

دراسة تحليلية لواقع الصكوك على الصعيد الدولي

- تجربة ماليزيا أنموذجا -

An Analytical Study of the International Reality of Sukuk
- Malaysia's Experience as a Model -

زمولي هندة¹ ، عبد الحميد حفيظ².

¹ مخبر المقاولاتية وإدارة المنظمات، جامعة العربي التبسي - تبسة

hinda.zemouli@univ-tebessa.dz

² مخبر المقاولاتية وإدارة المنظمات، جامعة العربي التبسي - تبسة،

abdelhamid.hafid@univ-tebessa.dz

تاريخ القبول: 2021/06/08

تاريخ الاستلام: 2021/05/08

ملخص:

استطاعت الصكوك الإسلامية تحقيق حضور متميز على مستوى سوق الأوراق المالية، بعدما تأثرت بتداعيات الأزمة المالية 2008 وسرعان ما تعافت منه، وفي هذه المقالة البحثية سيتم دراسة واقع دولة ماليزيا باعتبارها الرائدة فيها على المستويين المحلي والدولي، انطلاقا من إشكالية مفادها إلى أي مدى استطاعت الصكوك الإسلامية وضع المركز المالي للصناعة المالية الإسلامية على الخريطة الدولية في ظل ساحة اقتصادية متسارعة ووعي إسلامي متباطئ؟ وهذا لمطابقة الأدبيات النظرية للصكوك وتحليل أثرها على مستوى السوق المالي الماليزي والدولي، بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وقد خلصت الدراسة إلى أن أسواق الصكوك الإسلامية لازالت غير مستقرة الى المستوى المتطلع إليه لعدة اعتبارات أبرزها المنهج السياسي والتشريع الدستوري الذي لا يدعم عملية إصدارها وتداولها بالطريقة الصحيحة، وتحتاج الى المزيد من التهيئة والتنسيق بين نظرية العرض والطلب.

كلمات مفتاحية: الصكوك، السوق المالي الماليزي، السوق المالي الدولي.

Abstract:

Islamic sukuk was able to achieve a distinguished presence at the level of the stock market, after it was affected by the repercussions of the 2008 financial crisis and quickly recovered from it. The Islamic position of the financial center of the Islamic financial industry on the international map in light of an accelerating economic arena and a slowing Islamic awareness? This is to match the theoretical literature of sukuk and analyze its impact on the level of the Malaysian and international financial market, based on the descriptive analytical approach. The study concluded that the Islamic sukuk markets are still unstable to the aspired level for several considerations, most notably the political approach and constitutional legislation that does not support the process of issuance and circulation in the right way, and need more preparation and coordination between the theory of supply and demand.

Keywords: Sukuk, the Malaysian financial market, the international market.

1. مقدمة

على الرغم من أن الصكوك أسالت حبرا كثيرا من أقلام المهتمين بكل ما هو جديد بالابتكارات المالية، من فتاوى شرعية واضحة وصريحة ومنها ما كتب لأساتذة بارزين كمحمد عارف ومحمد عبد المنان سنة 1990 م وفهيم خان 1991 م ومنذر قحف، وأوصاف أحمد وخان وطارق ولاء خان 1997 ، وسامي السويلم 2000، ومعبد علي الجارحي ومنور إقبال 2001م وعمر شبرا وحبيب أحمد وكل من رفعت أحمد عبد الكريم وساييمون آرثر 2002 وغيرهم من الفقهاء والباحثين والمؤلفين، إلا أنها مع ذلك لازالت من المواضيع المستجدة- عصرنة وليس وجودا- على الساحة الاقتصادية، وتخص بالذكر الأسواق المالية منها، نظرا للأهمية البالغة التي توفرها كأداة استثمار تمويلية تعمل على تنمية المال بأفضل وأكفأ الأدوات المالية المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية التي كانت دائما سبابة لوضع وإيجاد حلول لمعالجة مختلف المشاكل الاقتصادية المصاحبة للتغيرات السريعة في عصر السرعة المالية.

الإشكالية الرئيسية:

لقد أثبتت التجربة العملية للصكوك نجاحا هائلا في بعض البلدان الإسلامية على غرار الغربية منها لما لها من مميزات على نظيرتها التقليدية في كثير من الأحداث الاقتصادية. وعليه واختبارا لما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

-إلى أي مدى استطاعت الصكوك الإسلامية وضع المركز المالي للصناعة المالية الإسلامية على الخريطة الدولية في ظل ساحة اقتصادية متسارعة ووعي إسلامي متباطئ ؟

الفرضيات: وانطلاقا من التساؤل الرئيسي يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- 1-يؤثر حجم وأداء الصكوك الإسلامية في تطور أداء السوق المالي الماليزي إيجابا؛
- 2-يرتبط ارتفاع الصكوك الإسلامية بانتعاش السوق المالية الدولية والعكس بالعكس؛
- 3-الصكوك المالية الإسلامية لم تسلم من تداعيات الأزمة المالية 2008 رغم طابعها الشرعي؛
- 4-توجد علاقة ايجابية قوية تربط بين إصدار الصكوك الإسلامية ودفع عجلة النمو الاقتصادي في السوق الماليزي في كل المجالات.

أهداف البحث: يهدف البحث إلى النقاط التالية:

- 1-التعرف على الصكوك كأداة استثمار تمويلية من خلال أهميتها وأنواعها وأهم خصائصها؛
- 2-دراسة واقع الصكوك بشيء من التحليل المفصل على الصعيدين المحلي والدولي؛

3- مقارنة مدى صحة الأدبيات النظرية المتعلقة بالصكوك المالية الإسلامية والواقع العملي لها إصدارا وتداولاً.

منهجية الدراسة: لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي على اعتبار أنه الأكثر ملائمة والأكثر موضوعية لإبراز الإطار النظري لها وتحديد متغيراتها وتبيان مفهوميها، وأيضاً تحليل الإحصائيات المبوبة وصولاً إلى إثبات أو رفض الفرضيات المتعلقة بالبحث.

2. الإطار النظري والدراسات السابقة

1.2 الصكوك

2 تعريف الصكوك: الصكوك جمع صك، والصك في اللغة لفظ فارسي معرب، معناه الكتاب الذي تكتب فيه المعاملات والأقارير (الله، صفحة 04).

أما اصطلاحاً فتعرف الصكوك حسب كل هيئة تشريعية كما يلي:

عرف مجمع الفقه الإسلامي الدولي في القرار رقم: 178(4/19)، والصكوك على أنها: إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من المنافع والأعيان والنقود والديوان)، قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي، وتأخذ أحكامه. (الدولي، 2009).

يعرف مجلس الخدمات المالية الصكوك على أنها: " الصكوك جمع صك، ويمثل كل صك حق ملكية لنسبة مؤوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة (الإسلامية م.، 2009، صفحة 03)، وذلك يعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله (الحقيل، الطبعة الأولى 2011، صفحة 383).

وتعرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI) الصكوك على أنها: " وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص (الإسلامية ه.، 2007، صفحة 467).

2.1.2 خصائص الصكوك

- تمثل حصص ملكية شائعة في الموجودات؛

- لا يكفي اعتبار حامل الصك مالكا لحق مالي في العائد أو في ارتفاع قيمة الصك فقط دون استحقاق ثابت في أصل الموجودات؛
- الصك الاستثماري الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- انتقاء ضمان المدير المضارب أو الوكيل أو الشريك (بدران، الطبعة الأولى 2014، صفحة 18،21)؛
- الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في الملكية بالاشتراك مع الغير، ولكل شخص قيمة مالية محددة مسجلة عليه؛
- يحصل صاحب الصك على حصة من الأرباح ويتحمل حصة في الخسارة في حدود ما يمثلها الصك (عولجان، 2015، صفحة 15،16)؛
- قابل للتداول في إطار الشروط والضوابط الشرعية الخاصة بالموجودات التي تمثلها عند التداول، والتي تحدد في نشرة الاكتتاب؛
- يكون للشركة أو المؤسسة المصدرة الشخصية المعنوية المستقلة المعنوية المستقلة عن أصحاب الصكوك (عزب، العدد: 04، 2019، الصفحات 244-245).

3.1.2 أنواع الصكوك الإسلامية

تقسم الصكوك وفق عدة تقسيمات، وفي هذه الدراسة سيتم الدمج بين معيار العائد وفق المعيار الشرعي رقم 17 الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

1.3.1.2 صكوك العائد الثابت

أ- صكوك الأصول الثابتة المؤجرة: هي صكوك تمثل أصولاً ثابتة مرتبطة بعقد إجارة ذي أجرة دورية ثابتة، والتي تمثل عقارات موجودة تباع لحملة الصكوك، ثم تستأجر منهم بأجرة ثابتة، فهي بذلك مرتبطة بتوفير المنفعة من خلال مبدأ التمكين.

ب- صكوك المنافع: هي وحدات متماثلة من منافع ثابتة محددة موصوفة في الذمة، يتم استيفاؤها خلال مدة زمنية لاحقة (الجندي، الصفحات 238-239).

ج- صكوك السلم: السلم هو شراء سلعة مؤجلة مقابل ثمن فوري (AAOIFI, 2015, p. 289)، وتقوم صكوك السلم على أنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم،

وتصيح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك حال استلامها مستقبلا.(البشير، العدد:04، 2017، صفحة 308).

د- **صكوك المربحة**: المربحة هي البيع بالزيادة على الثمن الأول(بشير، الطبعة السادسة 2007، صفحة 308)، أما صكوك المربحة: "فهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها كتمويل لتغطية تكاليف سلعة المربحة على أن تصيح سلعة المربحة مملوكة لحماية الصكوك.

هـ- **صكوك الإجارة**: هي حصص متساوية في عقد مستأجر، تمنح صاحبها حق الانتفاع بالعقار أو التملك، قابلة للتداول، يتحمل صاحبها جميع تكاليف الصيانة وإلحاق الضرر بالعقار (securities commission Malaysia reports, 2009–2018, p. 26)

و- **صكوك الاستصناع**: تمثل وثائق يصدرها المشتري لعين يلتزم البائع بتصنيعها بمواد من عنده وأومن المؤسسة المالية التي تتوب عنه لاستخدام حصيلتها في تصنيع العين(الدين، العدد: 01، 2019، صفحة 96).

2.3.1.2 صكوك العائد المتغير

أ- **صكوك المشاركة**: وتعد من أهم صيغ توظيف الأموال واستثمارها في الفقه الإسلامي، فهي تمثل حصصا شائعة في رأس مال الشركة(علي، 2020، صفحة 228).

ب- **صكوك المضاربة**: هي حصص متساوية القيمة في رأس مال المضاربة.(قندوز، 2008، صفحة 180)

ج- **صكوك المزارعة**: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول بناء على ما تم تحديده في العقد.

د- **صكوك المساقاة**: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول بناء على ما تم تحديده في العقد.

هـ- **صكوك المغارسة**: تمثل وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس(السمرقندي، 2017، صفحة 42).

و- صكوك الوكالة بالاستثمار: هي وثائق متساوية القيمة تصدر على أساس المشاركة، تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها (كمال، الطبعة الأولى، 2019، صفحة 48).

ز- صكوك الخضراء الإسلامية: هي ببساطة صكوك عادية، إلا أن تصنيفها الأخضر يميزها عن شبيهتها العادية، فهي تلتزم بالمشاريع البيئية (Pauline Deschryrer, pp. 02,18)، وتعرف على أساس أدوات ذات الدخل الثابت، تستخدم عائداتها حصرياً لتمويل أو إعادة التمويل جزئياً أو كلياً للمشاريع الخضراء الجديدة والمستثمرة كالطاقات المتجددة ومشاريع كفاءة الطاقة.

2.2 الدراسات السابقة

1- Arafat Mansoor of Ahmed KHelmy, "The role Of political risk and Financial development factors on sukuk market development of Gulf cooperation council (GCC) Countries "(2018).

تهدف هذه الدراسة إلى تحري أثر سوق الصكوك لمجلس التعاون في دول الخليج، من خلال استخدام القيمة الإجمالية خلال الفترة (2001-2016)، وقد خلصت إلى أن سوق الصكوك لمجلس التعاون في دول الخليج لا يزال سوق جد ناشئة لم تلمس حتى مستوى العتبة التي تؤهله لتحقيق النمو الاقتصادي.

2-COMCEC, « The Role of Sukuk in Islamic Capital Markets », (2018).

جاءت هذه الدراسة للإشارة إلى دور الصكوك في تطوير صناعة التمويل الإسلامي من خلال الدور المهم الذي تلعبه، مقدمة مجموعة من الطرق التي تمكن من خلالها المستثمرين في توسيع سوق التمويل الإسلامي، كما أشارت الدراسة إلى توسع استخدام الصكوك في العديد من الدول الغربية على غرار الدول الإسلامية على رأسها: هونكونغ.

3- Mohamad Zaid Mohd Zin, " The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market.(2011)

قام الباحث في هذه الدراسة بتحديد مكانة الصكوك الإسلامية بين المنتجات المالية الإسلامية والتي أضحت واحدة من أسرع القطاعات نمو في الاقتصاد العالمي من خلال تبيان الاختلافات بين عوائد سوق الصكوك والسوق التقليدية في ماليزيا، والتي خلصت إلى أن الصكوك أقوى شريحة في التمويل الإسلامي وتشارك في السوق المالية الدولية وتعمل على توليد تدفق كبير

للأموال عبر الحدود حسبما يمكن تحقيقه خارج الأسواق المحلية، وأشارت الدراسة إلى أن صكوك الاستثمار هي الاستثمار المثالي للمستثمرين الذين يحتاجون إلى عوائد استثمار ثابت مع مخاطر منخفضة.

5- عيسى يوسف بازينة، منى حسن اسميو، "الصكوك الإسلامية، التجارب والممارسات الدولية"، (2018).

هدفت هذه الدراسة إلى استعراض أهم ملامح التجارب والممارسات الدولية في إطار عمليات التصكيك الإسلامي، من خلال دراسة حالات محددة لبعض هياكل الصفقات الرائدة التي عملت على إصدارها ماليزيا، ودول الخليج العربية، ودولة السودان، كما تناولت استعراض وتحليل أهم التطورات في حجم الإصدارات الدولية في سوق الصكوك، وختاماً أشار الباحثين أن العديد من التحديات لازالت تواجه سوق الصكوك، من بينها القصور في درجات الشفافية، ومستوى المخاطر الشرعية الناتجة عن تخفيف مستوى الدعم بالأصول، وتلك المتعلقة بتسهيلات السيولة والتعهد بالشراء، بالإضافة الى تعدد المعايير والمقاييس والاختلافات في طرق التعامل، ومحدودية التداول، ونقص السيولة في السوق الثانوية.

3. تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك

باتت ماليزيا محط أنظار العالم الاقتصادي المتطور سواءً بالنسبة للمستثمر المسلم أو بالنسبة للمستثمر الأجنبي في صناعة الصكوك؛ بحيث أصبحت تشغل القاعدة الأولى في تنمية البنية التحتية لكافة مستويات القطاعات الاقتصادية الخاصة منها والحكومية.

1.3 تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2001-2019)

1.1.3 تطور إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2001-2019)

تتمثل تطورات الصكوك المصدرة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2019) في الجدول التالي:

الجدول 1: تطور الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2001 - 2019) مليون دولار

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
الحجم الكلي للصكوك	18,19	17,6	12,00	15,16	43,34	44,07	121,03	43,02	33,96

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
384,85 بليون RM	72,68	87,65	64,82	48,33	76,07	99,13	71,09	78,90	40,33

Source : securities commission Malaysia reports(2018-2009 ،

(Value of New Issuance bonds and Sukuk in Malaysia from 2016 to 2019)

أشارت نتائج الجدول أعلاه إلى النقاط التالية:

- 1- تباطؤ في نمو وتطور الصكوك من 2001-2004، حيث بلغت أدنى قيمة لها سنة 2003؛
- 2- ارتفاع في حجم الصكوك بداية من سنة 2005 إلى سنة 2007، أين حقق أعلى مستوى تطور خلال الفترة المدروسة بـ 121,30 مليار (PM)؛
- 3- في سنة 2008، انخفاض كبير في حجم الصكوك بـ 43,02 مليار (RM)؛
- 4- مواصلة الانخفاض سنة 2009 بنسبة 10 %، تلى ذلك ارتفاع في حجم الصكوك، لكن بشكل متذبذب ليحقق أعلى مستوى له سنة 2013 بـ 99,13 مليار (RM)، وسنة 2017 بـ 88 مليار (RM)، ولكن يبقى الطابع الغالب في العملية هو الارتفاع في حجم الصكوك، ويمكن إرجاع تفسير هذا التذبذب بما يلي:
- يعود التباطؤ في النمو من 2001 - 2004 بالنسبة للصكوك إلى السياسة الماليزية المنتهجة خلال هذه الفترة من خلال التركيز على خطة ماليزيا الكبرى التي جاء فيها:
 - التركيز على سياسة الرؤية الوطنية؛
 - التركيز على الاقتصاد القائم على المعرفة ضمن سياسة OPP₃؛
 - تنمية المؤسسات المحلية كخطة أولى من خطوات تطور رأس المال الماليزي؛
- الارتفاع الذي شهده السوق في صناعة الصكوك من 2005 - 2007، يرجع إلى:
 - التركيز على تنمية رأس المال وما ساعد على ذلك انخفاض الدولار الأمريكي إلى أدنى مستويات سنة 2007؛
 - تدعيم القطاع الخاص من خلال وضع السياسات وإعادة هيكلة الشركات، مما ساعد على دخول مؤسسات جديدة استثمارية ناشطة في سوق رأس المال الماليزي، (Chew-Ging., 2017, p. 20)

- تراجع حجم الصكوك سنة 2008 سبب الأزمة المالية العالمية التي أثرت على كامل اقتصاديات وأسواق الدول لما في ذلك رأس المال الماليزي؛
- مواصلة التراجع سنة 2009 راجع لتداعيات ما به الأزمة المالية العالمية؛
- الارتفاع من جديد في حجم الصكوك خلال 2013 - 2019 ويرجع إلى الأسباب التالية:
- استمرارية ماليزيا في التركيز على جذب الاستثمارات الأجنبية من أجل جعل ماليزيا سوقا مالية إسلامية دولية (فيجل، 2015، صفحة 245).
- إنشاء أول سوق لتبادل السلع متوافقة مع الشريعة؛
- تشريع قانون الخدمات المالية الإسلامية سنة 2013؛ (IFSA)؛
- تدعيم الاستثمار في صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية؛
- تفعيل خطة ماليزيا من 2016 - 2020.

والجدير بالملاحظة أنّ أقل تراجع شهده إصدار الصكوك من 2013 - 2019، كان سنة 2015، بمعدل 48,33 مليار (RM)، ويعود السبب في ذلك إلى: (Standard and Poor's, 2015)

- قرار البنك المركزي " بنك نيجارا "، بتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى إدارة السيولة، لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا لم تصل إلى المستثمرين المقصودين؛
- انخفاض قيمة الرنجيت الماليزي؛

ومن جهة أخرى، فقد أدى انخفاض أسعار النفط في سنة 2016، إلى اضطراب دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا نحو خفض إنفاقها الاستثماري، مما أدى إلى خفض الودائع وبالتالي حجم السيولة لدى البنوك (بما في ذلك البنوك الإسلامية) إذ تعد الحكومات والكيانات التابعة لها من أكبر المودعين في بعض الأسواق الرئيسية الخاصة بالتمويل الإسلامي، بحصة تبلغ ما بين 15% إلى 40% في بنوك دول مجلس التعاون الخليجي، مما أدى إلى إضعاف سوق الصكوك العالمي.

وعلى الصعيد الدولي، تعدّ ماليزيا حاليا أكبر مصدر صكوك في العالم، وفقا لتقديرات المركز الماليزي الإسلامي الدولي (MIFC)، وكما أنّ السياسات الضريبية حاليا في ماليزيا مواتية لإصدار الصكوك التي باتت تتمتع بخصم ضريبي على تكلفة الإصدار الثاني، وكذلك إعفاء

رسوم الدمغة الثانية، وبالمثل مستثمرو الصكوك الماليزية يمكنهم الحصول على إعفاء ضريبي على الدخل المسلم، الأمر الذي عزز من الميزة التنافسية لهذه الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

وعلى الرغم من التدفق المستمر للصكوك الجديدة، لا يزال الطلب على الصكوك الماليزية يفوق العرض، مما يعكس بالتأكيد شهية هائلة من المستثمرين للأوراق المالية ذات الدخل الثابت المتوافقة مع الشريعة خارج نطاق فئات الأصول الإسلامية التقليدية-2 (Hashim, 2018, pp. 4).

2.1.3 تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي

يمكن دراسة أهم التطورات التي عرفتتها سوق الأوراق المالية الماليزية في ما يتعلق بأنواع الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الماليزي من خلال الجداول التالية:

الجدول 2: نسبة صكوك البيع بثمن آجل /المرابحة في ماليزيا (2001 - 2019)

السنوات		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
الصكوك										
صكوك البيع بثمن آجل		77	67	40,8	56,88	36,3	6,2	02	3,1	
صكوك المربحة		23	33	12,7	38,37	33,59	3,4	19	1,3	
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
—	02	—	—	—	—	—	—	—	—	—
0,4	8,2	09	55	32	79,49	66	85	—	25,41	39,40

Source : (Securities Commission Malaysia, 2001-2019).

الجدول 3: نسبة صكوك المضاربة في ماليزيا (2001 - 2019)

السنوات		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
الصكوك										
صكوك المضاربة		–	–	–	–	0,2	7,5	1	1,2	
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
–	0.6	5	2	–	2,63	–	–	–	8,99	12,23

Source : (Securities Commission Malaysia, 2001-2019)

الجدول 4: نسبة صكوك المشاركة في ماليزيا (2001 - 2019)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات الصكوك		
								صكوك المشاركة		
51.4	58	70.00	12.5	—	—	—	—	2011	2010	2009
6.72	11.99	—	1	12	8.42	30	19	64	42.1	99.6

Source : (Securities Commission Malaysia, 2001-2019)

الجدول 5: نسبة إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال (2001 - 2019)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات الصكوك		
								صكوك الإجارة		
14.5	11	4.8	2.9	2.05	—	—	—	2011	2010	2009
0.12	—	—	—	7	1.31	4	9	13	34	—

Source : (Securities Commission Malaysia, 2001-2019).

الجدول 6: نسبة صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال (2001-2019)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات الصكوك		
								الاستصناع صكوك		
0.2	09	2.1	14.5	2.8	46.5	—	—	2011	2010	2009
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

Source : (Securities Commission Malaysia, 2001-2019).

2.3. تفسير وتحليل تطور صيغ الصكوك الإسلامية في ماليزيا (2001 - 2019).

بعد استعراض حصيلة التطورات في كل من صيغ الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي، سيتم بنوع من التفصيل تحليل وتفسير اهم الاحداث والتدخلات التي ساهمت في عملية التطور:

الجدول 7: تحليل المتغيرات (2001 - 2019)

السنوات الصكوك	2005 - 2001	2008 - 2006	2019 - 2009
صكوك البيع بثمن آجل	ارتفاع نسبة الصكوك المصدرة، إلا أنها سرعان ما بدأت في الانخفاض	تراجع ملحوظ في نسبة الصكوك المصدرة خلال الفترة	يمكن القول بصفة عامة أن سوق رأس المال الماليزي لم يعد يصدر هذا النوع من الصكوك.
صكوك المربحة	ارتفاع مستمرة لإصدار الصكوك.	تراجع كبير ملموس في نسبة الصكوك.	واصلت الانخفاض حتى سنة 2009، ثم سرعان ما عاودت الارتفاع لتحقق أعلى مستوى نسبة إصدار سنة 2016.
صكوك المشاركة	- من 2001 - 2004 نسبة الصكوك 00%؛ - سنة 2005 نسبة الصكوك المصدرة 12,5%.	- سنة 2009 حققه أعلى نسبة إصدار في السوق ما يعادل 99,6%؛ - سنة 2010 انخفض إلى أكثر من 1/2، ثم ارتفاع سنة 2011؛ - سنة 2016 حققت أدنى مستوى تراجع 1%.	ارتفاع ملحوظ في نسبة الصكوك المصدرة، بلغت 70 % سنة 2006، رغم تراجع بسيط سنّي 2007 و2008، إلا أنها عموماً بقيت تحتل الصدارة.
صكوك الإجارة	- 2001 - 2003 ← 00%؛ - 2004 ← 2,5 % - 2005 ← 2,9 %	ارتفاع مستمر في نسبة الإصدار	- 2009 ← 00 % - 2010 حققت أعلى مستوى إصدار بنسبة 34 % - 2016 - 2018 ← 00 %
صكوك الاستضاع	- 2001 - 2002 ← 00 % - نسبة 2003 حققت أعلى نسبة إصدار بـ 46,5 %؛ - سنة 2004 تراجع كبير في الإصدار، ومعاودة الارتفاع سنة 2005.	تذبذب في نسبة الصكوك المصدرة غلب عليها، طابع الانخفاض.	نسبة إصدار صكوك الاستضاع معدومة خلال هذه الفترة.

صكوك المضاربة	2001 - 2004 ← 00 %؛ - سنة 2005 نسبة إصدار ضئيلة جداً؛	ارتفاع بسيط في نسبة الإصدار مع بداية سنة 2006 ثم عاودت التراجع بشكل كبير.	- سنة 2009 ← 00 % - من 2010 - 2014 نسبة مستوى الإصدار متوسط إلى معدوم؛ - 2015 - 2017، لا يوجد إصدار؛ - 2018 - 2019 شكلت نسبة إصدار 8,99 % و12,33 % على التوالي
---------------	--	---	---

المصدر: اعتماداً على الجداول 2، 3، 4، 5، 6.

وكدراسة تفسيرية للجدول أعلاه، يمكن الوقوف على القراءة التالية:

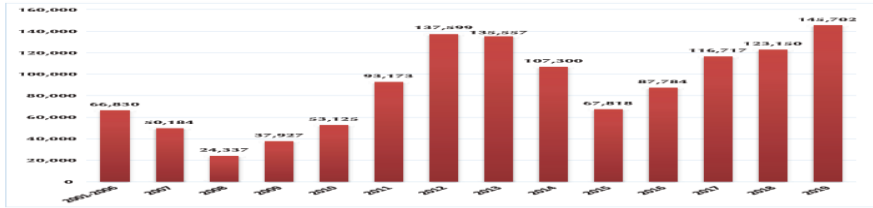
- 1- من سنة 2001 - 2005، غلب على سوق الإصدار، كل من صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة، من خلال سيطرتها الكلية على سوق الصكوك الماليزية، وتفسير ذلك بـ:
 - السهولة في الإصدار؛ بناءً على تسهيلات هيئة الأوراق المالية في ماليزيا (SC)؛
 - القدرة على توفير السيولة لمصدر الصكوك؛
 - السهولة في التنفيذ واختيار المصدر في صكوك المرابحة لعدم استخدام الأصول الموجودة بحوزته؛
- 2- سنة 2003، حققت صكوك الاستصناع أعلى نسبة إصدار لها، قدرت بـ 46,5 % بحيث احتلت المركز الثاني بعد تراجع نسبة إصدار صكوك المرابحة في نفس السنة، ويرجع ذلك إلى:
 - سنة 2003 هي سنة الأساس والانطلاقة الأولى الفعلية لصكوك الاستصناع المحلية، وجاءت هذه الخطوة على أساس رغبة الهيئات الماليزية في تنويع الصكوك للمستثمرين، خاصة بعد عملية إطلاق أول صكوك عالمية من خلال شركة غورتري سنة 2003؛
- 3- من سنة 2006 - 2008، احتلت صكوك المشاركة أعلى نسبة إصدار سنة 2006، بما يعادل 70 % من سوق الصكوك الماليزية، ويرجع ذلك للأسباب التالية:
 - تحول المستثمرين إلى الاكتتاب في صكوك المشاركة بناءً على السياسات المقررة من (SC) بعد دخول مؤسسات استثمارية جديدة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي؛
 - رغبة الحكومة الماليزية في تمويل عجزها في ميزانيتها، وتمويل مختلف مشاريعها التنموية؛

- تعزيز التمرکز الدولي في مجالات الميزة النسبية التنافسية.
- 4-4. سنة 2008، تراجع بسيط في نسبة إصدار صكوك المضاربة، وارتفاع في نسبة إصدار صكوك الإجارة، على غرار باقي الصكوك الإسلامية التي سجلت تراجع كبير في نسب الإصدار، وهذا بسبب مخلفات الأزمة المالية العالمية الجديدة 2008، وما ترتب عليها من تراجع ثقة المستثمرين في الأدوات المالية بما فيها الصكوك، والمتداولة في سوق الأوراق المالية بصفة عامة، إضافة إلى تراجع أسعار النفط.
- 5- من 2009 - 2019، استمرار صكوك المشاركة في الصدارة بنسبة إصدار 99,6 %، لتحتل صكوك الإجارة أعلى نسبة إصدار سنة 2010 بما يقارب 34 %، ثم عادت صكوك المربحة الارتفاع بأعلى نسبة سنة 2016، أي 85 % من إجمالي الصادرات الماليزية، ويفسر ذلك بما يلي:
 - تخفيض نسبة الضرائب على هاته الصيغ، وإعطاء حوافز جديدة لهذه الصكوك وذلك حسب هيئة الخدمات المالية لسنة 2010؛
 - تأسيس هيئة (BSAS)، وهي منصة دولية للسلع، قادرة على تسهيل المعاملات المالية والاستثمارية الإسلامية، القائمة على السلع الأساسية وفق أحكام المربحة الشرعية؛
 - ظلت حصة الإصدارات السيادية في السوق المحلية قوة، وقد ساهمت بنسبة 59% من إجمالي قيمة الإصدارات وتليها إصدارات المؤسسات المالية وشبه السيادية والمؤسسات المالية الإسلامية بنسبة 15% و14% و12% وقد بقيت أسهم قطاع الشركات باستثناء الحكومة الماليزية، أقل من إمكاناتها المتوقعة في حجم الإصدار؛
 - إصدار معايير AAOIFI الإسلامية سنة 2020 م؛
 - انطلاق برنامج المشاريع الكبرى في ماليزيا سنة 2009؛
 - ازدياد مشاريع شبكة التنمية المستدامة، نتج عنه ازدياد في نسبة صكوك الإجارة، وعدم تأثرها بالأزمة المالية لسنة 2008.
- وبصفة عامة، أثبتت كل من صكوك المشاركة والإجارة والمربحة على قدرتها في تمويل الاقتصاد الماليزي وسوق الأوراق المالية الإسلامية، خاصة بعد ثبوتها رغم الأزمة المالية 2008 م، خاصة صكوك المربحة، لما تحققه من أرباح كبيرة من جهة وخروجها من جملة الإشكالات الشرعية التي كانت تعيق نموها من جهة أخرى.

2.3 تطور إصدار الصكوك عالميا من (2001-2020)

عرفت صناعة الصكوك الإسلامية تطورا كبيرا في السنوات الأخيرة، حيث أخذت حصة الأسد في سوق رأس المال الإسلامي في دولة ماليزيا، التي باتت من أولى الدول ريادة في هذا المجال، ويبرز هذا الأمر بوضوح خاصة بعد تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، التي كانت نقطة الفاصل والتحول من سوق رأس المال التقليدي إلى أكبر الأسواق المالية الإسلامية.

الشكل 1: تطور إصدارات الصكوك عالميا (2001-2020)



Source : (IIFM, 9TH,2020, p. 21)

ولقد عرف إصدار الصكوك الإسلامية نقلة نوعية وكمية متميزة جاعلة منها الأداة التمويلية الأولى المطلوبة في السوقيين النقدية والمالية، من حيث متطلبات تمويل البنية التحتية المرتفعة، وهذا في خضم التأثيرات العكسية لكل من السياسات النقدية للولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا من خلال قرارات كل من البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي والمصرف المركزي الأوروبي، إلا أنها استطاعت أن تشارك في رسم ملامح اقتصاد جديد فرضت فيه مبادئ الشريعة الإسلامية عنواناً للكفاءة الاقتصادية بعيداً عن كل المخاطر المالية. وفي قراءة تحليلية استقرائية للشكل أعلاه:

- من 2001 - 2007، نلاحظ أن سوق الصكوك الإسلامية شهد بداية رواج معتبر، حققت فيه السوق المالية أكثر من 50 مليار رنجيت ماليزي بسبب كفاءة قرارات SAC الخاصة بـ SC والتي ساهمت في تطوير المنتجات وهيكله الأدوات المالية المبتكرة في ICM.
- سنة 2008، والتي تعد سنة الانحراف في سير صناعة الصكوك الإسلامية، بعد أن سجلت عائداً النفط تراجعاً ملموساً بسبب أزمة الرهن العقاري المالية العالمية.
- من 2009 - 2013، استمرت سوق الصكوك الإسلامية في النمو لتحقيق أعلى معدل إصدار بما يقارب 140 مليار رنجيت ماليزي، وهذا لظهور عوامل جديدة تحكمت في عملية

الإصدار والتي على رأسها تبني دول مجلس الخليج اصدارت جملة من الصكوك بفئات من المستوى الأول والثاني؛

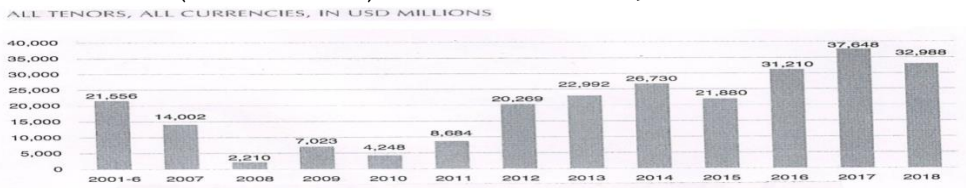
• من 2014- 2019: واصلت سوق الصكوك الإسلامية تحقيق معدلات إصدار متزايدة وهذا يدل على أن سوق الصكوك أصبح محرك أساسي في تفعيل نشاط سوق الأوراق المالية خاصة بعد أن أصبح سوق الصكوك لا يقتصر على متدخلين مسلمين وعرب فقط؛

• سنة 2019: حافظ هيكل صكوك الوكالة على صدارته مقارنة بهيكل صكوك الإجارة والهياكل الأخرى باعتباره الأكثر استخداما من قبل المصدرين في السوق الدولية بحصة تبلغ 56% (21.75 مليار دولار أمريكي) في السوق، مما أدى إلى زيادة بنحو 6% (3.5 مليار دولار أمريكي) بينما ارتفعت صكوك الهيمنة المربحة/ المضاربة، وصكوك الإجارة/المربحة الهيمنة، إلى 8% (3 مليار أمريكي، 12% (4.6 مليار دولار أمريكي) على التوالي، وبلغت حصة الصكوك الهيمنة للوكالة والمضاربة وكذلك صكوك المربحة 1% (0.30 مليار دولار أمريكي) و3% (1.10 مليار دولار أمريكي)؛

ويمكن القول أنه وعلى أساس تراكمي للفترة من 2001 إلى 2019، واصلت ماليزيا باقتناص مركز الزيادة في السيطرة على سوق الصكوك الإسلامية على المستويين المحلي والدولي بقيمة 733,75 مليار دولار، حسب تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية IIFM لسنة 2020.

كما وتجدر الإشارة أن هناك العديد من إصدارات الصكوك العالمية ضمن المخطط المالي لسنة 2020، مع احتمالية أن يكون هناك تباطؤ في الإصدارات في سوق الأوراق المالية الإسلامية بسبب وباء Covid19 خلال الجزء الأول من العام المنصرم.

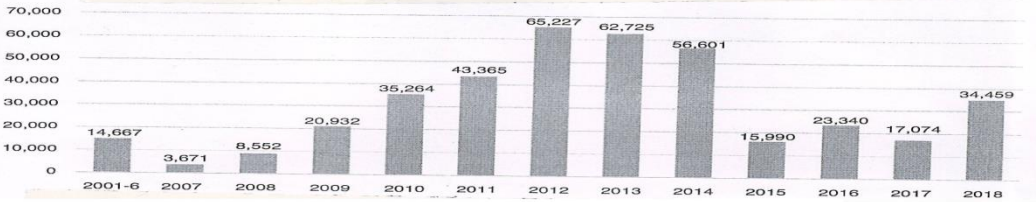
الشكل 2: تطور الإصدارات الدولية للصكوك (2001 - 2018)



Source: IIFM Sukuk Report, 2019.

الشكل 3: تطور الإصدارات المحلية المصدرة (2001 - 2018)

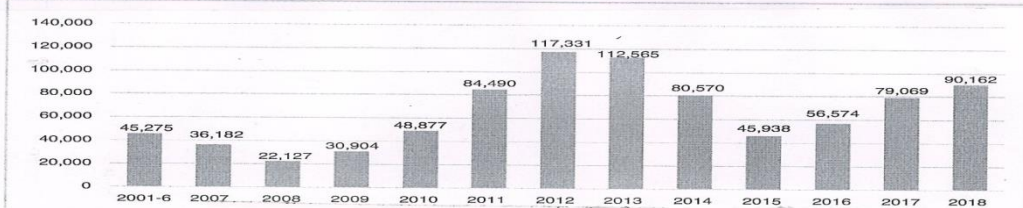
- ALL CURRENCIES, TENOR 12 MONTHS OR LESS, IN USD MILLIONS



Source: IIFM Sukuk Report, 2019, p : 25.

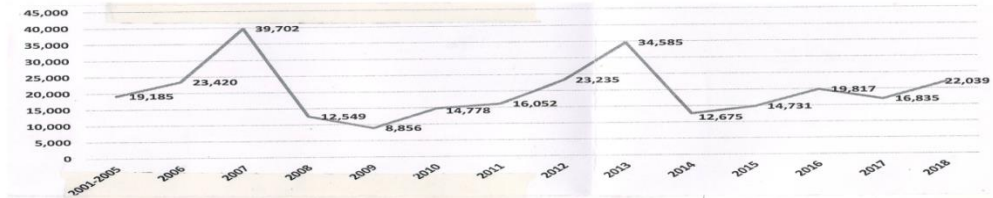
الشكل 4: سوق تطور الإصدارات الصكوك قصيرة المدى (2001 - 2018)

- ALL TENORS, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS



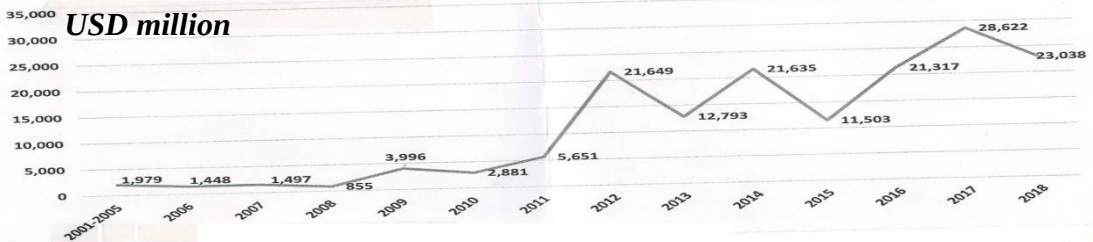
Source: IIFM Sukuk Report, 2019, p : 26.

الشكل 6: تطور إصدارات الصكوك السيادية (2001 - 2018)



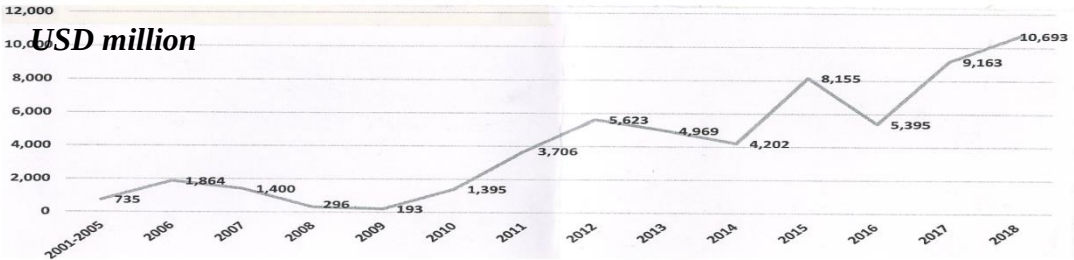
Source : Ibid, p :12

الشكل 7: تطور إصدارات الصكوك شبه السيادية (2001 - 2018)



Source : Ibid, p :13.

الشكل 8: تطور إصدارات الصكوك العالمية للبنك (2001 - 2018)



Source : Ibid, p : 14

تحليل وتفسير المنحنيات السابقة:

شكل رقم (05): إنَّ الاتجاه في الإصدارات السيادية العالمية أمر مشجع، بمعنى أنه يظهر أنَّ سوق الصكوك لديها قاعدة قوية لا تتزعزع في مواجهة الصدمات الاقتصادية، ومع ذلك فإنَّ الإصدارات في قطاع الشركات يتابع الدورة الاقتصادية، فيرتفع في ظروف اقتصادية جيدة، ويظهر ذلك خلال الفترة الممتدة من حتى نهاية 2014، أين حقق تراجع بنسبة 20 % من نسبة الأساس 2012، والجدير بالملاحظة أنَّ إصدار الصكوك السيادية عالميا لم يتأثر بالأزمة المالية العالمية 2008.

ومن 2014 حتى 2015 استمرت الإصدارات السيادية في التراجع، وهذا راجع إلى التباطؤ الاقتصادي الذي شهدته الفترة، إضافة إلى القرارات المجحفة من طرف الهيئات الدولية. ومن 2015 إلى 2018 انتعش سوق الصكوك السيادية من جديد رغم المعثرات الاقتصادية التي مست العالم آنذاك، والتي على رأسها أزمة النفط العالمية.

شكل رقم(06): كما هو موضح في الشكل السابق، بلغت إصدارات الشركات ذروتها في عامي 2007 و2013، وتراجعت بنسبة 30 % و 40 % تقريبا في سنتي 2008 و2014 على التوالي، بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، وانخفاض مستوى الإنفاق على مشاريع التنمية، ويرجع السبب في الانتعاش البطيء لإصدار الصكوك للشركات (باستثناء ماليزيا)، وهو حكم القانون والتفضيلات الهيكلية وغيرها من القضايا في مختلف دول منظمة التعاون الإسلامي، بما في ذلك دول مجلس التعاون الخليجي، وعليه يجب معالجة هذا الجانب من قبل جميع أصحاب المصلحة بما في ذلك المنظمات الإسلامية لوضع وتوحيد المعايير بشكل خاص IIFM و AADIFI و IFSB.

شكل رقم (07): جاءت القضايا شبه السيادية بين عامي 2003 و 2011 بشكل رئيسي من وزارة المالية للحكومة الماليزية الخزانة الوطنية، والبنك الإسلامي للتنمية السعودي (ISDB)، منذ ذلك الحين أصدرت مختلف السلطات القضائية صكوك شبه سيادية بما في ذلك ماليزيا، شركة الكهرباء السعودية، موانئ دبي العالمية أرامكو السعودية، تيناجا ناشيونال بيرهاد، شركة البترول والتعدين العربية السعودية... إلخ.

من المثير للاهتمام أن نلاحظ أنه في كل من أسواق الصكوك الدولية والمحلية، مزيج من الصكوك السيادية وشبه السيادية، وقد اتبعت الجهات المصدرة السيادية / وشبه السيادية والشركات والمؤسسات المالية المستقلة نمطا ثانيا بالرغم من ذلك في سنة 2018، رغم أن حصة الصكوك شبه السيادية انخفضت بنحو 4,248 مليار دولار أمريكي مقارنة بسنة 2017.

وفي سنة 2019، كانت الإصدارات شبه السيادية في السوق الدولية قوية نسبيا بإصدار بلغ 41% (15.93 مليار دولار أمريكي) في حين كانت مساهمة الإصدارات السيادية 30% مقابل مساهمة 2018 بنسبة 28%.

شكل رقم (08): المؤسسات المالية FL3 هي جهات نشطة في إصدار الصكوك منذ المنشأة، وكانت الإصدارات مبدئيا على أساس معدل الربح العائم الذي يتناسب مع إدارة الميزانية العمومية للمؤسسات المالية، ومع ذلك بدءا من 2010 أصبحت المؤسسات المالية أكثر نشاطا للصكوك، ليس فقط من أجل إدارة السيولة، ولكن أيضا لتلبية متطلبات لجنة بازل لكفاية رأس المال، بإصدار صكوك من المستوى الأول وصكوك من المستوى الثاني عدد من المؤسسات المالية في معظم الدول. (IIFM, 9TH, 2020, pp. 32-34)

4. خاتمة

لا ينكر أحد أن صناعة الصكوك الإسلامية هي البديل الأمثل والسوق الحيوي الكفاء، الذي يدفع بالعجلة التنموية ويساهم في تهيئة البنى التحتية للاقتصاد، بعيدا عن الممارسات التي تضر بالاستثمار والمستثمر سواء، إتباعا لأحكام الشريعة التي تكفل المصادقية الشرعية تماشيا مع الكفاءة الاقتصادية، إلا أنها رغم ذلك لم تصل إلى تحقيق المستوى المطلوب من الاستقرار في كثير من الأسواق الإسلامية على الدولية منها، لعدة اعتبارات هيكلية وتنظيمية وتشريعية، ذلك أن سوق الصكوك الإسلامية كل متكامل يحتاج إلى:

- 1-توحيد فتاوى مجامع الفقه والهيئات المالية الإسلامية لإيجاد الطرق الشرعية والوسائل الكفيلة لتطوير إصدار وتداول الصكوك؛
- 2- تشجيع الحكومات الإسلامية لجميع القطاعات الاقتصادية الخاصة منها أو العامة على إصدار الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال تبني لسياسة ضريبية تحفيزية لهذه الشركات المصدرة، وتوفير الغطاء القانوني بإصدار التشريعات تماشياً مع التطورات الحاصلة على الساحة الاقتصادية؛
- 3-ضرورة إيجاد بنية تشريعية موحدة ومنظمة لإصدار الصكوك وإدراجها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، نظراً لما توفره من حماية وضبط للمعاملات واستقرارها؛
- 4-ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون منفصلة في هيكلها عن باقي الأسواق الأخرى حتى تلعب الدور المخول لها؛
- 5- العمل على ابتكار مؤشرات إسلامية تقيس وتعكس أداء أدوات المالية الإسلامية والتي على رأسها الصكوك المالية الإسلامية خدمة للمستثمر المسلم أو الأجنبي لمعرفة أدق التفاصيل عن مجريات العمليات المالية التي تجري عليها الصكوك المالية الإسلامية؛
- 6-ضرورة إنشاء مؤسسة بحثية تقوم على مبادئ الهندسة المالية الإسلامية تمول من قبل الجهات الحكومية والخاصة، لتطوير منتجات الصكوك الإسلامية، لمعاصرة التطورات الجديدة في الاقتصاد العالمي بقوة ومرونة تجنبها الوقوع في الأزمات المالية كسابقتها.

5. قائمة المراجع

1. AAOIFI. (2015). *Shariah standards*. Mannama: king faha national library catalogin- in-publication date.
2. annul reports Securities Commission Malaysia .(2019-2001) .Malaysia.
3. Cassey Lee and Lee Chew-Ging .(2017) .The evolution of development in Malaysia . *journal of southeast Asian Economies*, vol:34,N:3.20 .
4. IIFM9) .TH,2020 .(SUKUK .
5. Nor Hanifa Binti Hashim .(2018) .*Malaysia Sukuk: A Superiot Alternative to traditional Bands* .Franklin Templeton investments.
6. Pauline Deschryrer, F. d. (s.d.). what future for the green bond market?, MdPI?J.R.F.M?13.61?
7. Rating services Standard and Poor's 01) .july, 2015 .(Global Sukuk Issuance Stalls in 2015 As Major Issuer Exits the Market من تاريخ الاسترداد 05 15 2020، www.standarpooors.com/ratingdirect.
8. securities commission Malaysia reports, a. (2009-2018).
9. Value of New Issuance Bands and Sukuk in Malaysia from 2016 to 2019 . (بلا تاريخ). <http://stsists.com> تاريخ الاسترداد 05 13 2020، من

10. أبي نصر أحمد بن محمد السمرقندي. (2017). كتاب الشروط وعلوم الصكوك-دراسة عن الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. القاهرة: دار الوفاء للنشر.
11. أحمد جابر بدران. (الطبعة الأولى 2014). الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق . القاهرة.
12. حفوفة الأمير عبد القادر، زيدي البشير. (العدد: 04، 2017). استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية (تجرتي السودان، ماليزيا نموذجا). مجلة الباحث في العلوم المالية والمحاسبة.
13. حماد مصطفى عذب. (العدد: 04، 2019). التنظيم القانوني للصكوك الإسلامية وأهميته في تفعيل دورها بتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية - دراسة في القانونين الكويتي والمصري. مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، الصفحات 244-245.
14. رامي محمد كمال. (الطبعة الأولى، 2019). الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بدلا عن السندات التقليدية.
15. عبد الحميد فيجل. (2015). تطور السوق الاسلامي لرأس المال- التجربة الماليزية أنموذجا. بسكرة.
16. عبد الرحمان الجندي. (بلا تاريخ). صكوك الاستثمار، المعيار الشرعي رقم (17). هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.
17. عبد الكريم قندوز. (2008). الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. لبنان.
18. فارس جعفري، محمد أكرم لال الدين. (العدد: 01، 2019). التجربة الماليزية في اصدار الصكوك الإسلامية. ISRA.
19. فاطمة محمد راشد علي. (2020). السياسة المالية ودورها في تخصيص الموارد الاقتصادية بين الاقتصاد الوضعي والاسلامي. الاسكندرية.
20. مجلس الخدمات المالية الإسلامية. (2009). متطلبات كفاية رأس المال للصكوك والتصكيك، والاستثمارات العقارية.
21. مجمع الفقه الاسلامي الدولي. (30 أبريل، 2009). قرار رقم: 178(19/4) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. تاريخ الاسترداد 01 نوفمبر، 2020، من [irfa aifa.org](http://irfa.aifa.org).
22. محمد عثمان بشير. (الطبعة السادسة 2007). المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الاسلامي. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع.
23. محمد علي شوري بن عبد الله. (بلا تاريخ). الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها. امارة الشارقة، الامارات العربية المتحدة: الامارات العربية المتحدة.
24. مساعد بن عبد الله بن حمد الحقي. (الطبعة الأولى 2011). ربح ما لم يضمن- دراسة تأصيلية تطبيقية- الرياض المملكة العربية السعودية: دار اليمان للنشر والتوزيع.
25. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (2007). المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البند: 02 من المعيار الشرعي رقم: 17.
26. وليد عولجان. (2015). الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة. عمان الأردن.