

See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/342211713>

# listing and trading of Sukuk in the secondary market: A case study of the Kingdom of Saudi Arabia

Article · June 2020

CITATIONS

0

READS

402

3 authors:



**Ahmed Alnaggar**

International Islamic University Malaysia

12 PUBLICATIONS 0 CITATIONS

SEE PROFILE



**Anwar Hasan Abdullah Othman**

International Islamic University Malaysia

37 PUBLICATIONS 30 CITATIONS

SEE PROFILE



**Habeebullah Zakariyah**

International Islamic University Malaysia

21 PUBLICATIONS 1 CITATION

SEE PROFILE

Some of the authors of this publication are also working on these related projects:



Articles Review [View project](#)



Jahalah (Ambiguity) in Construction Contracts [View project](#)



مركز البحث وتطوير الموارد البشرية  
(رماح) عمان – الأردن

## مجلة دراسات في العلوم الإنسانية والاجتماعية



جامعة سكاريا  
بدولة تركيا

ISBN: 978-9957-67-204-1

ISSN (ISSN-L):2617-9857

عمان، الأردن في: 2020/05/28م

المجلة مصنفة ضمن قاعدة البيانات ابيسكو EBSCO من أكبر القواعد العالمية بعد قاعدتي THOMSON و SCOPUS ومصنفة ضمن قاعدة البيانات أسك زاد ASK ZAD مقرها بالولايات المتحدة الأمريكية، والامارات العربية المتحدة، وجمهورية مصر العربية والمملكة الأردنية الهاشمية ومصنفة ايضا ضمن قاعدة بيانات دار المنظومة Dar Almandumah مقرها بمدينة الرياض، المملكة السعودية. وضمن بوابة الكتاب العلمي مقرها بعمان وحاصلة على شهادة معامل التأثير العربي لعام 2019م من اتحاد الجامعات العربية

## إشهار بالنشر في المجلة الدولية

نتمن عاليا مجهودات الدكتور أحمد محمد حسن النجار، خبير اقتصادي ومستشار وزير المالية المصري سابقا، والدكتور أنور حسن عبد الله عثمان، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، والدكتور حبيب الله زكريا، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا ونشهد بأن مقالهم الموسوم بـ " إدراج وتداول الصكوك في السوق الثانوية: دراسة حالة المملكة العربية السعودية" سينشر في مجلة دراسات في العلوم الإنسانية والاجتماعية الصادرة عن جامعة سكاريا بدولة تركيا ومركز البحث وتطوير الموارد البشرية، بالأردن، في المجلد 03 العدد 03 (26) بتاريخ 2020/06/15م.

رئيسة التحرير

الدكتورة نعيمة رحمانى



مجلة دراسات في العلوم الإنسانية والاجتماعية (المجلد 03 العدد 03) بتاريخ 2020/06/15م

ISBN :978-9957-67-204-1 – ISSN (ISSN-L):2617-9857

إدراج وتداول الصكوك في السوق الثانوية: دراسة حالة المملكة العربية السعودية

الباحث الرئيسي الدكتور أحمد محمد حسن النجار

خبير اقتصادي، ومستشار وزير المالية المصري سابقاً

[alnaggar567@gmail.com](mailto:alnaggar567@gmail.com)

الأستاذ المساعد الدكتور أنور حسن عبد الله عثمان

الجامعة الإسلامية العالمية – ماليزيا

[anwarhasan@iium.edu.my](mailto:anwarhasan@iium.edu.my)

الأستاذ المساعد الدكتور حبيب الله زكريا

الجامعة الإسلامية العالمية – ماليزيا

[habzak@iium.edu.my](mailto:habzak@iium.edu.my)

تاريخ الإيداع: 2020/05/17 م تاريخ التحكيم: 2020/05/20 م تاريخ النشر: 2020/06/15م

الملخص بالعربية:

تلعب الصكوك دوراً هاماً ضمن استخدامها كأحد أدوات إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، ومع تزايد قيمة إصدارات الصكوك بالمملكة العربية السعودية، يثار تساؤل حول ماهية النشاط بالسوق الثانوي للصكوك بالمملكة؟ وإلى أي مدى يمكن الحكم على نشاط السوق من عدمه؟ وماهية التحديات التي تواجه تطويره والمعالجات المقترحة في هذا الإطار؟ استخدم البحث المنهج الوصفي التحليلي لملاءمته لطبيعة الدراسة وأهدافها. توصل البحث إلى عدم نشاط هذا السوق سواء للصكوك المقيدة بالسوق المحلي "تداول"، أو ما هو مدرج منها بالأسواق الدولية مثل بورصة لندن. بمراجعة أهم التحديات التي تواجه تنشيط السوق الثانوي للصكوك بالمملكة، فقد تم مناقشة ثلاث تحديات أساسية، وهي: (1) تحدي الضوابط الشرعية الحاكمة لتداول الصكوك بالسوق الثانوي، وتم التوصل إلى نتيجة مفادها أن الهياكل الشرعية المستخدمة من الأنواع التي فيها إجازة التداول. (2) تفضيل غالبية المستثمرين الاحتفاظ بالصكوك حتى تاريخ الإطفاء (الاسترداد)، وهو ما يتماشى مع نفس استراتيجية الاحتفاظ حتى الاستحقاق مثل السندات، (3) عدم إتاحة التداول لمستثمري التجزئة بالمملكة.

الكلمات المفتاحية: الصكوك، السوق الثانوي، إدارة السيولة، المملكة العربية السعودية.

مجلة دراسات في العلوم الإنسانية والاجتماعية المجلد 03 العدد 03 بتاريخ 2020/06/15م

ISBN :978-9957-67-204-1 – ISSN (ISSN-L):2617-9857

**listing and trading of Sukuk in the secondary market: A case study of the Kingdom of Saudi Arabia**

**Lead Author Dr. Ahmed Mohamed Hassan Alnagar**

**Economic expert, former adviser to the Egyptian Minister of Finance  
alnaggar567@gmail.com**

**Ass. Prof. Dr. Anwar Hasan Abdullah Othman**

**International Islamic University Malaysia  
anwarhasan@iium.edu.my**

**Ass. Prof. Dr. Habeebullah Zakariyah**

**habzak@iium.edu.my  
International Islamic University Malaysia**

**Abstract:**

Sukuk play an important role within its use as one of the liquidity management tools in Islamic banks, and with the increasing value of Sukuk issuances in the Kingdom of Saudi Arabia, raises questions about what is the activity in the secondary market for sukuk in the Saudi Kingdom? and what extent can market activity be judged or not? What are the challenges facing its development and the proposed treatments in this regard? the research used the descriptive and analytical method to suit its nature and objectives of the study. The research has found that this market is not active, whether for sukuk listed in the local market, "Tadawul", or even what is listed on the international markets such as the London Stock Exchange. By reviewing the most important challenges facing the revitalization of the secondary market for sukuk issued in the Kingdom, three main challenges have been discussed, namely: (1) Challenging Shari'a controls governing the trading of sukuk in the secondary market, the conclusion has been reached that Shari'a structures used are among the types in which they are authorized to trade. (2) Most investors prefer to hold the sukuk until the date of amortization (redemption), which is in line with the financial institution's strategies like bonds, and then apply the same investment strategy with sukuk, (3) The lack of trading availability for retail investors in the Kingdom.

**Key words:** Sukuk, Secondary Market, liquidity Management, Saudi Arabia.

#### المقدمة:

تلعب السوق المالية الإسلامية دورا هاما في توفير أدوات لإدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، ومن بين هذه الأدوات التي توفرها السوق تأتي الصكوك كأحد أهم تلك الأدوات، حيث يمكن استثمار السيولة الفائضة لدى هذه البنوك بشراء صكوك - خاصة الحكومية منها - من السوق الثانوية، وعند الاحتياج لتوفير سيولة يتم بيع هذه الصكوك في السوق الثانوية والحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها. ومن ثم، فإنه كلما كان هناك نشاطا بالأسواق الثانوية للصكوك، كلما أتاح ذلك لإدارة الخزينة بالبنوك الإسلامية القدرة على استخدام الصكوك كأحد أدواتها في إدارة السيولة.

على مستوى المملكة العربية السعودية، يوجد أربعة مصارف إسلامية من أصل اثنا عشر بنكا سعوديا، يعملون بشكل كامل طبقا لأحكام وضوابط الصيرفة الإسلامية وهم: مصرف الراجحي - مصرف الإنماء - بنك الجزيرة - بنك البلاد. وقد بلغ إجمالي حجم أصول القطاع المصرفي الإسلامي حوالي 55% من إجمالي أصول القطاع المصرفي بالمملكة ككل (الجزيرة كابيتال، 2018، ص 1).

على الجانب الآخر، تشهد إصدارات الصكوك في المملكة نمو متزايدا بداية من عام 2017 لتحتل المملكة ومنذ ذلك العام المركز الثاني عالميا - بعد ماليزيا - من حيث قيمة الصكوك المصدرة. حيث بدأت المملكة أولى إصداراتها للصكوك في عام 2006م، وذلك بالإصدار الأول للشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك" بقيمة 800 مليون دولار، واستمرت الإصدارات في التذبذب بعد ذلك. إلا أنه ومع اختيار أسعار النفط في أواخر عام 2014، اتجهت عدة حكومات للتفكير في إصدار صكوك سيادية لسد جزء من الفجوة التمويلية الناتجة عن هذا الانخفاض، ليشهد السوق عودة للنشاط بداية من عام 2017 لتسجل قيمة إصدارات الصكوك بالمملكة نشاطا ملحوظا ولافنا للانتباه بقيمة 31، و22، و39 مليار دولار للأعوام 2017، و2018، و2019 على التوالي (قاعدة بيانات Ideal Ratings).

#### مشكلة البحث:

تنطلق مشكلة البحث من تساؤل حول ماهية نشاط السوق الثانوي للصكوك بالمملكة خاصة في ظل هذه الإصدارات الكبيرة منها مؤخرا؟ وهل يشهد السوق الثانوي نشاطا موازيا للنشاط الحالي في السوق الأولي؟ فمن المعروف أن كلا السوقين يُكتمل بعضهما بعضا، وكلما كان هناك نشاط في أحد السوقين فإن

ذلك سينعكس إيجاباً على السوق الآخر، وما سينتج عن هذا النشاط من توفير أداة هامة لإدارة السيولة داخل المصارف الإسلامية الأربعة بالمملكة.

#### أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث في إعطاء صورة مُحدّثة عن نشاط السوق الثانوي للصكوك بالمملكة وفق آخر بيانات متاحة، ومعرفة إلى أي مدى يمكن الحكم على نشاط السوق من عدمه؟ وماهية التحديات التي تواجه تطويره - إن وجدت - والمعالجات المقترحة في هذا الإطار.

#### هدف البحث:

يهدف البحث إلى تحليل نشاط السوق الثانوي للصكوك بشكل عام، مع التركيز على دراسة حالة السوق الثانوي للصكوك المصدرة بالمملكة العربية السعودية.

#### الدراسات السابقة:

تندر الدراسات والأبحاث الحديثة التي تتناول تحليل السوق الثانوي للصكوك بالمملكة العربية السعودية من جوانبه المختلفة، سواء من حيث قواعد الإدراج أو تتبع نشاط التداول بالسوق، وإلى أي مدى يوجد سوق نشط للصكوك بسوق الأوراق المالية السعودي. وبعد مراجعة جميع ما أمكن الحصول عليه، تم التوصل إلى هذا البيان بأهم الدراسات السابقة حول الموضوع وما توصلت إليه من نتائج.

الدراسة الأولى كانت بعنوان: تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية: دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشرات العامة لأسواق الأوراق المالية في ماليزيا والبحرين والإمارات والسعودية - خلال الفترة 2001-2013. هدفت هذه الدراسة إلى البحث في فعالية الصكوك المالية الإسلامية في الأسواق المالية وتحديد مدى تأثير إصدارات الصكوك المالية الإسلامية على المؤشر العام للأسواق محل الدراسة، ومدى تأثير هذه الصكوك بالأزمة المالية العالمية ومدى تعافيتها منها. وقد خلصت الدراسة أيضاً إلى أن الصكوك تأثرت بالأزمة المالية العالمية عام 2008 لكن سرعان ما تعافت وأخذت وتيرة نمو سريعة بعد مرور الأزمة، خاصة في ماليزيا. وفيما يتعلق بالمملكة العربية السعودية توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بين إصدار الصكوك الإسلامية والمؤشر العام للسوق السعودي (يوسف، 2014).

أما الدراسة الثانية فكانت بعنوان: نموذج العلاقة بين تقلبات العوائد في سوق الأوراق المالية وعوائد الصكوك - دراسة قياسية غير خطية عن المملكة العربية السعودية. هذا البحث عبارة عن دراسة قياسية، الهدف منها هو التحقق من بنية الارتباط بين عوائد الصكوك (السندات الإسلامية) وسوق الأوراق المالية (العوائد ودرجة التقلب) في حالة المملكة العربية السعودية. توصل البحث إلى أن عوائد الصكوك تُظهر ارتباطاً كبيراً مع تقلبات سوق الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، فإن بنية الاعتماد بين عوائد الصكوك وتقلبات سوق الأوراق المالية متناظرة ومرتبطة بنفس الكثافة. كما توصل البحث إلى وجود ارتباط سلبي بين عوائد الصكوك وأسواق الأسهم المتقلبة. ويعزز هذا الارتباط السلبي بشكل عام فوائد التنويع، ومن ثم يمكن الحصول على فوائد التنويع من خلال الاستثمار في الصكوك السعودية جنباً إلى جنب مع أسواق الأسهم المحلية والإقليمية. يساعد هذا البحث في إعطاء صورة جيدة عن مدى جاذبية الاستثمار في الصكوك السعودية ضمن المحافظ الاستثمارية، وتوصلت إلى إنه كلما تمتعت العوائد المتحققة أو المتوقعة من الصكوك بدرجة عالية من الاستقرار، كلما زاد ذلك من درجة جاذبية الصكوك كأحد الأدوات المالية النشطة بالسوق السعودي (Naifar, 2016, PP 157-166).

أما الدراسة الثالثة فكانت بعنوان: الجوانب التقنية لإدراج الصكوك في الأسواق المالية. هدفت هذه الورقة البحثية إلى بيان جدوى إدراج الصكوك في السوق الثانوية، حيث بدأت الورقة بعرض أهداف الإدراج في الأسواق المالية، ثم بينت واقع إدراج الصكوك في الأسواق العالمية، كما بينت طبيعة الأسواق التي تُدرج فيها الصكوك (أين تُدرج الصكوك؟)، والغاية من إدراجها في الأسواق العالمية، وبينت كيف تتعامل البورصات العالمية مع الصكوك المدرجة، وهل يتم التعامل معها وفق طبيعتها المتميزة عن السندات؟ أم يتم التعامل معها على أنها أداة دين مثلها مثل السندات؟ توصلت الورقة البحثية إلى مجموعة من النتائج، من أبرزها: أنّ الصكوك تُعامل معاملة السندات في الأسواق العالمية، وأنها مثل السندات يغلب عليها قلة التداول. وأوصت الورقة بمراجعة الهيكل الحقيقية للصكوك عند طلب الإدراج، بما يميزها عن السندات، إضافة إلى وجوب التفكير في إنشاء رقابة شرعية على تداول الصكوك على مستوى الأسواق حيث أنّ السوق الثانوية للصكوك، ورغم محدوديتها، تشهد تجاوزات شرعية على غرار البيع على المكشوف، الشراء باستعمال الهامش (الاقتراض)، تداول الصكوك التي تمثل ديوناً، إلخ. كما أوصت بإنشاء منصة تداول إلكترونية

للصكوك الحكومية على شاكلة موقع Treasury Direct (المخصص لتداول السندات الحكومية الأمريكية)، بما يسمح لعامة الناس من الدخول وتداول الصكوك الحومية، مما يخلق سوق ثانوية نشطة للصكوك (غومة، 2019، ص 13-18).

أما الدراسة الرابعة والأخيرة فكانت بعنوان: الأسواق الثانوية للصكوك (نظرة عامة)، حيث أوضحت الدراسة أنه على الرغم من النمو المتواصل في سوق إصدارات الصكوك، إلا أن السوق الثانوي لها لم يكن نشيطا بنفس القدر. حاولت الدراسة البحث في أسباب ذلك، حيث توصلت لمجموعة من الأسباب لهذا الضعف بالأسواق الثانوية للصكوك، ومن ذلك: الضوابط الشرعية التي لا تسمح بتداول أنواع معينة من هياكل المعمول بها في إصدارات الصكوك، وأن غالب المستثمرين في الصكوك يفضلون الاحتفاظ بها حتى تاريخ الإطفاء (الاسترداد)، وعدم إتاحة التداول لمستثمري التجزئة. (Ulusoy & Ela, 2018).

من خلال استعراضنا للدراسات السابقة يمكن القول إن ما سبقه هذا البحث من جديد بالمقارنة بالدراسات السابقة هو: (1) تحليل للقواعد التي تحكم إدراج الصكوك بالسوق الثانوي السعودي. (2) تحليل البيانات المتاحة للحكم على نشاط السوق الثانوي للصكوك من عدمه؟ (3) دراسة التحديات التي تواجه تنشيط السوق، وماهي الآليات المقترحة لمعالجة هذه التحديات؟

#### منهج البحث:

اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي لملاءمته لطبيعة الدراسة وأهدافها، والذي يقوم على وصف الحقائق الراهنة المتعلقة بالظاهرة من خلال جمع البيانات وتبويبها وتحليلها، وبناء عليه يتم استخلاص النتائج.

#### أولاً: التمهيد

تمر أي ورقة مالية – أسهم أو سندات أو صكوك أو غيرهم – بعدة مراحل لتصل إلى مرحلة التداول، حيث تبدأ بالإصدار والطرح سواء كان طرحاً عاماً أو خاصاً، ويتم ذلك في السوق الأولي Primary Market، ثم يتم بعد ذلك إدراج وتسجيل الورقة المالية بأحد الأسواق المالية Secondary market وفق شروط وضوابط معينة، وقد يتم الإدراج في أكثر من سوق، ومن ثم تكون هذه الورقة المالية متاحة للمتعاملين بالسوق بياعاً وشراءً وفق قواعد السوق، وهو ما يعني أنه لكي تكون الورقة المالية – كالصكوك على سبيل المثال – متاحة للتداول بياعاً وشراءً، فإنه لا بد وأن تكون مدرجة ابتداءً في السوق (وفق قواعد



محددة لكل سوق)، ثم يكون هناك رغبة لدى المتعاملين بشرائها وبيعها أي تداولها، مع امتلاك السيولة الكافية لتنفيذ تلك الرغبة، أي أن الإدراج فقط يُعد مرحلة أساسية لكنها غير كافية حتى يمكن اعتبار الورقة المالية نشطة في السوق الثانوي.

تعد ميزة اكتشاف الأسعار العادلة Fair Price Discovery من أهم مزايا إدراج الأوراق المالية بالأسواق الثانوية، وإضافة لذلك، فهناك عدة مزايا أخرى، نذكرها فيما يلي: (1) إتاحة الورقة المالية أمام المستثمرين الراغبين فيها بيعا وشراء وفق قواعد منظمة. (2) حماية المستثمرين أنفسهم من عمليات الغش والخداع، ووضع جميع المستثمرين في السوق أمام قواعد عادلة ومتساوية. (3) تخفيض تكلفة عمليات التداول على الورقة المالية لأدنى تكلفة ممكنة. (4) توفير مصداقية أكبر للجهة المصدرة للورقة المالية بنشر البيانات الدورية والإفصاح اللازم وفق قواعد السوق، مما ينعكس إيجاباً في التعريف بالجهة المصدرة، مما يمكنها من زيادة رؤوس أموالها عن طريق الأسهم أو الاقتراض بمعدلات مقبولة عن طريق السندات (Schmidt, 1977, P2).

وبالرغم من هذه المزايا، وبالرغم من أن سوق السندات يفوق بكثير سوق الأسهم عالمياً، حيث بلغ حجم سوق السندات عالمياً 102.3 ترليون دولار بنهاية عام 2018م مقابل حجم لسوق الأسهم عالمياً قدره 74.7 ترليون دولار في نفس العام (SIFMA, 2019, P2) إلا أن عمليات إدراج وتداول السندات هي أقل بكثير من تداول الأسهم، وذلك لسبب رئيسي يتعلق بعدم الحاجة لهذه الميزة الأساسية المتعلقة باكتشاف الأسعار، نظراً للمعرفة المسبقة بالعوائد الموزعة ورأس المال للسندات المطروحة، ومن ثم يمكن إعادة تقييم وتسعير السند بشكل مباشر وبسهولة، وذلك في ظل المخاطر المحتملة، وأسعار الفائدة السائدة وفق نموذج التدفقات النقدية المخصومة، وهو ما يقلل من جاذبية الإدراج لمصدري السندات (غومة، 2019، ص 13-18). الأمر الذي ينطبق بنسبة كبيرة على الصكوك، كون كثير من الأسواق لا تفرق كثيراً في قواعد الإدراج والتداول بين السندات والصكوك، وهو ما سيتم تفصيله واستعراضه في النقاط التالية.

#### ثانياً: آليات قيد وإدراج الصكوك بالسوق الثانوي السعودي "تداول"

يشتمل الإطار التنظيمي للسوق المالي في المملكة العربية السعودية على نظام مستقل يتمثل في هيئة رقابية هي هيئة السوق المالية، وسوق أوراق مالية، وهي شركة السوق المالية السعودية (المعروفة باسم تداول).

وتندرج اللوائح التي تحكم أنشطة الصكوك في المملكة العربية السعودية ضمن قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، إضافة إلى قواعد الإدراج التي أصدرتها هيئة السوق المالية (<https://cma.org.sa>)، حيث لا يوجد فيما تنص عليه المادة الأولى الخاصة بتوضيح المقصود بطرح الأوراق المالية ما يتعارض مع تعريف الصكوك كأحد أنواع الأوراق المالية. وبالتالي تندرج قواعد طرح الصكوك ضمن قواعد طرح الأوراق المالية بشكل عام، وتوضح المادة الثالثة من قواعد طرح الأوراق المالية الصادرة عن هيئة السوق المالية بالمملكة أن هناك أربع حالات لطرح الأوراق المالية هي كالاتي: (1) طرح مستثنى (2) طرح الخاص (3) طرح عام (4) طرح في السوق الموازية. ويتم طرح الصكوك بالمملكة من خلال الطرح العام أو الخاص.

لذا فقد أصدرت هيئة السوق المالية بالمملكة من خلال شركة السوق المالية السعودية (تداول) ما يسمى بقواعد الإدراج في ديسمبر 2017م، التي تحتوي على ثلاثة وأربعين مادة، تشمل على سبيل المثال: متطلبات الإدراج، والشروط العامة لإدراج الأوراق المالية، والشروط المتعلقة بإدراج أدوات الدين، وتنطبق هذه الشروط على إدراج الصكوك، حيث تصنف هيئة السوق المالية بالمملكة الصكوك ضمن تقاريرها المختلفة على أنها ضمن أدوات الدين. وبمراجعة هذه القواعد وجد أن أهمها – فيما يتعلق بإدراج الصكوك – المادة رقم (8) ضمن قواعد الإدراج، والمتعلقة بشرط إدراج أدوات الدين. حيث اشترطت هذه القواعد ألا تقل القيمة الإجمالية المتوقعة لجميع أدوات الدين المطلوب إدراجها عن 50 مليون ريال سعودي إذا كان لدى المصدر أوراق مالية مدرجة، و100 مليون ريال سعودي إذا لم يكن للمصدر أوراق مالية مدرجة، مع وضع بعض الاستثناءات.

مما سبق نستنتج أن هذه القواعد والمتطلبات القانونية لم تراعي الطبيعة الخاصة للصكوك، حيث لم يتم النص على إلزامية أو أهمية المراجعة الشرعية للصكوك قبل الإدراج ومدى الجواز الشرعي لتداولها من عدمه، والضوابط الشرعية للتداول في حالة جوازه، كما أنه لا يوجد أي تنظيم آخر صادر من هيئة السوق المالية أو من شركة تداول تؤكد على أهمية المراجعة الشرعية أو توضح للمتعاملين بأسواق الأوراق المالية طبيعة التداول في الصكوك.

### ثالثاً: نشاط السوق الثانوي للصكوك بالمملكة العربية السعودية

في المملكة العربية السعودية - كما هو الحال في غالب البلدان المصدرة للصكوك - يتم إدراج وتداول الصكوك المصدرة محلياً في السوق المحلي، بينما يتم إدراج وتداول الصكوك المصدرة دولياً في أحد الأسواق الدولية مثل: بورصة لندن وبورصة إيرلندا وبورصة سنغافورة وناسداك دبي ولوكسمبورج وغيرهم. من حيث الإدراج للصكوك المصدرة محلياً بالمملكة، واعتماداً على بيانات مجمعة من قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك، فقد صدرت صكوك محلية عددها 99 إصداراً منذ بداية الإصدارات في عام 2006 وحتى نهاية عام 2018م وبقيمة إجمالية قدرها 247.2 مليار ريال، تم إدراج 65 إصداراً منها بالسوق المالية السعودية (تداول) وبما يعادل قيمة قدرها 161.3 مليار ريال. أما من حيث التداول، فقد قامت شركة السوق المالية السعودية (تداول) بتطوير سوق آلي جديد لتداول الصكوك والسندات في المملكة اعتباراً من يوم 2009/6/13م. حيث توفر هذه السوق الخدمات المختلفة المرتبطة بنشاط السوق وهي: إدراج الصكوك والسندات، تنفيذ الأوامر والصفقات، عمليات التسوية والمقاصة بين المتعاملين في السوق، كما تقوم السوق بعمليات الإفصاح المباشر والفوري للأسعار. وكان الهدف من إنشاء هذا السوق هو إيجاد وخلق قنوات استثمارية جديدة أمام المتعاملين بالصكوك والسندات، من خلال توفير كافة المعلومات عنها مما يرفع من مستوى الشفافية ويزيد من أعداد المتعاملين بهذه الأدوات. لكن بتتبع قيم التداول في سوق الصكوك والسندات خلال الفترة 2009 وحتى نهاية عام 2018 ومقارنتها بقيم التداول في سوق الأسهم السعودي، يتضح ضآلة قيم التداول لهذا السوق واتسامة بقلّة النشاط، وهو ما يمكن بيانه من خلال الجدول التالي، جدول رقم (1).

جدول رقم (1) تطور قيمة التداول لكل من سوق الأسهم وسوق الصكوك والسندات للفترة من 2009 – 2018م

نسبة قيمة تداول الصكوك والسندات لإجمالي السوق %	قيمة التداول (بالمليون ريال)			السنة
	إجمالي السوق	سوق الصكوك والسندات*	سوق الأسهم	
0.002%	1,264,038	27	1,264,011	2009
0.06%	759,618	434	759,184	2010
0.16%	1,100,645	1809	1,098,836	2011
0.02%	1,929,774	446	1,929,318	2012
0.02%	1,369,893	227	1,369,666	2013
0.01%	2,146,620	108	2,146,512	2014
0.03%	1,661,075	453	1,660,622	2015
0.04%	1,157,437	450	1,156,987	2016
0.00%	836,303	28	836,275	2017
0.06%	871,434	564	870,870	**2018
<b>%0.03</b>	<b>13,096,837</b>	<b>4,546</b>	<b>13,092,281</b>	<b>الإجمالي</b>

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التقرير الإحصائي السنوي لشركة السوق المالية السعودية (تداول) – عدة سنوات.  
\* تجدر الإشارة إلى ملاحظة وهي أنه وكما لا تفرق قواعد الإدراج بين الصكوك والسندات، فإن البيانات الإحصائية الصادرة من الجهات المختلفة لا تفرق كذلك بينهما ويتم الإشارة إليهما ضمن مسمى واحد وهو أدوات الدين، والتي يقصد بها الصكوك والسندات.

\*\* أعلنت السوق المالية السعودية (تداول) عن إدراج أدوات الدين الحكومية (صكوك وسندات) وتداولها في سوق السندات الحكومية في أبريل 2018 م، وأصبح له مؤشر مستقل. حيث شكلت القيمة المتداولة لأدوات الدين الحكومية (صكوك وسندات) في عام 2018م ما مقداره 537 مليون ريال من إجمالي تعاملات سوق الصكوك والسندات بالمملكة ونسبة قدرها 96% من إجمالي تداولات السوق، والنسبة الباقية كانت لصكوك وسندات الشركات.

يلاحظ من الجدول السابق انخفاض حجم وضآلة سوق الصكوك والسندات بالمقارنة بسوق الأسهم السعودي، حيث شكلت نسبة قيمة تداول الصكوك والسندات لإجمالي السوق نسبة قدرها 0.04% فقط كمتوسط خلال الفترة منذ إتاحة التداول على الصكوك والسندات في عام 2009 وحتى نهاية عام 2018م. إلا أنه، ونظراً للتزايد المضطرد والمستمر في عدد وقيم الإصدارات الحكومية من الصكوك والسندات، وقيد هذه الإصدارات في السوق المالية السعودية (تداول)، فإنه يتوقع زيادة نسبة مساهمة سوق

الصكوك والسندات بشكل تدريجي، حيث أشار التقرير الإحصائي السنوي لعام 2019م الصادر عن شركة السوق المالية السعودية (تداول) إلى أن القيمة المتداولة لأدوات الدين الحكومية (صكوك وسندات) في عام 2019م شكلت ما مقداره 4,915 مليون ريال من إجمالي تعاملات سوق الصكوك والسندات بالمملكة البالغة 5,056 مليون ريال ونسبة قدرها 96% من إجمالي تداولات سوق أدوات الدين، والنسبة الباقية كانت لصكوك وسندات الشركات، وبما يشكل نسبة قدرها 0.6% من إجمالي السوق. كما أن هناك مؤشر آخر يمكن الحكم منه على درجة نشاط سوق الصكوك والسندات السعودي، وهو مؤشر عدد الصفقات، والذي يوضحه الجدول التالي، جدول رقم (2).

جدول رقم (2) تطور عدد الصفقات المنفذة لسوق الأسهم وسوق الصكوك والسندات للفترة من 2009 – 2018م

نسبة عدد الصفقات في سوق الصكوك والسندات لإجمالي السوق %	عدد الصفقات المنفذة (صفقة)			السنة
	إجمالي السوق	سوق الصكوك والسندات*	سوق الأسهم	
0.00015%	36,458,381	55	36,458,326	2009
0.00036%	19,536,213	70	19,536,143	2010
0.00019%	25,546,982	49	25,546,933	2011
0.00005%	42,105,068	20	42,105,048	2012
0.00002%	28,967,701	7	28,967,694	2013
0.00003%	35,761,100	9	35,761,091	2014
0.00002%	30,444,210	7	30,444,203	2015
0.00001%	27,273,689	4	27,273,685	2016
0.00004%	21,895,289	8	21,895,281	2017
0.00018%	25,011,929	44	25,011,885	2018
<b>0.00009%</b>	<b>293,000,562</b>	<b>273</b>	<b>293,000,289</b>	<b>الإجمالي</b>

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التقرير الإحصائي السنوي لشركة السوق المالية السعودية (تداول) – عدة سنوات. \* تجدر الإشارة إلى أنه وكما لا تفرق قواعد الإدراج بين الصكوك والسندات، فإن البيانات الإحصائية الصادرة من الجهات المختلفة لا تفرق كذلك بينهما ويتم الإشارة إليهما ضمن مسمى واحد وهو أدوات الدين والتي يقصد بها الصكوك والسندات. حيث يتضح من الجدول السابق رقم (2) الضعف الشديد في سوق الصكوك والسندات، حيث تكاد تقترب نسبة عدد الصفقات في سوق الصكوك والسندات لإجمالي السوق من الصفر، والتي يبلغ إجماليها

خلال الفترة 273 صفقة فقط طوال المدة (2009-2018)، مقارنة بعدد صفقات في سوق الأسهم خلال نفس الفترة قدره 293,000,289 صفقة.

المؤشر الثالث والأخير الذي يمكن معه الحكم على نشاط سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية من عدمه، وهو بيان الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية للصكوك المتداولة بالسوق السعودي خلال الفترة (بالريال السعودي)، والذي يوضحه الجدول التالي، جدول رقم (3).

جدول رقم (3) تطور قيمة التداول سوق الصكوك والسندات بالمقارنة بقيمتها الاسمية للفترة من 2009 – 2018م

السنة	القيمة الاسمية للصكوك والسندات المتداولة	القيمة السوقية للصكوك والسندات المتداولة	نسبة فرق القيمة السوقية للصكوك والسندات المتداولة مقارنة بقيمتها الاسمية
2009	27,710,000	27,423,510	-1.04%
2010	435,530,000	433,812,530	-0.40%
2011	1,805,080,000	1,809,200,650	0.23%
2012	442,990,000	445,981,650	0.67%
2013	226,700,000	227,066,200	0.16%
2014	107,630,000	108,062,950	0.40%
2015	448,750,000	452,549,270	0.84%
2016	451,000,000	449,950,650	-0.23%
2017	27,925,600	27,925,600	0.00%
**2018	26,186,000	25,867,280	-1.23%
الإجمالي	4,539,501,600	4,545,487,540	0.13%

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التقرير الإحصائي السنوي لشركة السوق المالية السعودية (تداول) – عدة سنوات. يتضح من الجدول السابق رقم (3) الضعف الشديد في سوق الصكوك والسندات السعودي، حيث لا توجد فروق تُذكر بين القيمة الاسمية للصكوك والسندات المتداولة والقيمة السوقية لها، فقد بلغ متوسط هذا الفرق 0.13% فقط، وهو ما يعني أن المتداولون بهذا السوق لم يحققوا أي أرباح أو خسائر رأسمالية Capital Gain or losses تُذكر. وهو الأمر الذي يعكس إحجام مالكو هذه الصكوك عن بيعها أو الاتجار فيها، وتفضيل الاحتفاظ بها إلى تاريخ الاستحقاق (الإطفاء)، وذلك نظراً لانخفاض العوائد المترتبة على ذلك، وهو ما قمنا ببيانه سابقاً في انخفاض عدد الصفقات المنفذة بهذا السوق.

أما من حيث الإدراج في الأسواق العالمية بالنسبة للصكوك المصدرة دولياً، واعتماداً على بيانات مجمعة من قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك فقد صدر 43 إصداراً منذ بداية الإصدارات الدولية للصكوك بالمملكة في عام 2007 وحتى نهاية عام 2018، تم إدراج 37 إصداراً منهم في بورصات عالمية. ويوضح الجدول التالي، جدول رقم (4)، عدد الصكوك السعودية المصدرة والمدرجة في البورصات العالمية حسب ما إذا كانت مدرجة في سوق واحد أو أكثر.

جدول رقم (4) عدد الصكوك السعودية المدرجة في البورصات العالمية حسب نوع ومكان الإدراج للفترة من 2007 –

2018م

سوق الإدراج	العدد	البيان
13 إصداراً، مدرج في بورصة لندن (London Stock Exchange) 12 إصداراً، مدرجة في بورصة أيرلندا (Irish Stock Exchange) 1 إصداراً، في سوق دبي المالي العالمي (Dubai International Financial Centre -DIFC)	26	عدد الصكوك السعودية المدرجة في سوق واحد
9 إصدارات، مدرجة في ثلاث بورصات في نفس الوقت هي: بورصة لندن (London Stock Exchange)، بورصة ماليزيا (Bursa Malaysia)، بورصة ناسداك دبي (Nasdaq Dubai). 2 إصداراً، مدرج في كل من: بورصة لندن (London Stock Exchange)، بورصة ناسداك دبي (Nasdaq Dubai).	11	عدد الصكوك المدرجة في أكثر من سوق

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على بيانات مجمعة من قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك شاملة لصكوك البنك الإسلامي للتنمية.

من حيث قواعد إدراج الصكوك بالبورصات العالمية، نجد أن هذه القواعد لا تفرق بين الصكوك والسندات، فبورصة لندن، على سبيل المثال وعلى اعتبار أنها المستحوذة على العدد الأكبر من قيد الصكوك الدولية المصدرة بالمملكة العربية السعودية، وعلى حسب الموقع الإلكتروني لبورصة لندن تمر عملية إدراج الصكوك بمرحلتين، المرحلة الأولى: التسجيل والحصول على الموافقة من الوكالة البريطانية للإدراج (UK Listing Authority). أما المرحلة الثانية: فيتم فيها التقدم بطلب للموافقة على تداول الصكوك في بورصة لندن.

وعليه، فقد قمنا بمراجعة موقع الوكالة البريطانية للإدراج – والتي يمثل المرور عليها المرحلة الأولى في عملية الإدراج – حيث اتضح أن الوكالة تصنف الصكوك على أنها ضمن أدوات الدين (<https://marketsecurities.fca.org.uk>). أما طلب التداول في بورصة لندن – والتي تمثل المرحلة الثانية – فسنجد أن استمارة طلب التداول بالبورصة يشير وبوضوح إلى تصنيف الصكوك على أنها أدوات دين مثل السندات تماما، حيث أنه بمراجعة استمارة طلب التداول في بورصة لندن ([www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com))، يمكن التوصل لنتيجتين، الأولى: أن الاستمارة لم تميز الصكوك بتصنيف خاص كونها ورقة مالية ذات ضوابط مختلفة عن السندات (راجع السؤال رقم 22 بالاستمارة)، أما السؤال رقم 35 بالاستمارة وجد أن السؤال يتضمن وبشكل صريح تصنيف الصكوك ضمن أدوات الدين. راجع الاستمارة رقم 1 لطلب قبول تداول الأوراق المالية ببورصة لندن ( Form 1 Application for Admission of Securities to Trading ).

على جانب التداول، فإن حجم تداول الصكوك والسندات ببورصة لندن، على سبيل المثال، يُعد ضعيفا جدا إذا ما تم مقارنته بسوق الأسهم، حيث يمكن بيان ذلك بمراجعة النشرة الشهرية لبورصة لندن لعدة أشهر، ليتبين ذلك وبوضوح. ومن ذلك، وحسب التقرير الشهري لبورصة لندن لشهر ديسمبر 2019م، نجد أن قيمة متوسط التداول اليومي للأوراق المالية التي تمثل دينا (والتي يتم إدراج الصكوك من ضمنها كما بيّناه آنفا) بلغت 0.10 مليون جنيه إسترليني خلال عام 2019م، وذلك في مقابل متوسط تداول يومي للأسهم المقيدة في بورصة لندن يتجاوز 4 مليار جنيه إسترليني. وهو ما يشير إلى ضعف سوق الصكوك والسندات عالميا بالمقارنة بسوق الأسهم.



#### رابعاً: مناقشة التحديات والمعالجات المقترحة

عرضنا فيما سبق لأهم المؤشرات الخاصة بنشاط السوق الثانوي لإصدارات الصكوك بالمملكة، حيث أظهرت المؤشرات الضعف الشديد للسوق، وعدم نشاطه مقارنة بسوق الأسهم. وبالبحث يمكن حصر أهم التحديات المشتركة التي تواجه السوق الثانوي للصكوك بشكل عام دون تحديد سوق بعينه، وكانت كما يلي: (1) الضوابط الشرعية الحاكمة لتداول الصكوك بالسوق الثانوي، (2) تفضيل غالبية المستثمرين في الصكوك الاحتفاظ بما حتى تاريخ الإطفاء (الاسترداد)، (3) عدم إتاحة التداول لمستثمري التجزئة (Ulusoy & Ela, 2018, P 19-26). وفيما يلي مناقشة لهذه التحديات وإسقاط واقعها على السوق الثانوي للصكوك المصدرة بالمملكة، ومن ثم يمكن تقديم بعض المعالجات المقترحة

#### 1- الضوابط الشرعية الحاكمة لتداول الصكوك بالسوق الثانوي:

سبق التوضيح عند عرضنا لقواعد إدراج الصكوك بالمملكة عدم وجود نص على إلزامية أو أهمية المراجعة الشرعية للصكوك قبل الإدراج ومدى الجواز الشرعي لتداولها من عدمه، والضوابط الشرعية للتداول في حالة جوازه، كما أنه لا يوجد في أي لوائح أخرى لهيئة السوق المالية أو شركة تداول تؤكد على أهمية المراجعة الشرعية أو توضح للمتعاملين بسوق الأوراق المالية طبيعة التداول في الصكوك.

حيث تتعدد أنواع الصكوك وفق هيكلها الشرعية، ومن ثم هناك ما يجوز تداوله بشكل عام، وأخرى لا يجوز تداولها، وثالثة يجوز تداولها وفق شروط ونسب معينه وهكذا، ومن ثم يجب على هيئة السوق المالية بالمملكة اتخاذ ما يلزم نحو إحداث عملية التمييز الواجبة بين الصكوك والسندات، بداية من مرحلة وقواعد الإصدار، وكذلك في المرحلة التالية عند الإدراج والتداول، وذلك عبر تعيين هيئة رقابة شرعية مركزية، أو على الأقل إلزام الجهات المصدرة أو تلك التي ترغب في قيد وإدراج الصكوك الصادرة عنها ببيان الأحكام الشرعية لهذه الصكوك عبر هيئة شرعية معتمدة، وبيان ذلك لجمهور المتعاملين.

لكن، وبالرغم من عدم وجود هذا الإلزام من الناحية القانونية، إلا إن الواقع العملي يشير إلى وجود هيئات رقابة شرعية لكافة الإصدارات (ليتسنى تسويقها)، وكذلك وجود هيئات رقابة شرعية للمستثمرين في الصكوك من المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار، والتي يكون لها دورا كبيرا في إجازة أو عدم إجازة شراء وتداول صكوك من إصدار معين.

فقد نصت المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ضمن معيار الصكوك رقم (17) على ضوابط تداول الصكوك (الأيوبي، 2017، ص 479-482). فصكوك المشاركة والمضاربة والوكالة بالاستثمار تداولها جائز مع بدء النشاط مع مراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول، على أن يكون التداول بالقيمة السوقية. أما صكوك الإجارة فتداولها جائز بالقيمة السوقية مع أحكام معينة على حسب نوع عقد الإجارة ذاته. أما صكوك المدائنات (المراجحة، والسلم، والاستصناع) فلا يجوز تداولها إلى وفق وشروط محددة. (الجارحي، وأبو زيد، 2010، ص 20).

وفي ضوء أن غالب المستثمرين في الصكوك هم من المؤسسات المالية والصناديق الاستثمارية التي لديها هيئات شرعية تميز الشراء من عدمه، فإن ذلك قد يحد من التداول لكثير من الصكوك المصدرة محليا ودوليا إذا ما كانت هذه الهياكل الشرعية المستخدمة في هذه الإصدارات من النوع الذي لا يجوز تداوله في السوق الثانوي، وهو ما يلزم معه بيان الهياكل الشرعية التي تم استخدامها في إصدارات الصكوك بالمملكة، وتوزيعها بالنسب على الهياكل الشرعية المختلفة، وذلك لمعرفة هل الهياكل الشرعية المستخدمة في إصدارات الصكوك بالمملكة من النوع غير القابل للتداول بالسوق الثانوي أم لا؟ وهو ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (5) نسبة الهياكل الشرعية في إصدارات الصكوك المحلية بالمملكة (%)

المضاربة	الإجارة	الوكالة	الصكوك الهجينة	الهياكل الشرعية للإصدار
1.8%	4.8%	17.2%	76.2%	النسبة لإجمالي الهياكل الشرعية المستخدمة في الإصدارات المحلية
-	20.8%	43.4%	35.8%	النسبة لإجمالي الهياكل الشرعية المستخدمة في الإصدارات الدولية

المصدر: حساب نسبة الهياكل الشرعية للصكوك المصدرة بالمملكة العربية السعودية من إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات مجمعة من قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك شاملة للصكوك الصادرة عن البنك الإسلامي للتنمية للفترة من 2006 - 2018.

يلاحظ من الجدول السابق أن الهياكل الشرعية المستخدمة للصكوك المصدرة محليا بالمملكة العربية السعودية قد سيطرة عليها الصكوك الهجينة (المركبة) Hybrid Sukuk والتي تجمع بين شكلين أو أكثر من صيغ التمويل الإسلامي في هيكلها، مثل الجمع بين الاستصناع والإجارة، أو المراجحة والإجارة أو غير ذلك (IIFM, 2019, P 184)، بنسبة قدرها 76.2%، خلال الفترة من 2006-2018م، وقيمة قدرها 50.9 مليار دولار من إجمالي قيمة للإصدارات المحلية قدرها 111 مليار دولار. وبمراجعة قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك، تبين غلبة الصكوك الهجينة (المركبة) التي تجمع بين صيغتي التورق

المضاربة على إجمالي الصكوك الهجينة المصدرة محليا بالمملكة العربية السعودية، حيث تبنت الصكوك السيادية الصادرة عن حكومة المملكة هذه الهيكلية ليبلغ عدد الإصدارات 54 إصدارا بإجمالي قيم قدرها 28.7 مليار دولار، كما تبنتها كثير من إصدارات الشركات والمؤسسات المالية بالمملكة.

تجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن سبب نشأت هذه النوعية من الصكوك كنتيجة لعزوف كثير من المستثمرين عن صكوك المضاربة بسبب عدم إمكانية تصنيفها ائتمانيا من قبل جهات التصنيف نظرا لعدم جواز ضمان رأس المال من المضارب، ومن ثم عدم وجود عقد ائتماني يمكن تصنيفه، وهو ما دفع إلى اقتراح هذا الهيكل الهجين (المركب) بإضافة عقد مراجعة إلى العقد الأصلي المتمثل في عقد المضاربة، وهو ما يترتب عليه ثبات جزء من قيمة الإصدار في ذمة المصدر، وفي نفس الوقت تساوي مقدار الربح في عقد المضاربة مع رأس مال المضاربة عند موعد إطفاء الصكوك، وهو الأمر الذي يترتب عليه ضمان مخاطر عقد المضاربة (عيسى، والداود، 2018، ص 162-218).

على مستوى الصكوك الهجينة أيضا كان هناك إصدارين فقط وفق الصيغ الهجينة (المركبة) التي تجمع بين صيغتي الوكالة والتورق وذلك بإدخال عقد المراجعة إلى جانب عقد الوكالة بالاستثمار لضمان مخاطر عقد الوكالة بالاستثمار، والتي تتشابه إلى حد كبير مع مخاطر عقد المضاربة (IIFM, 2019, P 184)، ويتمثلان في إصدارين لهيئة الطيران المدني بقيمة قدرها 8 مليار دولار.

جاءت صكوك الوكالة بالاستثمار في المركز الثاني من حيث نسبة استخدام صيغة الوكالة بالاستثمار في الهياكل الشرعية للصكوك المصدرة محليا بالمملكة، وذلك بنسبة 17.2%، حيث بلغ مجموعها 10 إصدارات من أصل 99 إصدارا محليا خلال الفترة من 2006-2018م، وبقيمة قدرها 11.5 مليار دولار من إجمالي قيمة للإصدارات المحلية قدرها 111 مليار دولار.

جاءت صكوك الإجارة في المركز الثالث وبنسبة قليلة من حيث نسبة استخدام صيغة الإجارة في الهياكل الشرعية للصكوك المصدرة محليا بالمملكة، وذلك بنسبة 4.8%، حيث بلغ مجموعها 3 إصدارات فقط من أصل 99 إصدارا محليا خلال الفترة من 2006-2018م، وبقيمة قدرها 3.2 مليار دولار من إجمالي قيمة للإصدارات المحلية قدرها 111 مليار دولار.

فيما يتعلق بالهيكل الشرعية المستخدمة للصكوك المصدرة دولياً بالمملكة العربية السعودية يمكن من خلال الجدول السابق ملاحظة أن صكوك الوكالة بالاستثمار قد جاءت في المركز الأول من حيث نسبة استخدام صيغة الوكالة بالاستثمار في الهياكل الشرعية للصكوك المصدرة دولياً بالمملكة، وذلك بنسبة 43.4%، حيث بلغ مجموعها 21 إصداراً من أصل 43 إصداراً دولياً خلال الفترة من 2006-2018م، وقيمة قدرها 19.2 مليار دولار من إجمالي قيمة للإصدارات المحلية قدرها 44.4 مليار دولار. يعود ذلك بالأساس إلى تبني البنك الإسلامي للتنمية ومؤسساته المختلفة هيكل الوكالة بالاستثمار في إصدار الصكوك، ومراجعة قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك تبين أن كل الإصدارات الدولية للصكوك بالمملكة باستخدام هيكل الوكالة بالاستثمار، كانت لصكوك صادرة عن البنك الإسلامي للتنمية، مع استثناء وحيد لإصدار للبنك السعودي الفرنسي بقيمة 750 مليون دولار في مايو 2012م. حيث يتم تصنيف الصكوك الصادرة عن البنك الإسلامي للتنمية ضمن الصكوك المصدرة بالمملكة على الرغم من كونه بنكا تنموياً دولياً خاص بالدول الأعضاء في منظمة التعاون الإسلامي، وليس بنكا سعودياً خالصاً، وذلك لاعتبارات مكانية، في ضوء وجود المقر الرئيسي للبنك بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية.

كما هو الحال في الإصدارات المحلية بتفضيل الهياكل الهجينة (المركبة)، جاءت الصكوك الهجينة في المركز الثاني من حيث نسبة استخدام الهياكل الهجينة (المركبة) الهياكل الشرعية للصكوك المصدرة دولياً بالمملكة، وذلك بنسبة 35.8%، حيث بلغ مجموعها 13 إصداراً من أصل 43 إصداراً دولياً خلال الفترة من 2006-2018م، وقيمة قدرها 15.9 مليار دولار من إجمالي قيمة للإصدارات المحلية قدرها 44.4 مليار دولار. ومراجعة قاعدة بيانات Ideal Ratings للصكوك، تبين غلبة الهيكل المركب الذي يجمع بين صيغتي المضاربة والتورق، حيث جاء في المركز الأول من حيث القيمة ضمن الصكوك المركبة المصدرة دولياً بقيمة 11.9 مليار دولار تتمثل في 3 إصدارات دولية سيادية صادرة عن حكومة المملكة العربية السعودية بقيمة 11 مليار دولار، بالإضافة إلى إصدار دولي لشركة مجموعة بن لادن السعودية بقيمة 933 مليون دولار. أما الهيكل المركب الذي يجمع بين صيغتي الإجارة والتورق فقد احتل المركز الثاني ضمن الصكوك المركبة المصدرة دولياً بقيمة 2.9 مليار دولار، وجاء الهيكل المركب الذي يجمع بين صيغتي الوكالة

والتورق في المركز الثالث والأخير ضمن الصكوك المركبة المصدرة دوليا بقيمة مليار دولار، وهو عبارة عن إصدارين لصالح الشركة العربية للاستثمارات البترولية (إبيكوب).

احتلت صكوك الإجارة المركز الثالث والأخير من حيث نسبة استخدام صيغة الإجارة في الهياكل الشرعية للصكوك المصدرة دوليا بالمملكة، وذلك بنسبة 20.8%، حيث بلغ مجموعها 9 إصدارات من أصل 43 إصدارا دوليا خلال الفترة من 2006-2018م، وبقيمة قدرها 9.3 مليار دولار من إجمالي قيمة للإصدارات المحلية قدرها 44.4 مليار دولار. تمثلت هذه الإصدارات في 8 إصدارات للصكوك لصالح شركة الكهرباء السعودية، وبمراجعة نشرات الاكتتاب لهذه الإصدارات الثمانية تبين أن جميعها تتخذ نفس شكل الهيكل الشرعي للإصدار عن طريق عقود البيع مع إعادة الاستئجار Sale and leaseback مع الوعد بإعادة الأصول المباعة عن طريق إعادة الشراء من قبل المصدر في تاريخ الإطفاء.

بناء على التفصيل السابق يتبين أن غالب الصكوك المصدرة محليا ودوليا في المملكة العربية تعتمد على الهياكل الشرعية التالية: الصكوك المهجنة (المركبة) التي تجمع بين صيغتي التورق والمضاربة، الوكالة بالاستثمار، والإجارة. الأمر الذي يعني أن جميع هذه الصكوك جائزة التداول من الناحية الشرعية، وإن كان يوجد ضوابط لبعضها خاصة المركبة منها، حيث لم يكن للهياكل المعتمدة على عقود المدائيات (المراجحة، السلم، الاستصناع)، التي لا يجوز تداولها إلا بالقيمة الاسمية، وجودا يذكر ضمن إصدارات الصكوك بالمملكة. أي أن هذا التحدي أو العائق نرى بعدم وجوده عمليا بالنسبة للصكوك المصدرة بالمملكة ووفق الهياكل الشرعية المستخدمة خلال الفترة السابقة.

## 2- تفضيل غالبية المستثمرين الاحتفاظ بالصكوك حتى تاريخ الإطفاء (الاسترداد):

سبق الحديث في بداية هذا البحث عن تلك النظرة العامة السائدة بين المؤسسات المالية بشكل عام، وبالمملكة العربية السعودية بوجه خاص، والتي تنظر للصكوك على أنها ضمن أدوات الدين، مثلها مثل السندات، ومن ثم يتم التعامل مع الصكوك بعد الشراء من السوق الأولي خلال فترة الاكتتاب بنفس استراتيجية التعامل مع السندات وهي الاحتفاظ حتى تاريخ الاستحقاق (Hold to Maturity). وحيث يتمثل معظم المكتتبين في إصدارات الصكوك أو التداول عليها في السوق الثانوي عالمياً في المؤسسات المالية التي تهتم بالاستثمار طويل الأجل، وتطبق نفس الاستراتيجية (الاحتفاظ حتى تاريخ الاستحقاق)، فإن هذه المؤسسات المالكة للصكوك، لا تميل كثيراً لإجراء عمليات التداول عليها، عبر عمليات المضاربة، مثل الأسهم، وهو ما انعكس على ضعف التداول بالسوق الثانوي للصكوك (Aljazira Capital, 2014, P 3).

الأمر نفسه ينطبق على الوضع بالمملكة، حيث لا يوجد إلا تسعة صناديق استثمارية بنهاية عام 2019م من نوعية صناديق أدوات الدين وأسواق النقد التي تستثمر في الصكوك المحلية بالمملكة، والتي تقوم ضمن سياستها الاستثمارية بالاستثمار في الصكوك، وهو عدد قليل مقارنة بقيمة الإصدارات المحلية في السوق الأولي والتي تجاوزت قيمتها 250 مليار ريال.

كما يلاحظ من خلال مراجعة نشرات الاكتتاب لهذه الصناديق والتقارير السنوية لها، أنها تعتمد سياسة الاحتفاظ حتى تاريخ الاستحقاق بالنسبة لما تقوم بشرائه من صكوك، نظراً لاستقرار العائد الموزع من هذه الصكوك، وانخفاض المعروض منها، ولا تقوم ببيع ما لديها إلا في حالات قليلة وضمن حدود ضيقة. الأمر الذي يدفع إلى ضرورة البحث في تمييز الصكوك عن السندات، وذلك عبر بعض هياكلها التي تقترب من الأسهم مثل المشاركة والمضاربة، وإدراجها وفق هذا التمييز، ومن ثم سيتغير العائد عليها وفق توقعات العائد المستقبلية، وعمل التوعية المناسبة لذلك.

### 3- عدم إتاحة التداول لمستثمري التجزئة:

يرجع السبب في ضعف حجم التداول في السوق الثانوي للصكوك إلى سبب إضافي آخر وهو عدم إتاحة البيع الأولي للصكوك لمستثمري التجزئة (الأفراد). حيث لا يتاح البيع لمستثمري التجزئة بالمملكة العربية السعودية، كما هو الحال في كثير من الدول باستثناء ماليزيا ( Ulusoy & Ela, 2018, P 25-26).

إلا أنه تجدر الإشارة إلى تطور مهم في هذا السياق، حيث تم في إبريل 2019م، تخفيض القيمة الاسمية للصكوك من مليون ريال إلى ألف ريال للصكوك الواحد الصادر ضمن برنامج الصكوك السيادية السعودية. وفي الوقت ذاته أعلن مجلس إدارة هيئة السوق المالية السعودية بتاريخ 2019/04/23م عن إعادة هيكلة المقابل المالي للخدمات المقدمة في سوق الصكوك والسندات ابتداء من 9 يونيو 2019م، ضمن خطتها لتطوير سوق الصكوك والسندات. يضاف إلى ذلك، تأسيس صندوقين استثماريين في نهاية عام 2019م (صندوق سامبا للصكوك السيادية - فئة أ وفئة ب)، وهو ما قد يساهم في تطوير سوق الصكوك المحلي وتنويع قاعدة المستثمرين فيه، حيث أن أحد العوائق الرئيسية لدخول الأفراد لسوق الصكوك هو ارتفاع القيمة الاسمية للصكوك وقيمة الحد الأدنى للاكتتاب، حيث قد تعمل الثلاث خطوات السابق الإشارة إليها على تحسين درجة استفادة الأفراد وتواجدهم في سوق الصكوك، مما قد ينعكس على نشاطه مستقبلاً بحكم ميل الأفراد إلى عدم الاحتفاظ بالأوراق المالية التي لديهم لفترات طويلة، والقيام بعمليات المتاجرة عليها.

### خامساً: أهم النتائج والتوصيات

1. لا تفرق قواعد إدراج الصكوك في السوق الثانوي بالمملكة العربية السعودية - كما هو الحال في قواعد الطرح - بين الصكوك وبين السندات التقليدية، كما أنها تشير إلى الصكوك تحت مسمى "أدوات الدين" جمعاً مع السندات دون أي فصل أو تمييز بينهما. وهو ما يلزم معه التوصية بإحداث هذا التمييز اللازم لديهم نمو وتطور سوق الصكوك بالمملكة.
2. توصل البحث عبر تتبع المؤشرات إلى عدم نشاط السوق الثانوي للصكوك المصدره بالمملكة العربية السعودية سواء ما هو مقيد منها بالسوق المحلي "تداول"، أو ما هو مدرج منها بالأسواق الدولية مثل بورصة لندن.

3. بمراجعة أهم التحديات التي تواجه تنشيط السوق الثانوي للصكوك المصدرة بالمملكة، فقد تم مناقشة ثلاث تحديات أساسية، وهي: (أ) تحدي الضوابط الشرعية الحاكمة لتداول الصكوك بالسوق الثانوي، وقد تم تحليل الهياكل الشرعية المستخدمة في الصكوك المصدرة بالمملكة، وتم التوصل إلى نتيجة مفادها أن الهياكل الشرعية المستخدمة في إصدارات الصكوك بالمملكة من النوع الذي فيه إجازة التداول. (ب) تفضيل غالبية المستثمرين الاحتفاظ بالصكوك حتى تاريخ الإطفاء (الاسترداد)، وهو ما يتماشى مع نظرة المستثمرين في الصكوك من المؤسسات المالية على أنها مثل السندات، ومن ثم تطبق معها نفس استراتيجية الاستثمار، الأمر الذي يدفع إلى ضرورة البحث في تمييز الصكوك عن السندات، وذلك عبر بعض هياكلها التي تقترب من الأسهم مثل المشاركة والمضاربة، وإدراجها وفق هذا التمييز، ومن ثم تغير العائد عليها وفق توقعات العائد المستقبلية، وعمل التوعية المناسبة لذلك. (ج) عدم إتاحة التداول لمستثمري التجزئة بالمملكة، وقد تمت الإشارة إلى بعض الخطوات الرسمية مؤخرا التي قد تساهم في معالجة هذا التحدي.

#### **Findings and Recommendations:**

1. The rules for listing sukuk in the secondary market in the Kingdom of Saudi Arabia - as is the case in the offering rules - do not differentiate between sukuk and conventional bonds, as they refer to sukuk under the name "debt instruments" combined with bonds without any separation or discrimination between them. It is necessary to recommend making this distinction necessary to support the growth and development of the sukuk market in the Kingdom.
2. The research, through indicators, concluded that the secondary market sukuk was not active in the Kingdom of Saudi Arabia, whether it is listed by the local market "Tadawul", or what is listed on the international markets like the London Stock Exchange.
3. By reviewing the most important challenges facing the activation of the secondary market for sukuk issued in the Kingdom, three main challenges have been discussed, namely: (1) Challenging Shari'a controls governing the trading of sukuk in the secondary market, and the Shari'a structures used in the sukuk issued, and a conclusion has been reached that Shari'a structures used are among the types in which they are allowed to trade. (2) Most investors prefer to hold the sukuk until the date of redemption,



which is in line with the financial institutions strategies similar to bonds, and then apply the same investment strategy with sukuk, which drives the necessity of research in distinguishing the sukuk through its structures and explain how sukuk has some of equities characteristics such as Musharkah and Mudarabah. So, it is highly recommended to list sukuk according to this distinction and make the appropriate awareness for that. (3) The lack of trading availability for retail investors in the Kingdom, however there are some official steps recently that may contribute to addressing this challenge.

#### قائمة المراجع:

- 1- الجارحي، معبد وأبو زيد، عبد العظيم (2010): أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، والمنعقدة بجامعة الملك عبد العزيز بجدة بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، خلال الفترة 10-11 جمادى الآخرة 1431هـ الموافق 24-25 مايو 2010م.
- 2- الداود، ناصر بن عبد الرحمن (2018): صكوك الجمع بين المضاربة والمراجحة (التورق)، بحث مقدم إلى مؤتمر أيوفي السادس عشر للهيئات الشرعية، والمنعقد بمملكة البحرين في الفترة 8-9 إبريل 2018م.
- 3- شركة الجزيرة كابيتال للأسواق المالية التابعة لبنك الجزيرة (2018)، تقرير عن قطاع البنوك السعودية، ديسمبر 2018م.
- 4- شركة السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الإحصائي السنوي، عدة سنوات.
- 5- عيسى، موسى آدم (2018): صكوك الجمع بين المضاربة والمراجحة (التورق)، بحث مقدم إلى مؤتمر أيوفي السادس عشر للهيئات الشرعية، والمنعقد بمملكة البحرين في الفترة 8-9 إبريل 2018م.
- 6- غومة، حاتم الحبيب (2019): الجوانب التقنية لإدراج الصكوك في الأسواق المالية، بحث مقدم إلى مؤتمر أيوفي السابع عشر للهيئات الشرعية، مملكة البحرين، 2-3 شعبان 1441 هـ (الموافق 7-8 إبريل 2019م).
- 7- قاعدة بيانات **Ideal Ratings** للصكوك (<http://sukuk.idealratings.com>).
- 8- هيئة السوق المالية السعودية، قواعد الإدراج، 2017م. (<https://cma.org.sa>)

- 9- هيئة السوق المالية السعودية، قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة، 2018م.
- 10- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، 2017م.
- 11- يوسف، ابن عمر (2014): تقييم فعالية الصكوك المالية الإسلامية في أسواق الأوراق المالية: دراسة أثر إصدار الصكوك على المؤشرات العامة لأسواق الأوراق المالية في ماليزيا والبحرين والإمارات والسعودية - خلال الفترة 2001-2013، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-الجزائر.
- 12- Aljazira Capital (2014), **Sukuk: The Sharia Fixed Income Alternative Strategy**, September 2014.
- 13- <https://marketsecurities.fca.org.uk/>
- 14- London stock exchange, **secondary market factsheet**, December 2019
- 15- Naifar, Nader (2016), **Modeling dependence structure between stock market volatility and sukuk yields: A nonlinear study in the case of Saudi Arabia**, Borsa Istanbul Review, Vol. 16-3.
- 16- Schmidt, Hartmut (1977), **Advantages and disadvantages of an integrated market compared with a fragmented market**, Brussels-Luxembourg, 1977.
- 17- SIFMA (2019), **Capital Markets Fact Book**.
- 18- The International Islamic Financial Market (2019): **IIFM Annual Sukuk Report 2019**, July 2019.
- 19- Ulusoy, A. and Ela, M., (2018), **Secondary Market of Sukuk: An Overview**, International Journal of Islamic Economics and Finance Studies, Vol:4, Issue:2, July 2018.

**List of approved references :**

- 1/- Al-Jarhi, Maabad and Abu Zaid, Abdul-Azim (2010): **Markets of Islamic Sukuk and How to Raise It**, research presented to the Islamic Sukuk Workshop: presenting and rectification, held at King Abdulaziz University in Jeddah in cooperation with the Islamic Fiqh Academy and the Islamic Research and Training Institute, during the period 10- 11 Jumada al-Akhirah 1431 AH, 24-25 May 2010.
- 2/- Al-Dawud, Nasser bin Abdul-Rahman (2018): **Combining AlMudarabah and AlMurabaha Sukuk**, research presented to the Sixteenth AAOIFI Conference of Shariah Bodies, held in the Kingdom of Bahrain in the period from 8-9 April 2018.
- 3/- Al-Jazira Capital for Financial Markets, Al-Jazira Bank (2018), **Saudi banking sector**, December 2018.
- 4/- The Saudi Stock Exchange Company (Tadawul), **Annual statistical report**, several years.
- 5/- Isa, Musa Adam (2018): **Combining AlMudarabah and AlMurabaha Sukuk**, research presented to the Sixteenth AAIFO Conference of Shariah Bodies, held in the Kingdom of Bahrain in the period from 8-9 April 2018.
- 6/- Ghoma, Hatem Al-Habib (2019): **The technical aspects of listing Sukuk in the financial markets**, research presented to the seventeenth AAOIFI conference for Sharia bodies, held in the Kingdom of Bahrain in the period from 7-8 April 2019.
- 7/- Ideal Ratings Sukuk Database (<http://sukuk.idealratings.com/>).
- 8/- The Saudi Capital Market Authority, listing rules, 2017. (<https://cma.org.sa/>)
- 10/- The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), **Sharia Standards**, 2017.
- 11/- Youssef, Ibn Omar (2014): **Evaluating the effectiveness of Islamic financial instruments in stock markets: a study of the effect of issuing sukuk on general indicators of stock markets in Malaysia, Bahrain, the Emirates, and Saudi Arabia - during the period 2001-2013**, Master Thesis, College of Economic Sciences and The management, Kassadi Merbah University - Ouargla - Algeria.