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار

إعداد

إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية

تقديم : عمار عودة

مدير شعبة عمليات الخزينة والتسويات

إدارة الخزينة، البنك الإسلامي للتنمية

الرعاية الإعلامية	الرعاية الرئيسية
صحيفة الرؤية Al-Mawakeel	الفضائية الاقتصادية
ساب مؤسسة إسلامية للحياة الخدمات المصرفية الإسلامية	NCB الأهلي مجموعة المصرفية الإسلامية

المحتويات

٣٤٩	١- لمحة مختصرة عن الصكوك
٣٤٩	١-١ التعريف اللغوي
٣٤٩	٢-١ هياكل الصكوك
٣٥٠	٢- الوضع الحالي لسوق الصكوك
٣٥٠	١-٢ حجم سوق الصكوك
٣٥٠	٢-٢ مراحل النمو
٣٥٢	٣-٢ المصدرون، القطاعات، والمشاركون
٣٥٣	٤-٢ أماكن وعمليات إصدارات الصكوك
٣٥٦	٥-٢ التسعير، التصنيف، والإدراج
٣٥٦	٣- إخفاق/إعسار الصكوك
٣٥٦	١-٣ تعريف إخفاق الصكوك
٣٥٧	٢-٣ الإخفاقات الحالية للصكوك
٣٥٨	٣-٣ الأسباب الأساسية لإخفاقات الصكوك
٣٥٨	١-٣-٣ الأزمة المالية العالمية
٣٥٩	٢-٣-٣ التركيز على قطاع العقارات
٣٦٠	٣-٣-٣ المستويات العالمي من التمويل/الإقراض بسبب انخفاض أسعار التمويل
٣٦٠	٤-٣-٣ افتقار سوق الصكوك إلى الكفاءة المطلوبة
٣٦٠	٤- آثار إخفاقات الصكوك
٣٦١	١-٤ الصكوك المدعومة بأصول مقابل الصكوك المرتبطة بأصول
٣٦١	٢-٤ طبيعة الاتفاقيات القانونية
٣٦٢	٣-٤ الأحداث التي تلت إخفاقات الصكوك على أرض الواقع
٣٦٢	٤-٤ فقدان الثقة
٣٦٢	٥-٤ الخسائر المالية والمستثمرون المتأثرون بها
٣٦٣	٥- الدروس المستفادة والتوصيات
٣٦٣	١-٥ تصورات الفقهاء واللجان الشرعية مقابل تصورات السوق
٣٦٤	٢-٥ ضرورة التأصيل الفقهي لإخفاقات/إعسار الصكوك
٣٦٤	٣-٥ مبادئ الشريعة مقابل الاتفاقيات القانونية
٣٦٤	٤-٥ الإشراف والرقابة من السلطات المختصة
٣٦٥	٥-٥ الآثار المتوقعة على الصناعة المالية الإسلامية
٣٦٥	٥-٥ خلاصة التوصيات
٣٦٦	٦- الخاتمة
٣٦٦	٧- شكر وتقدير
٣٦٨	٨- المراجع

١- ملحة مختصرة عن الصكوك

١-١ التعريف اللغوي

الصكوك مصطلح عربي وهو جمع لكلمة صك، ويعني "أداة قانونية، أو سند، أو شيك" لشهادة مالية. وفي الاستعمال المعاصر الصكوك تعني "أي وثيقة تمثل عقداً أو حوالةً للحقوق، أو التزامات، محررة بما يتفق وأحكام الشريعة الإسلامية" (Sukuk. me, 2010A)، أو ما اصطلح على أنه البديل الإسلامي للسندات التقليدية. وفي الإسلام، فإن السندات المحملة بفائدة أو عائد ثابت (الربا) فهي محرمة، نظراً لأن الإسلام يحرم التعامل بالفائدة أخذاً وعطاءً. ومن ثم، تمت هيكلة الصكوك لتكون أوراقاً مالية متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

يتعلق جوهر الصكوك، في المنظور المالي الإسلامي بمفهوم صك الأصول أو توريقها، الذي يتحقق من خلال عملية إصدار الصكوك (التصكيك). ويمكن إصدار الصكوك بناءً على أصول قائمة، وكذلك على أصول محددة قد تصبح متاحة في تاريخ مقبل.

٢-١ هياكل الصكوك

الصكوك هي شهادات مالية مدعومة بالأصول. والصكوك في أبسط أشكالها هي شهادات تثبت ملكية أصل ما، أو حق الانتفاع به. المبدأ الأساسي الذي تقوم عليه الصكوك هو أن حاملها له حق ملكية غير مجزأ في أصل معين، ويكون له من ثم الحق في العائد الذي يدره هذا الأصل.

تعتمد هياكل الصكوك على إنشاء أداة قانونية ذات غرض خاص (SPV)، تكتسب حق ملكية الأصل. وتقوم هذه الأداة بإصدار الصكوك، وإعلان قيمة مالية لصالح حملة الصكوك. وتمثل شهادات الصكوك هذه، على سبيل المثال، ملكية أصل ما، أو الحق في إيرادات الإجارة (Sukuk. Me, 2010b). ومن ثم فإن العائدات المقدمة إلى حملة الصكوك تأتي في شكل أرباح متحققة من البيع، أو الإجارة، أو من مجموعهما معاً، مع تحمل حملة الصكوك للمخاطر الائتمانية للمستأجر الأساسي (Sukuk. Me, 2010c).

ويمكن أن تركز الصكوك على أدوات المضاربة، أو المشاركة، أو المرابحة، أو السلم، أو الاستصناع، أو الإجارة، أو تركز على خليط من هذه الأدوات، ضمن ضوابط معينة لكل نوع من هذه الأصول.

٢- الوضع الحالي لسوق الصكوك

تقدر قيمة الصناعة المالية الإسلامية بنحو تريليون دولار أمريكي، وتستحوذ الصكوك على نسبة كبيرة من تلك الصناعة (Valente, 2009)، لذلك ينظر إليها باعتبارها محركاً كبيراً للصناعة ككل. ووفقاً لـ "Zawy Sukuk Monitor" فإن الوضع الحالي/الخصائص الحالية لسوق الصكوك، يمكن أن يلخص في البنود الواردة أدناه.

٢- ١ حجم سوق الصكوك

يقدر حجم إصدارات الصكوك، البالغ عددها ٧٤٧ صكاً خلال الفترة من ديسمبر ١٩٩٦ إلى ٣٠ سبتمبر ٢٠٠٩م، بمبلغ ١٠٦,٦ مليار دولار أمريكي. وبلغت قيمة الصكوك التي ينتهي أجل استحقاقها في سبتمبر ٢٠٠٩ ما قيمته ١٢,٦ مليار دولار أمريكي، في حين ما زالت هناك صكوكاً قيمتها ٩٤ مليار دولار أمريكي قيد الاستحقاق. وأن هناك نسبة كبيرة من الصكوك (٧٤٪) تقل قيمتها عن ١٠٠ مليون دولار أمريكي. وقد بلغ إجمالي مبيعات الصكوك ٥٦٤ مليون دولار أمريكي خلال أول شهرين في عام ٢٠١٠م، مقارنةً بمبلغ ٢,٥ مليار دولار أمريكي في الربع الأول من عام ٢٠٠٩م، وفقاً للبيانات المجمعة بواسطة بلومبيرغ (Cochrane, 2010). ومن المرجح أن يتراوح الإصدار العالمي للصكوك في عام ٢٠١٠م بين ١٥-١٧ مليار دولار أمريكي، بانخفاض قدره ١٩ مليار دولار أمريكي، مقارنةً بعام ٢٠٠٩م، وفقاً لإحصاء حديث لرويترز. ويتضمن هذا الإحصاء الإصدارات الحكومية المحتملة من فرنسا، وإندونيسيا، والأردن، وقازاقستان، وماليزيا، ومالطا، والفلبين، وكوريا الجنوبية، وتركيا، والمملكة المتحدة (Pitchford, 2010). وقد بلغت الصكوك ذروتها في عام ٢٠٠٧م، عندما تم تعبئة نحو ٢٥ مليار دولار أمريكي من خلال الصكوك (Duyn, 2009).

٢- ٢ مراحل النمو

وفقاً لتقرير (Zawya Collaborative Sukuk)، فإن إصدار الصكوك يمكن أن يقسم إلى ثلاث مراحل تتسم بالخصائص التالية (Zawya, 2009):

▪ المرحلة الأولى خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠٠١م) - وقد استحوذت على جزء يسير من إجمالي الإصدارات.

- ٢٢ من إصدارات الصكوك بقيمة إجمالية قدرها ٢,٦ مليار دولار أمريكي، منها إصدارات بلغ أجل استحقاقها، وقيمتها ٩٠٠ مليون دولار أمريكي.

- تم إصدار هذه الصكوك من دولتين: هما ماليزيا وقد استحوذت على نسبة كبيرة منها، والبحرين.
- كانت الشركات أكثر نشاطاً من الكيانات الحكومية، واستخدمت الصكوك بصفة أساسية باعتبارها أدوات تمويل محلية.
- كان حجم الإصدار أقل من ١٠٠ مليون دولار أمريكي بالنسبة لمعظم الصكوك، مع تجاوز أجل استحقاق كل منها لعشرة أعوام.
- استأثر قطاع الخدمات المالية بأكبر الإصدارات من حيث القيمة في هذه الفترة.
- حدث ابتكار محدود للمنتج: حيث استُخدمت هياكل إسلامية محدودة لإصدار الصكوك، تمثلت أساساً في المرابحة.
- المرحلة الثانية خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧م) - وقد استأثرت بأكبر قيمة من إجمالي الإصدارات وعددها حيث إنها تزامنت مع الارتفاع في أسعار النفط والنمو الاقتصادي السريع لدول مجلس التعاون الخليجي.
- ٤٣٠ إصداراً بقيمة إجمالية قدرها ٧٢,٣ مليار دولار أمريكي، مع إصدارات مقدارها ٦١,٩ مليار دولار أمريكي (كما في سبتمبر ٢٠٠٩م) ما زالت قيد الإستحقاق.
- أصدرت ١٣ دولة صكوكاً، كان معظمها من ماليزيا، ودول مجلس التعاون الخليجي.
- هيمن الدولار الأمريكي على إصدارات الصكوك في هذه المرحلة، نظراً للعدد الكبير من الإصدارات الدولية، ورغبة مصدري الصكوك التابعين لمجلس التعاون الخليجي في الاقتراض بعملة الدولار الأمريكي.
- ارتفع متوسط حجم الإصدار إلى ١٦٨,٣ مليون دولار أمريكي، أي بزيادة نسبتها ٤٠٪ عن المرحلة السابقة.
- ما زالت الشركات المساهم الأكبر في إصدارات الصكوك، بالرغم من أن الإصدارات الحكومية لم تنزل نشطة.
- استأثر القطاع العقاري والبناء بأكبر الإصدارات، وقد بلغت قيمتها الإجمالية ٢٠,٦ مليار دولار أمريكي، تليه الإصدارات الحكومية.
- شكلت صكوك المشاركة المصدر الأساسي من حيث القيمة، كما شكلت صكوك الإجارة أعلى عدد في هذه الفترة، مقارنةً بالمرابحة التي تصدرت القيمة والعدد في المرحلة الأولى.
- كانت الصكوك أدوات تمويل محلية بشكل أساسي، ولكن شوهده تحول طفيف صوب الإصدارات الدولية.

- المرحلة الثالثة خلال الفترة (٢٠٠٨- سبتمبر ٢٠٠٩م) - وقد شهدت هذه الفترة وقوع الأزمة المالية العالمية والإعلان لفتوى الشيخ محمد تقي عثمانى بعدم موافقة الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية، مما أدى إلى بطء واضح في سوق الإصدارات.
- تأثر سوق الصكوك من جراء الأزمة المالية العالمية؛ حيث انخفضت قيمة الإصدارات لتصل إلى ١٥,٥ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٨م، ولكنها تراجعت في عام ٢٠٠٩م لتبلغ ١٦,٦ مليار دولار أمريكي.
- لم تتج جميع إصدارات الصكوك من الانكماش؛ وأعلن عن العديد من حالات الإخفاق في الصكوك.
- استأثرت سوق الصكوك الماليزية بأكبر قيمة من إصدارات الصكوك بعد الأزمة المالية، تلتها البحرين واندونيسيا.
- كان الرنجت الماليزي هو عملة الإصدارات السائدة في هذه الفترة بسبب العدد الكبير من إصدارات الصكوك الصادرة عن ماليزيا.
- أفسحت الأزمة المالية المجال للكيانات الحكومية كي تصبح أكثر نشاطاً من الشركات المصدرة للصكوك في هذه المرحلة. فقد كانت الصكوك التي أصدرتها الحكومات هي الأكبر من حيث القيمة والعدد.
- حدثت زيادة تدريجية في آجال الصكوك المصدرة، بالرغم من أن الإصدارات ذات الأجل المتوسط شكلت معظم هذه الإصدارات.
- كانت النسبة الأكبر من إصدارات الصكوك أقل من الـ ١٠٠ مليون دولار أمريكي.
- انتشر قبول هيكله الإجارة، مما أدى إلى هيمنته في هذه الفترة.
- ما زالت معظم إصدارات الصكوك في هذه المرحلة محلية (من حيث العدد)، في حين ظلت الإصدارات من حيث القيمة كما هي.

٢- ٣ المصدرون، القطاعات، والمشاركون

يتضمن مصدرو الصكوك كلاً من الجهات الحكومية، وشبه الحكومية، والشركات.

في شهر نوفمبر ٢٠٠٩م، أصدرت شركة جنرال الكتريك صكوكاً، بلغت قيمتها ٥٠٠ مليون دولار أمريكي، حيث عمدت إلى اجتذاب نوع جديد من المستثمرين في حصولها على تمويل من السوق (Duyn, 2009).

وقد حظي قطاع العقارات والتشييد بالجانب الأكبر من إصدارات الصكوك، حيث بلغ ٢٦,٤ مليار دولار أمريكي، يليه القطاع الحكومي (٢٣,٧ مليار دولار أمريكي) ثم قطاع الخدمات المالية (١٥,٩ مليار دولار أمريكي) (Zawya, 2009). ويلاحظ أن معظم المستثمرين في أسواق الصكوك هم من المؤسسات، حيث إن هناك وجوداً ضئيلاً للمستثمرين الأفراد.

٢- ٤ أماكن وعمليات إصدارات الصكوك

تعتبر صناعة الصكوك في الوقت الراهن صناعة عالمية، من حيث الإصدارات والأماكن التي يتواجد فيها مستثمرو الصكوك. ويوجد حالياً مركزان لإصدار الصكوك وتشريعها وتسويقها، هما ماليزيا، ودول مجلس التعاون الخليجي. ولكل من المركزين مزايا وسجل تعامل مهم. فقد صدرت عن ماليزيا (٤١٪) من الصكوك (بحسب العدد)، بقيمة قدرها ٤٨,٨ مليار دولار أمريكي (نسبته ٤٦٪ من إجمالي قيمة الصكوك الصادرة). كما صدرت عن دول مجلس التعاون الخليجي (٢٥٪) من الصكوك على مستوى العالم (بحسب العدد)، بقيمة إجمالية قدرها ٤٨,٩ مليار دولار أمريكي (ونسبته ٤٨٪ من إجمالي قيمة الصكوك).

▪ ماليزيا: تستأثر المنتجات الإسلامية حالياً بحصة كبيرة من سوق رأس المال الماليزي. وقد أطلقت سوق الصكوك في عام ١٩٩٦ بواسطة Cagmas Berhad - وهي شركة الرهن العقاري الوطنية الماليزية، التي أصدرت الإصدار الأول من الصكوك بقيمة ٥٠ مليون دولار أمريكي. وكان إصدار صكوك Cagmas هو الإصدار الوحيد الذي سجل في عام ١٩٩٦م. وقد تجاوزت الإصدارات السنوية للصكوك قرابة المليار دولار أمريكي في عام ١٩٩٧م، عندما أصدر (Khazanah Nasional Berhad) - جهاز الاستثمار التابع لحكومة ماليزيا- صكوكاً قيمتها ٩٨٥,٦ مليون دولار أمريكي. وتعتبر ماليزيا رائدة في مجال الصكوك العالمية، حيث أطلقت الإصدار الحكومي العالمي الأول للصكوك بقيمة ٦٠٠ مليون دولار أمريكي لمدة خمسة أعوام في ٢٠٠٢م. وتعتبر ماليزيا أكبر مصدر للصكوك على مستوى العالم. حيث أصدرت ٦٠٪ من الصكوك العالمية المستحقة لفترة الـ ١٢ شهراً المنتهية في عام ٢٠٠٩م. وفي عام ٢٠٠٦م، أصدرت صكوك الخزنة القابلة للتداول (Khazanah Exchangeable Sukuk) باعتبارها الصكوك الإسلامية الأولى القابلة للتداول في العالم. كما أن أكثر من ٦٠٪ من الصكوك التي وافقت عليها لجنة الأوراق المالية الماليزية (Securities

(Commission Malaysia) كانت عبارة عن مزيج من هياكل المضاربة والمشاركة والإجارة، وتغطي مجموعة متنوعة من القطاعات، تتضمن البنية الأساسية والمرافق العامة، والعقارات، والتجارة، والخدمات، والمنتجات الصناعية والزراعة (Zawya, 2009).

▪ دول مجلس التعاون الخليجي: في الخليج، حازت حكومتا البحرين ودبي والكيانات التابعة لهما الصدارة في إصدار الصكوك. وقد وضع البنك المركزي البحريني قوانين مخصصة، ولوائح شاملة للصكوك. وفي عام ٢٠٠١م، أصبحت البحرين تنافس ماليزيا في سوق الصكوك، حيث أصبح البنك المركزي البحريني هو المصدر الأول للصكوك في منطقة الخليج حيث أصدر صكوكاً قيمتها ٢٥ مليون دولار. وفي دبي، كان الإصدار الأول للصكوك بواسطة إدارة الطيران المدني بمبلغ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٤م، ومن ثم توالى الإصدارات الكبيرة للصكوك في دبي خلال الفترة من يناير ٢٠٠٦ إلى ديسمبر ٢٠٠٧م، وتضمنت ما يلي:

- أطلقت شركة النخيل العقارية الإماراتية أكبر إصدار آنذاك - مدته ثلاثة أعوام، بقيمة ٣,٥٢ مليار دولار أمريكي كصكوك إجارة.
- أصدرت مؤسسة موانئ دبي والمناطق الحرة، إصداراً بقيمة ٣,٥ مليار دولار أمريكي.
- أصدرت منطقة جبل علي إصداراً بقيمة ٢ مليار دولار أمريكي.
- أصدرت شركة (DP World)، إصداراً بقيمة ١,٥ مليار دولار أمريكي (Zawya, 2010).

وفي الواقع، فإن عام ٢٠٠٧م كان عاماً مشهوداً بالنسبة للصكوك، حيث تم إصدار ما قيمته ١٠ مليار دولار أمريكي، منها ما يقرب من ٧ مليار دولار أمريكي تمت تعبئتها بواسطة الكيانات الحكومية لدبي.

وفي الكويت، أطلقت الشركة التجارية للعقارات صكوكاً قيمتها ١٠٠ مليون دولار أمريكي في عام ٢٠٠٥م، تبعتها شركة دار الاستثمار التي أصدرت صكوكاً بمبلغ ١٥٠ مليون دولار أمريكي).

كما أنشأت المملكة العربية السعودية هيئة سوق المال (Capital Market Authority) في عام ٢٠٠٤م، التي قامت، بدورها، بصياغة إطار سوقي تنظيمي لأسواق رأس المال والديون. وفي عام ٢٠٠٩، أطلقت تداول سوق الصكوك والسندات كجزء من جهودها

للهوض بأسواق رأس المال السعودية. كما أن الشركات القيادية، كشركة سابك، والشركة السعودية للكهرباء، والبنك السعودي الهولندي، وشركة دار الأركان للتنمية العقارية، وشركات أخرى، أصدرت صكوكاً بالفعل ويتوقع رجال الصناعة أن يستمر هذا الاتجاه بشكل مضطرد في السنوات القادمة (Zawya, 2009).

بالرغم من أن سوق الصكوك يعتبر سوقاً عالمياً بطبيعته، فإن الاتجاه في عملة الإصدار لا يزال يميل صوب عملات معينة. كما تأثر مستوى نشاط شتى الدول/المناطق بعملات الإصدار. والجدولان التاليان يبينان إصدار الصكوك خلال الثلاثة أعوام الأخيرة:

٢٠٠٧	٢٠٠٨	من بداية العام وحتى /٩/٣٠ ٢٠٠٩		٢٠٠٧	٢٠٠٨	من بداية العام وحتى /٩/٣٠ ٢٠٠٩	
حصة كل عملة			العملات	الحجم الإجمالي بالدولارات الأمريكية			العملات
%٣٨,٥٩	%٣٣,٠١	%٣٧,٧١	رنجت ماليزي	١٣١٥١,٢٢	٥٠٥٤,١٦	٥١٢٩,٥	رنجت ماليزي
%٥,٩٩	%٣٣,٧٣	%٠,٠٠	درهم إماراتي	٢٠٤٢,٤٨	٥١٦٣,٥٨	٠	درهم إماراتي
%٤٠,٩٠	%٩,٩٨	%٣٠,٥١	دولار أمريكي	١٣٩٣٨	١٥٢٧,٥	٤١٥٠	دولار أمريكي
%١٠,١٧	%١٢,٢٣	%١٥,١٩	ريال سعودي	٣٤٦٦,٣	١٨٧٣,١٨	٢٠٦٦,٥	ريال سعودي
%٠,٣٧	%٤,٥٠	%٦,٣٩	ريال إندونيسي	١٢٦,٩٤	٦٨٩,٥٦	٨٦٩,٦٣	ريال إندونيسي
%١,٦٣	%٢,٢٩	%٥,٣٤	دينار بحريني	٥٥٦,٨٩	٣٥٠,٠٤	٧٢٦,٦	دينار بحريني
%١,٤٩	%٢,٨٥	%٢,٦٨	روبية باكستانية	٥٠٦,٤٧	٤٣٦,٩٩	٣٦٥,١	روبية باكستانية
%٠,٨٤	%١,٣٢	%٢,٠٤	دولار بروناي دار السلام	٢٨٧,٢٣	٢٠٢,٨٤	٢٧٧,٣	دولار بروناي دار السلام
%٠,٠٠	%٠,٠٨	%٠,١٢	دالاسي جامبي	٠	١٢,٩٧	١٦,٤١	دالاسي جامبي
%١٠٠,٠٠	%١٠٠,٠	%١٠٠,٠٠	المجموع	٣٤٠٧٥,٥٣	١٥٣١٠,٨٢	١٣٦٠١,٠٤	المجموع

المصدر: Zawya, "History of Sukuk Issues", Zawya Collaborative Sukuk Report, 2009, p. 43.

وبالرغم من أن حصة الرنجت الماليزي في نطاق يتراوح بين ٣٠ إلى (٤٠٪)، فإن حصة الدرهم الإماراتي والدولار الأمريكي تنوعت تنوعاً كبيراً، مع استثمار الإصدارات بالدرهم الإماراتي بنحو ثلث جميع الإصدارات في عام ٢٠٠٨م، مع ملاحظة أنه لم تحدث أي إصدارات في التسعة أشهر الأولى لعام ٢٠٠٩م. وبالمثل فإنه في حين استأثر الدولار الأمريكي بما يزيد على ٤٠٪ من الإصدارات في عام ٢٠٠٧، وأكثر من ٣٠٪ في عام

٢٠٠٩م، وقد حاز على أقل من ١٠٪ في عام ٢٠٠٨م. وأما العملة التي تحظى بثاني أكبر حصة من الإصدارات، أي بنسبة تتراوح ما بين ١٠ - إلى ١٥٪ من الإصدارات، فهي الريال السعودي، الذي شهد نمواً مستمراً على امتداد فترة الأعوام الثلاثة الماضية (Zawya, 2009).

٢- ٥ التسعير، التصنيف، والإدراج

فيما يتعلق بالعائدات المدفوعة على الصكوك، فإن معظم الصكوك لديها عائدات ذات نسبة مئوية ثابتة وليس معدلات عائمة. وقد تم تصنيف ما يقرب من نصف الصكوك المصدرة (٤٨,٧٪) مع التركيز على أهمية التصنيف الائتماني لهذا النوع من الأوراق المالية. ويلاحظ أن هذا التصنيف هو تصنيف إجباري بالنسبة لمعظم الإصدارات الصادرة من ماليزيا (Zawya, 2009). جدير بالذكر أن ١٠٨ صكاً من إجمالي إصدارات الصكوك مدرجة بأسواق الأوراق المالية وتمثل (١٤٪) من إجمالي الصكوك المدرجة لدى سوق الأوراق المالية الإندونيسية التي تستحوذ على أكبر عدد من الصكوك المدرجة (٢٥) صكاً، في حين أن ناسداك دبي لديها أكبر قيمة للصكوك المدرجة (١٦,٥ مليار دولار أمريكي) (Zawya, 2009).

٣- ٣ إخفاق/إعسار الصكوك

منذ الإصدارات الأولى للصكوك في أواخر عام ١٩٩٦/أوائل عام ١٩٩٧م، وحتى تاريخ إعداد هذه الورقة، حدثت مجموعة من حالات إخفاق/إعسار الصكوك، وبصفة خاصة في السنوات الأخيرة. ويسعى هذا القسم إلى توضيح ما الذي يعنيه إخفاق الصكوك، ويناقد بعض الحالات الأخيرة لإخفاقات الصكوك، كما أنه يقدم بعض الأسباب التي أدت لهذا الإخفاق.

٣- ١-٣ تعريف إخفاق الصكوك

٣- ١-١ من الناحية الفنية

يعني إخفاق الصكوك من وجهة النظر الفنية، بأنه عدم قدرة المصدر على سداد أي دفعة من الدفعات الواجبة السداد من الصكوك عند حلول أجل إستحقاقها.

٣- ١-٢ من ناحية الشريعة الإسلامية

لا يبدو أن هناك تعريفاً محدداً لإخفاق الصكوك من منظور إسلامي في الوقت الراهن. وفي الجانب النظري، فإن إخفاق الصكوك ربما لا يكون وارداً مع وجود أصول مملوكة لحاملي الصكوك يتم دفع العوائد لهم من مكاسبها. غير أن الفتوى

بعدم موافقة الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية أثبتت خلاف ذلك. ومن ثم، فإن الفقهاء مدعون لكي يؤصلوا مفهوم إخفاق/إعسار الصكوك من ناحية فقهية.

٣-١-٣ الممارسة السوقية الفعلية

تضمنت إخفاقات الصكوك التي حدثت في السوق إخفاق المصدر عن السداد، ومن ثم السعي لتأجيل التزاماته، أو القيام بإعادة هيكلتها، أو الدخول في مفاوضات أو حتى منازعات قضائية مع حاملي الصكوك.

٣-٢ الإخفاقات الحالية للصكوك

ظهرت في الآونة الأخيرة العديد من الصكوك المتعثرة التي تمثل بؤادر الإخفاق في الصناعة المصرفية. والجدول التالي يوضح أنواع تلك الصكوك.

الاسم	المبلغ	الدولة	نوع الإصدار	القطاع
إيست كاميرون غاز (East Cameron Gas)	١٦٦ مليون دولار أمريكي	الولايات المتحدة الأمريكية	شركات	الطاقة
لاغون سيتي صكوك (Lagoon City Sukuk)	٢٠٠ مليون دولار أمريكي	الكويت	شركات	عقارات
إنفستمنت دار صكوك (Investment Dar Sukuk)	١٠٠ مليون دولار أمريكي	الكويت	شركات	خدمات مالية
غولدن بيلت-١ صكوك (Goledn Belt-1 Sukuk)	٦٥٠ مليون دولار أمريكي	البحرين (شركة سعودية)	شركات	مختلط
صكوك النخيل (Nakheel Sukuk)	٣,٥٢ مليار دولار أمريكي	الإمارات العربية المتحدة	شركات	عقارات

وفيما يلي وصفاً موجزاً لهذه الصكوك:

- في أكتوبر ٢٠٠٨م: أصدرت شركة إيست كاميرون غاز للطاقة، بولاية تكساس، صكوكاً قيمتها ١٦٦ مليون دولار أمريكي، وفي عام ٢٠٠٦م، طلبت أن تعامل وفقاً للفصل ١١ للإفلاس بمقتضى قوانين الولايات المتحدة. وقد أعسرت هذه الصكوك بسبب عجز في احتياطات النفط والغاز للشركة.
- في يناير ٢٠٠٩م: أخفقت الشركة القابضة الكويتية (AREPCO) في سداد مدفوعات رأسمالية نسبتها ١٠٪ على لاغون سيتي صكوك (Lagoon City Sukuk)، وأرسل "إشعار بالتصفية" في مارس ٢٠٠٩م، ذُكر فيه أنه بسبب الصعوبات التي واجهت

الشركة في تعبئة الأموال وتأمين تمويل بديل، فإنها تقترح خطة لإعادة هيكلة الصكوك والالتزامات المترتبة عليها.

- في مايو ٢٠٠٩م: أعلنت شركة الاستثمار الكويتي، دار الاستثمار أنها أخفقت في سداد كوبون دوري لحاملي شهادات صكوكها التي تبلغ قيمتها ١٠٠ مليون دولار أمريكي.
- في نوفمبر ٢٠٠٩م: أخفقت مجموعة سعد السعودية للأعمال ومقرها البحرين عندما لم تقم بسداد الكوبون الثاني المستحق مرة كل سنتين المتعلق بصكوك الحزام الذهبي (Golden Belt-1) التي تبلغ قيمتها ٦٥٠ مليون دولار أمريكي. وقد بدأت مجموعة سعد تواجه صعوبات في يونيو ٢٠٠٩م، عندما سعت لإعادة هيكلة ديونها بعد صعوبات في السيولة قصيرة الأجل. وبعد ذلك، أرسلت إشعارات بوقوع "أحداث تصفية" من أمين الصكوك مع وقوع مزيد من أحداث التصفية، إضافة إلى أحداث يمكن أن تشكل انتهاكات لإتفاقيات الصكوك مثل الإجراءات القانونية المتعلقة بشركة سعد تريدينغ في إنجلترا ونيويورك.
- في نوفمبر ٢٠٠٩م: طلبت شركة النخيل التابعة لدبي العالمية إيقاف الدفعات المستحقة على ثلاثة من إصدارات صكوكها المدرجة وقيمتها ٥,٢٥ مليار دولار أمريكي إلى حيث إعادة الهيكلة (2010, "Islamic finance")، ثم تجنبت بصعوبة الإخفاق بشأن صكوك تخصصها قيمتها ٤,١ مليار دولار أمريكي في أعقاب تلقيها مساعدة مالية طارئة من أبوظبي (Waki, 2010).

٣-٣ الأسباب الأساسية لإخفاقات الصكوك

بعد استعراض حالات الإخفاقات الفردية للصكوك تبين أن الإخفاق يرجع إلى عدة أسباب منها:

٣-٣-١ الأزمة المالية العالمية

انهيار أسواق القروض العقارية نتيجة للأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨م التي أدت إلى تراجع كبير في الاقتصاد العالمي، وانكماش في مختلف قطاعات الأعمال. وقد أدت أزمات الإقراض هذه إلى إخفاق عدد من البنوك الكبيرة، وخيم فقدان الثقة على القطاع المالي في أنحاء العالم. ويلاحظ أن آثار الأزمة، مثل الصعوبات في تعبئة التمويل، وإخفاق الدائنين، وانخفاض الطلب لدى العملاء، أدى إلى إفلاس العديد من الشركات، لاسيما تلك التي تعمل في قطاع الصيرفة والمالية، والشركات التي تعمل في مجالات أخرى، كالشركات العقارية. كما أن البنوك الخليجية التي عانت من الخسائر بسبب تعرض

بنوك عالمية لديها تعامل معها للخسارة، تحولت إلى الأسواق المحلية لتعبئة الأموال. إلا أن هذه المؤسسات المالية، التي ضعفت نتيجة لخسائرها وانخفاض مستويات سيولتها من جراء الأزمة، لم تكن دائماً في وضع يمكنها من دعم الموارد التي اكتسبتها من الأسواق المحلية من خلال الصكوك، بحيث أصبح إخفاق هذه المؤسسات أمراً لا مناص منه مع تفاقم الوضع الاقتصادي العام. ومن ثم فإن الخسائر الواسعة النطاق، وفقدان ثقة المستثمرين من جراء الأزمة المالية العالمية التي وقعت بعد سبتمبر ٢٠٠٨م، أثرت في صناعة الصيرفة الإسلامية بسبب الإعسارات والإخفاقات وإعادة هيكلة الديون (Murdch, 2009a).

٣-٢ التركيز على قطاع العقارات

عانى قطاع العقارات أثناء الأزمة المالية العالمية الأخيرة، وتأثرت سلباً نتيجة لذلك الشركات العقارية والمؤسسات المالية المرتبطة بهذا القطاع. وفي الواقع، فإن زيادة الارتباط بسوق العقار أدى إلى انخفاض جودة الأصول بشكل عام بين المؤسسات المالية في الشرق الأوسط (Azzam, 2010).

كما أن سوق الصكوك، - لاسيما في منطقة الخليج - كانت واقعة تحت هيمنة مطوري العقارات. ولا يرجع ذلك، إلى أن العقارات أصول يسهل تصكيكها فقط، وإنما أيضاً لأنه في أعقاب انهيار أسواق الأسهم الخليجية في عام ٢٠٠٦م، كان العقار من الأصول المرغوبة في الاستثمار. لذلك تم توجيه كمية كبيرة من السيولة الفائضة في المنطقة صوب مشاريع التنمية العقارية. وقد أدى هذا إلى زيادة انتعاش العقارات في المنطقة، إضافة إلى مرونة التنظيمات القانونية المتعلقة بالاستثمارات العقارية. وقبل أن ينتهي الازدهار الإقليمي في التشييد في نهاية عام ٢٠٠٨م، بعد بدء الأزمة وانخفاض أسعار النفط، كانت الأراضي والأصول العقارية هي الأصول المساندة لإصدارات الصكوك. وعند حدوث الخسائر في قطاع العقار، عانت جميع الأصول المساندة لهذه الصكوك، ومن ثم، عانت من آثارها شهادات الصكوك المدعومة أو المرتبطة بها (Kasoloky, 2010).

إضافة إلى ذلك، لم يحظ القانون العقاري بتطور كاف وفي أسواق الشرق الأوسط، وحينما كانت الصكوك مدعومة بالأصول، لم يكن لدى المستثمرين تصور واضح في مدى حقوق ملكيتهم عملياً فيما يتعلق بهذه الأصول. كما أن وكالات التصنيف الائتماني لم تقم بتصنيف "صكوك الشرق الأوسط" بالرجوع إلى الأصول؛ وإنما صنفتها بناء على الملاءة الائتمانية للكيانات الراعية لها.

٣-٣-٣ المستويات العالية من التمويل/الإقتراض بسبب انخفاض أسعار التمويل

نظراً لارتباط تسعير الصكوك من الناحية العملية بمستويات أسعار الفائدة، فإن معدلات التمويل الخاصة بالصكوك انخفضت هي أيضاً مع الانخفاض العام في أسعار الفائدة، مما دفع الشركات لتعبئة مزيد من الموارد المالية من الأسواق رغم افتقارها في بعض الأحيان إلى القدرة على توظيف هذه الموارد في مشاريع وأعمال ذات جدوى إقتصادية واضحة. كما أن هذا قد اقترن بقدر من الإهمال من طرف المستثمرين في بذل الجهد والتدقيق الواجب في دراسة الشركات المتمولة وأعمالها.

٣-٣-٤ افتقار سوق الصكوك إلى الكفاءة المطلوبة

في أعقاب انهيار أسواق الأسهم في دول مجلس التعاون الخليجي عام ٢٠٠٦م، ظل هناك عدد قليل من فئات الأصول الجاذبة للمستثمرين. وبدأت الصكوك في حينها من أكثرها جاذبية، بما لها من خصائص تتمثل في الدخل الثابت شبه المضمون، والمخاطر المحدودة، وقابلية التداول. وعليه فقد أقبل المستثمرون على استثمار أموالهم فيها بفضل هيكلها الإسلامي، والأصول الداعمة لها.

وقد حدث كل هذا الإقبال الكبير على الإستثمار في الصكوك رغم عدم تطور السوق من النواحي التنظيمية والقانونية والإشرافية. كما أن حادثة سوق الصكوك ونموها السريع وجاذبيتها للمستثمرين الباحثين عن فرص آمنة متوافقة مع الشريعة الإسلامية لم تعط فرصة كافية للسلطات الحكومية المشرفة على النشاطات المالية من إدراك خطورة التأثير السلبي على المستثمرين في حالة إخفاق هذه الصكوك أو وجود تضليل أو تساهل من قبل الشركات المصدرة للصكوك تجاه المستثمرين.

٤- آثار إخفاقات الصكوك

إن الإخفاقات الأخيرة للصكوك ستترك أثرها على الصناعة المالية الإسلامية ككل، وعلى الأنظمة والقوانين التي تحكمها. كما أن افتراض أن المنتجات المالية الإسلامية هي أكثر أماناً من المنتجات التقليدية بسبب كونها مدعومة بأصول محددة أصبح أمراً ينظر إليه بكثير من الشك خاصة عندما تحاول هذه المنتجات محاكاة المنتجات التقليدية. ونستعرض في الفقرات التالية بعض الآثار المترتبة على إخفاق بعض إصدارات الصكوك.

١-٤ الصكوك المدعومة بأصول مقابل الصكوك المرتبطة بأصول

في مواجهة إفسار بعض مُصدري الصكوك، وإعادة الهيكلة المقترحة لبعض الصكوك، يجري اختبار هياكل الصكوك في الواقع لأول مرة. وقد أصبح من الواضح على نحو متزايد أن عددًا محدودًا من الصكوك يتمتع فعلاً بملكية الأصول. كما أن السوق أصبح يفرق عملياً بين الصكوك المدعومة بأصول والصكوك المرتبطة بأصول.

ورغم أن الشريعة الإسلامية تشترط أن يكون للمستثمرين في الصكوك حقوقاً في أصل الصك - بمعنى أن هذه الصكوك ينبغي أن تباع لهم وينبغي أن تُحوّل الشركة المصدرة للصكوك ملكية الأصول لهم - إلا أننا نجد أن هياكل الصكوك في يومنا هذا تقوم في معظمها على الارتباط الشكلي بالأصول دون وجود دليل على بيع حقيقي إلى حملة الصكوك. ونتيجة لذلك، لا يكون للمستثمرين في الصكوك المرتبطة بأصول حقوقاً ذات أولوية، أو حقوق امتياز على أصول الصكوك. بل إن الأصول ذات الصلة تعود للمصدر الأصلي للصكوك الذي أصبح مفلساً. ومن وجهة النظر القانونية، تكون لمطالبات مستثمري الصكوك مستوى الأولوية نفسه للدائنين التقليديين.

٢-٤ طبيعة الاتفاقيات القانونية

تميل الاتفاقيات القانونية الخاصة بالصكوك عموماً إلى أن تكون معقدة نوعاً ما وكثيرة التشابك لأنها في كثير من الأحيان تحاول التوفيق بين المتطلبات الشرعية من جهة، وبين المتطلبات القانونية من جهة أخرى والتي تعتبر الصكوك عموماً نوعاً من أدوات التمويل ذات العائد المحدد. ولذلك فإن معظم إصدارات الصكوك تبدو متوافقة مع معايير هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية من حيث الشكل لا من حيث المضمون (Moody's, 2009).

ولم تكن هناك حاجة فيما مضى للتقاضي بشأن إصدارات الصكوك، وعليه فإن الإطار القانوني للصكوك لم يكن محل اختبار. بيد أن حالات الإخفاق في السداد، وإعادة الهيكلة، أدت إلى احتدام الجدل حول الطبيعة القانونية الحقيقية للصكوك. وقد أثارت حالات الإفلاس في سوق الصكوك أسئلة ملحة حول كيفية تسوية منازعات الصكوك، والكيفية التي يتم بها معاملة حملة الصكوك بالمقارنة مع حملة الديون التقليدية في عمليات إعادة الهيكلة أو الإفلاس.

٣-٤ الأحداث التي تلت إخفاقات الصكوك على أرض الواقع

من الناحية النظرية، عندما تكون الصكوك موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية يكون حملة الصكوك عندئذ هم مالكو الأصول التي تقوم عليها هذه الصكوك، ويكون لهم الحق في الحصول على تدفقاتها النقدية، ويكون من شأن إخفاق المصدر أن يكون لحملة الصكوك الحصول على الأصول واستخدامها في سداد المبالغ المستحقة لهم. إلا أنه في الواقع، فإن حالات الإخفاق التي منيت بها بعض الصكوك في الآونة الأخيرة شهدت شروع مصدري الصكوك في عمليات إعادة الهيكلة، ودخول حملة الصكوك في اتفاقيات تجميد الوضع، مع بحث المصدرين عن وسائل أخرى للوفاء بالدفعات المطلوبة، دون أي يمارس حملة الصكوك كما هو مفترض حقوق ملكيتهم في الأصول الداعمة لصكوكهم. وهذا في الحقيقة يجعلنا نتساءل مرة أخرى عن الحقيقة الجوهرية للصكوك وهياكلها.

٤-٤ فقدان الثقة

كان ينظر للصكوك على أنها أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ولها إمكانات هائلة لتعبئة الموارد من السوق للقيام باستثمارات مجدية تحقق عائداً للمستثمرين وتساهم في التنمية الاقتصادية للدول الإسلامية. ولقد كانت الصكوك هي أحد الخيارات المهمة للمستثمرين، نظراً لما تتسم به من دخل مستقر ومخاطر محدودة. لذلك سجلت سوق الصكوك نمواً مضطرباً واعتبر إصدار الصكوك وسيلة مهمة يمكن أن تقوم الحكومات أو الشركات من خلالها بتعبئة الأموال من المستثمرين على نحو موافق لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن ثم يجري استخدام هذه الأموال لتمويل مشاريع تنموية كبيرة في المجالات الاقتصادية المختلفة. بيد أن حالات التعثر التي منيت بها الصكوك في الآونة الأخيرة زعزعت ثقة المستثمرين في هذه المنطلقات النظرية وأثارت جدلاً كبيراً حول آلية الصكوك ومدى ملاءمتها لتكون أدوات تمويل فاعلة للتنمية الاقتصادية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

٥-٤ الخسائر المالية والمستثمرون المتأثرون بها

يصعب حالياً تحديد حجم الخسائر المالية الفعلية الناجمة عن حالات إخفاقات الصكوك في الآونة الأخيرة نظراً لأن الأطراف المعنية لا تزال تُعطى الوقت اللازم للقيام بالدفع في أعقاب إعادة الهيكلة، ونقل الاستثمار إلى مؤسسة أخرى وغيرها من الأمور، إلا أنه من الواضح أن القيمة المحتملة للخسائر تظل مرتفعة، نظراً لكبر حجم سوق

الصكوك. ولحسن الحظ، فلقد كان معظم مستثمري الصكوك من المؤسسات لا من الأفراد، وبالتالي يتوقع أن يكون لخسائر إخفاقات الصكوك تأثيراً محدوداً على هذه المؤسسات. ونظراً لجاذبية الصكوك كأداة من أدوات الدخل المحدد والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإنه يتوقع زيادة المستثمرين فيها بشكل مضطرد خاصة، وأن عدداً متزايداً من المؤسسات المالية قد شرع في طرح صناديق استثمار بالصكوك. وبالتالي يجب التفكير بشكل جدي من جانب القائمين على الصناعة المالية الإسلامية في إعطاء حماية أكبر لمستثمري الصكوك خاصة الأفراد منهم، الذين قد يستثمرون قدراً كبيراً من مدخراتهم المالية التي تعبوا في جمعها زمناً طويلاً في سوق منتجات الصكوك.

٥- الدروس المستفادة والتوصيات

فيما يلي نعرض بعضاً من الدروس المستفادة والمقترحات التي نرى أنها مهمة جداً لتطور سوق الصكوك والحفاظ على النمو والمصدقية للصناعة المالية الإسلامية.

٥- ١ تصورات الفقهاء واللجان الشرعية مقابل تصورات السوق

ينظر الفقهاء إلى الصكوك بوصفها أدوات مالية تحقق دخلاً ناتجاً من أصول حقيقية تدعم إصداراتها، في حين ينظر العاملون في الصكوك بأنها أدوات ديون تحقق دخلاً ثابتاً يعتمد بشكل أساسي على التصنيف الائتماني الممنوح لمصدر الصكوك.

ويلاحظ هنا أن هياكل الصكوك عموماً تتيح المجال لتعزيز طابع الدخل الثابت بدلاً من الطابع الشرعي المقصود منها. ونلفت النظر هنا إلى أنه عندما تتأزم الأمور وتثور مسألة التوافق مع الشريعة، فإن مستثمري الصكوك يعتبرون أن اللجان الشرعية هي التي تكون مسؤولة عن الأمر في نهاية المطاف.

لذا نوصي هنا أن تولي اللجان الشرعية اهتماماً مضاعفاً بهياكل الصكوك وأن يتم التأكد من الهيكلة "الحقيقية" وليس "الصورية" التي يقوم عليها إصدار الصكوك. كما نوصي أيضاً أن يكون هناك حداً أدنى للاتفاق الفقهي حول الضوابط الأساسية لتكون إصدارات الصكوك متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية حتى لا تتخذ الاختلافات الفقهية الطبيعية ذريعة لإعتماد هياكل تخرج بالصكوك إلى طابع أدوات الديون التقليدية.

٥- ٢ ضرورة التأسيس الفقهي لإخفاقات/إعسار الصكوك

تبين في الواقع العملي أن صناعة الصكوك ليس لديها مفهوماً محدداً ومنضبطاً لماهية إخفاق/ إعسار الصكوك من الناحية الفقهية. كما أن هناك كثيراً من الخلاف والجدل حول المعنى الفقهي لإخفاقات الصكوك وبالنظر إلى أن حملة الصكوك هم في النهاية مالكو الأصول المدعومة بها إصدارات الصكوك.

لذلك ندعو الفقهاء واللجان الشرعية أن يراجعوا مفهوم إخفاق/ إعسار الصكوك وأن يتم تأسيسه من الناحية الفقهية وتحديد ضوابط محددة لإخفاق أو إعسار الصكوك بهيكلها المتعددة تكون مرجعاً للصناعة المالية الإسلامية. كما نوصي أن تتم دراسة الخيارات الشرعية لحاملي الصكوك في حالات الإخفاق أو الإعسار.

٥- ٣ مبادئ الشريعة مقابل الإتفاقيات القانونية

من المهم أن تعبر الاتفاقيات والوثائق القانونية لإصدارات الصكوك تعبيراً واضحاً ودقيقاً عن مبادئ الشريعة الإسلامية وضوابط اللجان الشرعية مع المحافظة على روح المبادئ الشرعية في المعاملات الإسلامية وليس ظواهرها فقط. وفي الحقيقة فإنه إذا لم تلتزم الهيكل المالية للصكوك وما يتصل بها من اتفاقيات بروح الشريعة، عندئذ يصبح المستثمرون الباحثون عن استثمارات موافقة للشريعة عرضةً للتضليل والاستغلال. وفي هذا المجال نوصي أن تقوم الدول الإسلامية بإصدار تشريعات قانونية واضحة ومحددة لإصدارات الصكوك تتبنى فيها روح المبادئ الشرعية ومقاصدها حتى يكون هناك توافق بين هذه المبادئ الشرعية من جهة، والتشريعات القانونية من جهة أخرى. كما نوصي أن تتبنى هذه التشريعات ضوابطاً حازمةً لحماية حاملي الصكوك والحيلولة دون استخدام أدوات الصكوك الإسلامية لتمويل شركات أو كيانات ضعيفة تستغل أموال المستثمرين وتضيع مدخراتهم.

٥- ٤ الإشراف والرقابة من السلطات المختصة

لا يمكن لأي سوق أن تعمل بكفاءة دون وجود قواعد تنظيمية واضحة تضعها الأجهزة المختصة في الدولة. وكغيرها من الأسواق، تحتاج سوق الصكوك إلى قواعد وتنظيمات واضحة كما تحتاج إلى مستوى رفيع من الإشراف الفاعل من قبل الأجهزة المختصة في الدولة لدعم نموها وتطورها.

لذا نوصي الأجهزة المختصة في الدول الإسلامية وغيرها من الدول التي تسمح بإصدار الصكوك في أسواقها المالية أن تحدد هيئات رسمية حكومية تشرف على إصدارات الصكوك، وتراقب النشاطات المختلفة والعمليات المالية في أسواق الصكوك.

٥- ٥ الآثار المتوقعة على الصناعة المالية الإسلامية

ثمة سؤال ينبغي للصناعة المالية الإسلامية أن تواجهه بقدر كبير من الشفافية ومحاسبة النفس، وهو ما إذا كانت هذه الصناعة تهدف لتكرار الأدوات المالية التقليدية، أم أنها تسعى فعلاً لتطوير أدوات مالية تعكس "روح" الشريعة ومقاصدها. إن علينا أن نعترف أن الصناعة المالية الإسلامية اليوم تركز في معظمها على محاكاة الأدوات التقليدية عبر الجمع بين سلسلة معقدة من عمليات البيع والشراء وإطلاق أسماء عربية عليها.

ولذلك فإننا نعتبر أن أزمة إخفاقات الصكوك هي بمثابة قرع للجرس لنا جميعاً ونرجو أن تستغل الصناعة المالية الإسلامية بمختلف كياناتها هذه الأزمة للرجوع خطوة إلى الوراء وإجراء بحوث معمقة ودراسات مستفيضة لما تم إنجازه حتى الآن. وما تم الإخفاق فيه حتى نتعلم من أخطائنا قبل أن يفوت الأوان ونفقد ثقة مجتمعاتنا التي ظلت وافية وداعمة لنا حتى في أحلك الأوقات.

٥- ٦ خلاصة التوصيات

٥- ٦- ١ أن تولي اللجان الشرعية اهتماماً مضاعفاً بهياكل الصكوك، وأن يتم التأكد من الهيكلة "الحقيقية" وليس "الصورية" التي يقوم عليها إصدار الصكوك. كما نوصي أيضاً أن يكون هناك حداً أدنى للاتفاق الفقهي حول الضوابط الأساسية لتكون إصدارات الصكوك موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية حتى لا تتخذ الاختلافات الفقهية الطبيعية ذريعة لإعتماد هياكل تخرج بالصكوك إلى طابع أدوات الديون التقليدية.

٥- ٦- ٢ ندعو الفقهاء واللجان الشرعية أن يراجعوا مفهوم إخفاق/إعسار الصكوك وأن يتم تأصيله من الناحية الفقهية وتحديد ضوابط بعينها لإخفاق أو إعسار الصكوك - بهياكلها المتعددة- تكون مرجعاً للصناعة المالية الإسلامية. كما نوصي أن تتم دراسة الخيارات الشرعية لحاملي الصكوك في حالات الإخفاق أو الإعسار.

٥ - ٦ - ٣ أن تقوم الدول الإسلامية بإصدار تشريعات قانونية واضحة ومحددة لإصدارات الصكوك تتبنى فيها روح المبادئ الشرعية ومقاصدها وذلك حتى يكون هناك توافق بين هذه المبادئ الشرعية من جهة والتشريعات القانونية من جهة أخرى. كما نوصي أن تتبنى هذه التشريعات ضوابط حازمة لحماية حاملي الصكوك والحيلولة دون استخدام أدوات الصكوك الإسلامية لتمويل شركات أو كيانات ضعيفة تستغل أموال المستثمرين وتضيع مدخراتهم.

٥ - ٦ - ٤ نوصي الأجهزة المختصة في الدول الإسلامية وغيرها من الدول التي تسمح بإصدار الصكوك في أسواقها المالية أن تحدد هيئات رسمية حكومية تشرف على إصدارات الصكوك وتراقب النشاطات المختلفة والعمليات المالية في أسواق الصكوك.

٥ - ٦ - ٥ نرجو أن تستغل الصناعة المالية الإسلامية بمختلف كياناتها هذه الأزمة للرجوع خطوة إلى الوراء وإجراء بحوث معمقة ودراسات مستفيضة لما تم إنجازه حتى الآن وما تم الإخفاق فيه، حتى نتعلم من أخطائنا قبل أن يفوت الأوان ونفقد ثقة مجتمعاتنا التي ظلت وفية وداعمة لنا حتى في أحلك الأوقات.

٦- الخاتمة

تعد الصناعة المالية الإسلامية حديثة العهد وصغيرة الحجم نسبياً إذا ما قارناها بالصناعة المالية العالمية. كما تعتبر الصكوك أدوات جديدة نسبياً يتم استحداثها في الأسواق المالية اليوم، وتشكل إخفاقاتها تجربة جديدة أيضاً.

ونأمل أن يكون هذا البحث المتواضع قد لفت الإنتباه إلى أهمية هذا الموضوع وضرورة منحه مزيداً من الدراسة والتحليل المعمق.

وأخيراً نأمل أن تكون الاستنتاجات والتوصيات التي توصل لها هذا البحث محل عناية واهتمام مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية وكياناتها المختلفة.

٧- شكر وتقدير

أود أن أتقدم بالشكر الجزيل والتقدير الخالص لزملائي في البنك الإسلامي للتمية الذين ساهموا معي في إعداد هذا البحث. ويسرني أن أخص بالشكر كلاً من:

الأخ/ حسن دميهران، المدير المكلف بإدارة الخزينة في البنك

الأخت/ زليخة بيراني، من إدارة الخزينة في البنك

الأخ/ عوض الروبي، من أمانة البنك

و ذلك لمساندتهم لي ولجهودهم المتميزة في إعداد هذا البحث.

و صلى الله وسلم على نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين والحمد لله رب العالمين.

المراجع

- Azzam, Henry. “Gulf needs to navigate bumpy economic road”. Financial Times. 25 March 2010. 29 March 2010. <<http://www.ft.com/cms/s/0/4cc959d2-37af-11df-88c6-00144feabdc0.html>>
- Cochrane, Laura. “Islamic Debt to Stay ‘Weaker’ Amid Failings, Deutsche Bank Says”. Bloomberg. 23 February 2010. 29 March 2010.
<<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=apjMmz0J7sco>>
- Duyn, Aline van. “Short View: Sukuk bonds”. Financial Times. 2 December 2009. 29 March 2010.
<<http://www.ft.com/cms/s/0/9454728c-df71-11de-98ca-00144feab49a.html>>
- Harnischfeger, Uta. “Islamic finance hurt by its day in UK court”. The National. 21 March 2010. 24 March 2010.
<<http://www.thenational.ae/apps/pbcs.dll/article?AID=/20100321/BUSINESS/703209950/1137>>
- “Islamic Finance needs clearer rules: expert”. Reuters. 16 February 2010. 29 March 2010.
- Kasolowsky, Raissa. “Islamic finance needs new assets beyond property”. Reuters. 18 February 2010. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSTRE61H3J120100218>>
- Murdoch, Gillian (a). “Q+A – Structural risks – how safe are Sukuk?” Reuters. 5 November 2009. 29 March 2010.
<http://www.reuters.com/article/idUSKLR28939220091105?loomia_ow=t0:s0:a49:g43:r1:c1.000000:b29071840:z0>
- Murdoch, Gillian (b). “Timeline – Defaults: Islamic finance in uncharted territory”. Reuters. 8 November 2009. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSL825189220091108>>
- Parasie, Nicolas. “Gulf Sukuk growth needs stronger capital markets”. Reuters. 17 February 2010. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSTRE61G1S220100217>>
- Parker, Mushtaq. “Shariah governance in Islamic finance industry”. Arab News. 22 March 2010. 24 March 2010.
<<http://www.zawya.com/story.cfm/sidZAWYA20100322032705/?query=Sukuk>>
- Pasha, Shaheen (a). “Dubai woes scapegoat Islamic finance: experts”. Reuters. 17 February 2010. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSTRE61H4G720100218>>
- Pasha, Shaheen (b). “Islamic finance needs regulation: experts”. Reuters. 18 February 2010. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSTRE61H3AT20100218>>
- Pasha, Shaheen (c). “Sharia boards face scrutiny amid crisis”. Reuters. 11 March 2010. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSLDE62A0J420100311>>

- Pitchford, Ruth. “Factbox – Planned sovereign Sukuk issues”. Reuters. 23 March 2010. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSLDE62F0UB20100323>>
- Sukuk.me (a). “What is Sukuk?” Sukuk.me. No date. 24 March 2010.
<<http://www.Sukuk.me/news/articles/73/What-is-Sukuk-.html>>
- Sukuk.me (b). “Overview of Sukuk.” Sukuk.me. No date. 24 March 2010.
<<http://www.Sukuk.me/news/articles/73/An-overview-of-Sukuk.html>>
- Sukuk.me (c). “Model of a classical Sukuk structure.” Sukuk.me. No date. 24 March 2010.
<<http://www.Sukuk.me/news/articles/73/Model-of-a-classic-Sukuk-structure.html>>
- Uppal, Rachna. “Could Dubai debacle boost Islamic wealth management?” Reuters. 19 February 2010. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSTRE61I2JQ20100219>>
- Valente, Cecilia. “Islamic finance growth seen 10-20 pct in 3yrs-study”. Reuters. 15 October 2009. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSLF70613620091015>>
- Valente, Cecilia and Richter, Frederik. “Islamic bond problems herald due-diligence era”. Reuters. 26 November 2009. 29 March 2010.
<http://www.reuters.com/article/idUSTRE5AP33L20091126?loomia_ow=t0:s0:a49:g43:r1:c1.000000:b30318758:z0>
- Waki, Natsuko. “Davos – Islamic finance “safe” billing is myth: Qatar regulator”. Reuters. 27 January 2010. 29 March 2010.
<<http://www.reuters.com/article/idUSLDE60Q2P420100127>>
- Wigglesworth, Robin. “Sukuk: Defaults destabilize a reviving market”. Financial Times. 7 December 2009. 29 March 2010. <<http://www.ft.com/cms/s/0/90e4c3d6-e2be-11de-b028-00144feab49a.html>>
- **“Zawya Collaborative Sukuk Report”. Zawya.com. 2009. <www.zawya.com>**