An Analytical Review of the Extent of Shari'ah Compliance in Sukuk Structuring through AAOIFI Standard No. 17 under the Saudi Regulatory Framework

Yahya Abdullah Ahmed Qatran
PhD Candidate, Institute of Islamic Banking and Finance (IIiBF) International Islamic University Malaysia (IIUM)
yehyaqtran@gmail.com

Associate Prof. Abdulmajid Obaid Hasan Saleh
Associate Professor, Institute of Islamic Banking and Finance (IIiBF), International Islamic University Malaysia (IIUM), Malaysia.
emailalamri@iium.edu.my

Received: 23/10/2025 Accepted: 4/12/2025 Published: 30/6/2026

Abstract

Islamic sukuk are crucial instruments in Islamic finance, helping diversify capital sources. However, they still face challenges regarding Sharia compliance and alignment with regulatory frameworks. This study aims to analyze the Sharia compliance in sukuk structuring based on AAOIFI Standard No. 17 and compare it with the regulatory framework in Saudi Arabia. Using a comparative analytical approach, the study reviews relevant literature, analyzes regulatory texts, and compares their application in the Saudi market. The findings reveal that there are commonalities between the AAOIFI standard and the regulations governing sukuk in Saudi Arabia, such as the real ownership of assets and the need for ongoing Sharia supervision throughout the sukuk process. However, there are gaps in procedures related to trading aspects and other elements. Based on these results, the study recommends the swift development of a specific law or regulation that clearly outlines the issuance stages and creates monitoring mechanisms that evolve with sukuk developments. This would improve transparency and enhance trust among sukuk investors in the Saudi market. Additionally, the study suggests creating mandatory guides and application manuals, including standardized templates for Sharia audit reports, post-issuance disclosure requirements, and mechanisms for handling deviations.

Keywords: Sharia compliance, Sukuk Structuring,Islamic Sukuk, AAOIFI Standard No. (17), Saudi Regulatory Framework.

قراءة تحليلية في مدى التوافق الشرعي في هيكلة الصكوك من خلال معيار الأيوفي رقم (١٧) في ظل الاطار التنظيمي السعودي

يحيى عبد الله قطران
الجامعة الإسلامية العالمية ماليزيا– المعهدالدولي للصيرفة الإسلامية

الأستاذ المشارك عبد المجيد عبيد حسن صالح
الجامعة الإسلامية العالمية ماليزيا– المعهدالدولي للصيرفة الإسلامية

المستخلص

تُعدّ الصكوك الإسلامية من أبرز أدوات التمويل في الصناعة المالية الإسلامية، حيث أسهمت في إيجاد حلول مبتكرة لتنويع مصادر رأس المال، إلا أنها ما تزال تواجه تحديات تتعلّق بالجوانب الشرعية ومدى توافقها مع الأطر التنظيمية. ومن هذا المنطلق، هدف البحث إلى تقديم قراءة تحليلية لمدى التوافق الشرعي في هيكلة الصكوك، بالاستناد إلى معيار الأيوفي رقم (١٧)، ومقارنة ذلك بالإطار التنظيمي والتشريعي المعمول به في المملكة العربية السعودية. اعتمد البحث على المنهج التحليلي المقارن من خلال مراجعة الأدبيات ذات الصلة، وتحليل النصوص المعيارية، ومقارنة تطبيقاتها في السوق السعودية. وقد أظهرت النتائج وجود نقاط التقاء بين معيار الأيوفي والأنظمة والإرشادات المحلية المنظمة لعمل الصكوك في المملكة، لا سيما في ما يتعلق بشرط الملكية الحقيقية للأصول، واشتراط الرقابة الشرعية المستمرة خلال مختلف مراحل إصدار الصكوك. إلا أن البحث كشف في المقابل عن وجود بعض الفجوات، خصوصًا في الجوانب الإجرائية المتعلقة بالتداول، ومتطلبات الإفصاح، وآليات التحقق من الامتثال الشرعي. وبناءً على ما سبق، أوصى البحث بضرورة الإسراع في إعداد لوائح أو إصدار قانون خاص بالصكوك يكون أكثر وضوحًا وتفصيلًا، بحيث يُغطي جميع مراحل الإصدار ، ويتضمن آليات رقابة تتواكب مع التطورات المتسارعة في سوق الصكوك. كما أوصت بوضع

لائحة عمل ودلائل تطبيقية مُلزِمة، تتضمن قوالب موحّدة لتقارير المراجعة الشرعية، ومتطلبات الإفصاح بعد الإصدار، وآليات واضحة لمعالجة حالات الانحراف، بما يُسهم في رفع مستوى الشفافية، وتعزيز الثقة لدى المتعاملين في السوق السعودي.

الكلمات المفتاحية : التوافق الشرعي، هيكلة الصكوك، الصكوك الإسلامية، معيار الأيوفي رقم (١٧)، الإطار التنظيمي السعودي.

١-المقدمة

حظيت الصناعة المالية الإسلامية باهتمام متزايد في الآونة الأخيرة من قِبل عدد من الاقتصاديين والجهات الحكومية، في سياق السعي نحو إيجاد بدائل فعالة تُسهم في تعزيز الاستقرار داخل الأسواق المالية. وقد برز التمويل الإسلامي كأحد القطاعات الأسرع نموًا ضمن منظومة التمويل العالمية، حيث ظهر منتج الصكوك الإسلامية كخيار تمويلي بديل، نظرًا لتعدد وتنوع صيغ وهياكل إصدارها، الأمر الذي يجعلها قادرة على تلبية احتياجات الشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة من آليات التصكيك الإسلامي كأداة تمويلية مرنة وفعّالة.

وتُعد الصكوك في الوقت الحاضر من أهم أدوات التمويل، إذ تُساهم في تلبية العديد من الحاجات التمويلية للمشروعات الضخمة التي تنفذها الدول لتحقيق النفع العام، مثل: بناء المستشفيات، والطرق، والجسور، والمطارات، وغيرها من المرافق العامة التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة. ورغم ما حققته الصكوك من نجاحات ملحوظة على المستويين العالمي والمحلي في الدول التي تبنّت هذا المنتج، إلا أن المخاوف من المخالفات الشرعية ما تزال حاضرة في جميع مراحلها، سواء في مرحلة الإصدار والاكتتاب، أو في مرحلة الإدارة والتشغيل، أو عند الإطفاء. ومن المعروف أن صكوك الاستثمار يجب أن تُطفأ في نهاية مدتها، ويتعين أن تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في جميع مراحلها، حتى تظل متميزة عن السندات الربوية.

وقد شهدت سوق الصكوك الإسلامية نموًا ملحوظًا، إذ أضافت قيمة حقيقية للأسواق المالية، سواء على المستوى العالمي أو في الأسواق المحلية الإسلامية على وجه. وفي هذا السياق، جعلت المملكة العربية السعودية، ضمن رؤية ٢٠٣٠، من منتج الصكوك أحد الأدوات التمويلية الأساسية في المنظومة الاقتصادية، مما أسهم في تعزيز الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتمويل المشروعات الاستراتيجية، وتنويع مصادر الدخل، وتقليل الاعتماد على النفط. كما أصبح التمويل الإسلامي ركيزة مهمة لتحقيق التنمية المستدامة، بفضل ارتباطه بالاقتصاد الحقيقي، واعتماده على مبدأ تقاسم المخاطر، ودوره في توسيع الشمول المالي ودمج الفئات غير المشمولة بالخدمات المصرفية التقليدية، مما يعزز التنمية الاقتصادية الشاملة والمستدامة.

ومع ذلك، يُلاحظ أن المملكة العربية السعودية لم تُخصص قانونًا أو معيارًا خاصًا بصكوك الاستثمار، بل اكتفت بإدراجها ضمن إطار الأوراق المالية، وهو ما يستدعي وجود إطار تنظيمي واضح يحدد القواعد التي تضبط مراحل الصكوك من الإصدار، إلى التداول، ثم الإطفاء.

لذا، تبرز الحاجة الملحة إلى إصدار معيار خاص بالصكوك في المملكة، كخطوة استراتيجية تهدف إلى تنظيم عمليات إصدارها وضبط هياكلها وفق معايير شرعية وقانونية موحدة، بما يعزز الثقة ويقلل من التباين في التطبيق، ويواكب التطورات العالمية، مع تحقيق المواءمة مع توجهات الجهات التنظيمية، مثل البنك المركزي وهيئة السوق المالية. كما من المهم الاستفادة من المعايير الشرعية المخصصة للصكوك، كمعيار الأيوفي رقم (١٧)، والمسودة الأخيرة للمعيار رقم (٦٢)، إلى جانب الاطلاع على تجارب الدول الرائدة في هذا المجال، مثل ماليزيا وغيرها.

ومن خلال هذا البحث ، يسعى الباحثان إلى تقديم تحليل معمق لمدى التزام هياكل صكوك الاستثمار في المملكة العربية السعودية بالضوابط الشرعية، استنادًا إلى معيار هيئة المحاسبة والمراجعة (الأيوفي) رقم (١٧)، مع دراسة الإطار التنظيمي السعودي ومدى انسجامه مع هذه المعايير، سعيًا لتحقيق التوازن بين المتطلبات الشرعية والتنظيمية، وصولًا إلى وضع أساس قانوني أو معياري ينظم عمل الصكوك داخل المملكة.

٢-**مشكلة البحث:** رغم التقدم الملحوظ الذي شهدته سوق الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية خلال السنوات الأخيرة، باعتبارها أداة تمويلية متوافقة مع الشريعة، إلا أن المتتبع للإطار التنظيمي يلاحظ غياب قانون خاص ينظم هذا النوع من

الأدوات التمويلية بشكل شامل. حيث تقتصر الجهود التنظيمية حتى الآن على بعض الإرشادات الصادرة عن وزارة المالية ضمن برنامج الصكوك، دون وجود تشريع ملزم ومفصل.

هذا الواقع يفتح المجال لوجود تفاوت في مدى التزام المؤسسات المالية الإسلامية في المملكة بمعايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوفي)، وتحديدًا المعيار رقم (١٧) ومسودته رقم (٦٢)، مما قد يؤدي إلى ظهور فجوات في التطبيق العملي. هذه الفجوات قد تفضي إلى ممارسات لا تتوافق تمامًا مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، سواء في مرحلة الاكتتاب، أو التداول، أو الإطفاء.

ومن هنا تنطلق مشكلة البحث، التي تسعى للإجابة عن السؤال الجوهري التالي: ما مدى توافق هيكلة الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وفقًا لمعيار الأيوفي رقم (١٧) ومسودته رقم (٦٢)، في ظل الإطار التنظيمي القائم؟ وما هي الفجوات والإشكالات التي قد تؤثر على سلامة تطبيق هذه الصكوك؟

٣-أهداف البحث:

يسعى البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف كما يلي:

أ. الكشف عن مدى توافق هيكلة الصكوك الإسلامية في المملكة العربية السعودية مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وفقا لمعيار الأيوفي رقم ١٧ ومسودته رقم ٦٢ في ظل الإطار التنظيمي.

ب. الكشف عن مدى وجود الفجوات والإشكالات التي تؤثر على عملية الصكوك.

٤-أهمية البحث :

تكمن أهمية هذا البحث في تناوله للصكوك الإسلامية، التي تُعد من أبرز الأدوات المالية التي حظيت بقبول واسع على المستوى العالمي، لما تتميز به من مزايا وخصائص جذبت اهتمام أصحاب رؤوس الأموال ومديري الشركات نحو الاستثمار فيها. وتزداد هذه الأهمية في سياق المملكة العربية السعودية، التي تتبنى رؤية استراتيجية طموحة ضمن "رؤية المملكة ٢٠٣٠"، والتي تركز على تعزيز التقنية المالية والتطوير المالي من خلال مسارات متعددة تهدف إلى دعم القطاع المالي وزيادة مساهمته في الاقتصاد الوطني. وفي ضوء الدور المتنامي لهيئة السوق المالية والبنك المركزي السعودي، شهدت المملكة توسعًا ملحوظًا في مجالات التجارة الإلكترونية، وفتح آفاق جديدة عبر منصات التمويل الجماعي، إضافة إلى تبني مفهوم التمويل المستدام من خلال أدوات الهندسة المالية، وعلى رأسها صكوك الاستثمار. ومن هذا المنطلق، برزت الحاجة لدراسة هذه الأداة المالية بشكل معمق، خاصة مع ما لاحظناه من إقبال واسع من الجمهور على المشاركة في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، دعمًا للاقتصاد الكلي وتعزيزًا لمسيرة التنمية. جاء هذا البحث كمحاولة لفهم الأطر المختلفة التي تحيط بصكوك الاستثمار، سواء كانت تنظيمية أو قانونية أو شرعية، ومدى توافقها مع المعايير المتخصصة. ومن المتوقع أن تستفيد من نتائج هذا البحث كل من البنوك والمصارف الإسلامية، وكذلك منصات التمويل الجماعي، حيث يسلط البحث الضوء على الاحتياجات الفعلية للأفراد والمؤسسات العاملة في هذا القطاع، بما يساعد على بناء رؤية واضحة للمرحلة المقبلة، وتحديد جوانب القصور أو المخالفات – سواء كانت نظامية أو شرعية أو قانونية – ومعالجتها بما يسهم في تعزيز بيئة مالية سليمة ومستدامة.

٥-مصطلحات البحث:

١-٥ هيكلة الصكوك: تشير هيكلة الصكوك إلى تصميم شامل ومتكامل للإطار القانوني والتنظيمي والشرعي الذي يستند إليه إصدار الصكوك، بحيث يُراعى فيه توافق العملية مع المعايير الشرعية والأنظمة القانونية ذات الصلة. وتتضمن هذه الهيكلة دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع أو الأصول المراد تمويلها، إلى جانب تحديد العلاقة التعاقدية بين جميع الأطراف المشاركة((قندوز، ٢٠٢٢، ص ٢٨)

٢-٥ **التوافق الشرعي:** يقصد بالتوافق الشرعي مدى التزام أنشطة التمويل والاستثمار بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث تُنفذ العمليات وفق ضوابط شرعية دقيقة، وتخضع للمراجعة الدورية من قِبل هيئة شرعية مستقلة تضمن استمرارية هذا الالتزام ومطابقته لمبادئ الشريعة في جميع المراحل(تمويل سوق، ٢٠٢٥).

٣-٥ **معيار الأيوفي رقم ١٧:** يعد من أبرز معايير الاستثمار التي أصدرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، لما له من دور محوري في إرساء إطار تشريعي متوازن يراعي خصوصية السوق المالية الإسلامية من جهة، ويُحافظ على الالتزام بأحكام الشريعة من جهة أخرى. كما يُسهم هذا المعيار في تنظيم العلاقات بين الأطراف المتعاقدة بطريقة تضمن العدالة والشفافية، مما يجعله مرجعًا مهمًا في تصميم أدوات التمويل الإسلامي التي تلبي احتياجات الأفراد والشركات والقطاعات المختلفة.

٦- منهجية البحث:

سيعتمد البحث على المنهج التحليلي المقارن، من خلال مراجعة الأدبيات ذات الصلة، وتحليل النصوص المعيارية، ومقارنة تطبيقاتها في السوق السعودية. حيث سيتم مقارنة المعايير الدولية للصكوك مثل "الأيوفي ١٧" و"مسودة ٦٢" مع التشريعات المحلية في السعودية. الهدف هو فهم الفجوات بين هذه المعايير وكيفية تأثيرها على السوق السعودي، مع دراسة دور الهيئات التنظيمية مثل البنك المركزي السعودي وهيئة السوق المالية في ضمان توافق الصكوك مع الشريعة الإسلامية.

٦-١ الدراسات السابقة:

هدفت دراسة **النجار وعثمان (٢٠١٩)** للكشف عن الجانب القانوني والتنظيمي ومقارنته بالجانب الماليزي والاماراتي، واستعراض اهم الإشكالات والتحديات التي تواجه المملكة، واعتمدت الدارسة على المنهج الوصفي المقارن، وتوصلت الدراسة الى أن المملكة لاتمتلك أي معايير أو قوانين حاكمة تنظم أعمال الصكوك في المملكة، أيضا غياب الحوكمة الشرعية، كما أكدت الدراسة على ضرورة إيجاد قانون ينظم عمل الصكوك بالمملكة.

هدفت دراسة **شالور (٢٠٢٠)** لبيان أثر تبنّي معايير المحاسبة الإسلامية لأيوفي في الأداء المالي للمصارف الإسلامية، عبر مقارنة بيانات ٢٠١٠–٢٠١٩ لثمانية بنوك أردنية وستة سودانية. باستخدام نماذج لوحات انحدار، تبيّن أنّ ارتفاع مستوى الامتثال المعياري يرتبط مع نموٍّ دالّ في الربحية (ROA, ROE)، وكان الأثر أقوى في السودان حيث التطبيق إلزامي، بينما انعكس الامتثال في الأردن أساساً على مؤشرات السيولة والاستقرار. خلصت الباحثة إلى أنّ توحيد اعتماد معايير أيوفي يعزّز الشفافية ويقوّي الميزة التنافسية للمصارف الإسلامية، وأوصت بمواءمة التشريعات العربية وتكثيف برامج التدريب لضمان تطبيق مهني متسق.

دراسة **الشيخي (٢٠٢١)** تضمنت البحث في الجوانب التنظيمية لإصدار صكوك التمويل في السوق المالية السعودية والدافع عدم وجود إطار قانوني ينظم عمل هيكلة الصكوك وغياب الأطر التنظيمية للصكوك ، ولتحقيق ذلك أتت هذه الدراسة لتحقيقة، واتبع الباحث المنهج التحليلي حيث عمل على تحليل بنود ونصوص القانون المتعلقة بالاوراق المالية في النظام السعودي لغرض تقييم الإجراءات التنظيمية للأوراق المالية كون الصكوك مندرجة تحتها، وكشفت الدراسة عن عدم وجود تشريع خاص بشأن الصكوك على المستوى المحلي أو الدولي للملكة. بالإضافة إلى عدم وجود الزام في العقود للالتزام بما جائت به الشريعة الإسلامية ، وقد أوصت الدراسة المشرع السعودي بضرورة وجود نظام أو قانون للصكوك ينظم أعماله بجميع مراحله ، داخليا وخارجيا مع ضرورة موافقة عقود الصكوك للشريعة الإسلامية.

جاءت دراسة **زيادة (٢٠٢٣)** للكشف عن الدور الفعلي لصكوك الاستثمار بغرض توفير التمويل للجامعات الحكومية السعودية، واعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي لوصف تصورات المبحوثين حول الصكوك الإسلامية. استخدم الباحث مجموعة من الأساليب الإحصائية. توصلت الدارسة الى أن الصكوك تعد خيار استراتيجي وبديل مناسب لتمويل توسعات الجامعات السعودية بدلا من الاعتماد على الحكومة في التمويل وتغطية نفقاتها، وقد أوصت الدارسة بضرورة تبني الصكوك كبديل للتمويل الجامعي.

هدفت دراسة **جناد (٢٠٢٣)** للكشف عن أثر تطبيق المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في محاولة لحل مشكلة ضعف التميّز التنافسي للمصارف الإسلامية الجزائرية في ظل تفاوت مستويات الالتزام بمعايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوفي)، إذ تساءلت الباحثة عن مدى إسهام التطبيق الفعلي لهذه المعايير في تكوين ميزة تنافسية ملموسة. ولتحقيق هذا الهدف، اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي مدعوماً ببحثٍ ميداني؛ حيث وُزِّع استبيان شبه مُقنَّن على عيّنة مكوّنة من ٨٠ متعاملاً مع مصرفَي «السلام» و«البركة». أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة إيجابية قوية بين درجة الالتزام بمعايير أيوفي ومستوى ثقة العملاء، وانعكاس ذلك على تحسين صورة المصرف وتعزيز قدرته التنافسية. وأوصت الدراسة بضرورة تعميم تطبيق المعايير الشرعية بصرامة، مع تكثيف برامج التوعية الداخلية والخارجية لضمان استدامة الأثر.

من خلال مراجعة هذه الدراسات السابقة، يتضح لنا حجم الجهود المبذولة لفهم الإطار القانوني والتنظيمي لصكوك الاستثمار، وكذلك أثر تطبيق المعايير الشرعية في تعزيز أداء المؤسسات المالية الإسلامية. رغم اختلاف موضوعات هذه الدراسات، إلا أنها تتقاطع في نقطة أساسية: الحاجة الماسة إلى وجود نظام متكامل وواضح ينظم سوق الصكوك، مع التركيز على الالتزام الفعلي بالمعايير الشرعية وليس فقط الامتثال الاسمي. كما تؤكد هذه الدراسات على أهمية الشفافية والحوكمة كأساس لرفع ثقة المستثمرين وتحسين الأداء التنافسي، سواء على المستوى الوطني أو الإقليمي. كما أن التحديات التي أشاروا إليها، مثل غياب التشريعات المنظمة، وعدم وجود حوكمة شرعية صارمة، تشكل نقاط ضعف واضحة يجب معالجتها في المستقبل. إضافة لذلك، نرى من بعض الدراسات أن تطبيق المعايير بشكل موحد ومتسق يمكن أن يكون له تأثير إيجابي ملموس على الربحية والثقة في المؤسسات المالية الإسلامية. من هنا، يبرز جليًا أن البحث الحالي يأتي ليكمل هذه الصورة، مستهدفًا سد الفجوات العملية وطرح حلول قابلة للتنفيذ بما يتناسب مع خصوصية السوق السعودي.

٧-الإطار النظري والشرعي لهيكلة الصكوك الاستثمارية في ضوء معيار الأيوفي رقم (١٧)

٧-١ مقدمة عن معيار الأيوفي رقم ١٧

يُعدّ معيار صكوك الاستثمار رقم (١٧)، الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (أيوفي)، من أهم المعايير الشرعية التي أصدرتها الهيئة، كونه يشكّل إطارًا تشريعيًا متكاملًا يوازن بين احتياجات سوق المالية الإسلامية، وبين ضرورة فرض الامتثال لأحكام الشريعة الإسلامية. كما يسهم هذا المعيار في تنظيم العلاقة وتحقيق العدالة بين جميع أطراف هذا المنتج؛ كونه يمثّل وسيلة تمويلية مشروعة ومتنوعة تخدم مختلف الجهات ذات المصالح المشتركة، سواء كانوا أفرادًا أو شركات أو قطاعات خاصة، فضلًا عن دوره في خدمة الاقتصاد الكلي بشكل عام.

ومن هنا جاءت الحاجة إلى دراسة مضمون هذا المعيار، بهدف تسليط الضوء على أبرز ما ورد فيه من مفاهيم وتعريفات، وأنواع الصكوك، والضوابط الشرعية المتعلقة بها، وبيان ما يجوز وما لا يجوز منها، إضافة إلى ضوابط الإصدار والتداول، وكذلك الإطفاء. ثم مقارنته بالتعديلات التي طُرحت في مسودة المعيار رقم (٦٢) لفهم أهم التحولات التي طرأت عليه.

٧-٢ نطاق المعيار :

يشمل معيار الأيوفي صكوك الاستثمار بأنواعها المتعددة مثل صكوك ملكية الأعيان والمنافع والخدمات وصكوك السلم والاستصناع والمرابحة والمشاركة والمزارعة والمساقاة والمغارسة. بينما يستثني المعيار صراحةً أسهم الشركات ووحدات الصناديق والمحافظ الاستثمارية

٧-٢-١ تعريف صكوك الاستثمار: ويُعرف بأنه: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله"(AAOIFI, 2017, p. 363) .

٢-٢-٧ خصائص صكوك الاستثمار:

أوضح المعيار مجموعة من الخصائص المهمة لصكوك الاستثمار، من أهمها: أنها تصدر باسم مالكها بفئات متساوية القيمة لغرض اثبات الحقوق والالتزامات، كما أنها تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات المعدة للاستمار. بالإضافة إلى أنها تصدر متوافقة مع أحكام الشريعة لكي تنظم جميع مراحلها، ويكون حملة الصكوك مشاركون في غنمها وغرمها كلا بحسب حصته مع مراعاة ما ورد في نشرة الإصدار.

٣-٢-٧ الأحكام والضوابط لإصدار واسترداد الصكوك :

تتمتع صكوك الاستثمار بمجموعة من الاحكام والضوابط من أهمها موافقتها للشريعة الإسلامية، حيث تصدر نشرة تسمى نشرة الإصدار تبين فيه جميع البيانات المطلوبة المتعلقة بالعقد وبيان الحقوق والواجبات على جميع الأطراف، كما أنه لايجوز ضمان رأس المال أو ضمان العائد ، ويستثنى الضمان إذا كان طرفا ثالثا مستقل وفق الضوابط الشرعية، وتتميز بإمكانية إصدارها لاجآل قصيرة أو متوسطة أو طويلة الاجل، كما أنه يجوز تداول الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب وبدء النشاط، شريطة أن تكون ملكية حقيقية أعيان أو منافع وخدمات، بخلاف صكوك السلم والمرابحة فلا يجوز تداولها بعد تسليم البضاعه، كم أنه لايجوز التعهد بشراء قيمة الصكوك بالقيمة الأسمية لا بالقيمة السوقية فإنه يجو. (AAOIFI, 2017, p. 366)

٣-٧ معيار الأيوفي رقم (١٧) ومسودة المعيار رقم (٦٢):

عند الحديث عن مسودة المعيار رقم ٦٢، نلاحظ أنها قد توسعت في طرح عدد من الإجراءات والتفصيلات التي لم تكن حاضرة في المعيار السابق رقم ١٧. ولا يُعد هذا نقصًا في المعيار ١٧، فقد صدر في عام ٢٠٠٣، في وقت كانت فيه صكوك الاستثمار لا تزال في مراحلها الأولى، ولم تبلغ من التعقيد والانتشار ما وصلت إليه اليوم. ومع تطور هذا المنتج المالي، بدأت تظهر تحديات جديدة، سواء كانت شرعية أو قانونية أو تنظيمية، مما أوجد حاجة ملحّة لمراجعة المنظومة القائمة وتحديثها بما يتناسب مع الواقع الحالي واحتياجات السوق. ومن هنا، جاءت مسودة المعيار ٦٢ كمحاولة لتجاوز هذه الفجوات، ومعالجة الإشكالات المستجدة. ولمزيد من الوضوح، يمكن إجراء مقارنة بين المعيارين ١٧ و٦٢، وذلك لفهم التحولات الجوهرية التي حملتها المسودة الجديدة، ومدى استجابتها للتطورات المتسارعة التي يشهدها سوق الصكوك اليوم.

ولغرض المقارنة تم تقسيم محاور المقارنة على جوانب عدة تبين الفروقات الجوهرية بين معيار الأيوفي رقم (١٧) ومسودة معيار الأيوفي رقم (٦٢) بشأن صكوك الاستثمار كما هو موضح في الجدول رقم ١.

جدول (١): يوضح مقارنة بين معيار صكوك الاستثمار(١٧) ومسودة المعيار رقم (٦٢)

الجانب	معيار الأيوفي رقم(17)	مسودة معيار الصكوك (٦٢)
الإطار العام	معيار شرعي نهائي يحدد أنواع صكوك الاستثمار دون توسع في قضايا الحوكمة والمخاطر.	توسع في إدارة المخاطر، الحوكمة، وتنظيم إدراج الصكوك، مع إضافة أنواع حديثة ومتطلبات تنظيمية دقيقة.
أنواع الصكوك	الإيجارة، السلم، الاستصناع، المرابحة، المشاركة، المضاربة، المزارعة، المساقاة، المغارسة.	تشمل نفس الأنواع مع إضافة صكوك رأس المال (Tier 1) و(Tier 2)، الصكوك المركبة، الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم، وصيغ جديدة مختلطة.
إدارة المخاطر	تناول مبدأ الغنم والغرم كمبدأ عام مع عدم التفصيل.	تحليل دقيق لمخاطر الملكية، مخاطر الائتمان، مخاطر السوق، ومخاطر السيولة، مع اقتراح أدوات تحوط شرعية مثل عقود التحوط الإسلامي.
حساب الاحتياطي	غير منصوص عليه.	منصوص عليه تفصيليًا: أنواع الاحتياطي (عائد موزع، رأس مال)، آليات إدارة الحساب، أولوية التوزيع والتغطية.
الأصول الأساسية	يشترط ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، مع ذكر عام لاستبعاد الأصول المحرمة.	تعريف دقيق للأصول الأساسية المقبولة، استبعاد مفصل للأصول غير الشرعية (مثل المشروعات المحرمة)، تنظيم ملكية الأسهم والديون وفق ضوابط مفصلة.
تعهدات الطرف الثالث	ذكر جوازي دون تفصيل في النشرات.	تفصيل كامل لأشكال التعهدات: التعهد بالشراء، التعهد بالتعويض، التعهد بالاستبدال، مع تحديد الشروط الشرعية لكل منها.
حوكمة الشريعة	النص على وجود هيئة شرعية دون تحديد اختصاصات دقيقة.	تحديد مهام الهيئة الشرعية: إصدار الفتوى، المراجعة الدورية، إعداد تقرير شرعي، مسؤولية متابعة التنفيذ، إلزام بإصدار وثيقة الفتوى الرسمية.

التداول والإدراج	ضوابط عامة لتداول الصكوك حسب طبيعتها (ملكية أعيان، ديون...) دون ذكر للأسواق.	تنظيم خاص بإدراج الصكوك في الأسواق المالية، شروط الإدراج، تنظيم آليات الإطفاء والاسترداد، تحديد شروط التعهد بالشراء بعد الإدراج.
الإفصاح ونشرة الإصدار	إشارات عامة بوجوب الإفصاح عن شروط العقد ومحتوى نشرة الإصدار.	إلزام بإفصاحات تفصيلية: تحديد العقد الشرعي، تفاصيل الأصول، حقوق حملة الصكوك، مسؤوليات الأطراف ذات العلاقة، آليات حل النزاعات.
مدة الصكوك	يتيح إصدارها لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة.	نفس الأحكام مع إضافة تنظيم خاص بالصكوك الدائمة وصكوك رأس المال التي لا تحدد مدتها ابتداءً.

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على بنود معيار صكوك الاستثمار رقم (١٧) ومسودة المعيار رقم (٦٢)

إن المتأمل لما ورد في المعيارين يجد أن كل واحد لا يستغني عن الاخر، فنجد أن معيار صكوك الاستثمار ١٧ قد قعد تقعيدا شرعيا للصكوك من حيث التعريف وبيان الأنواع والخصائص ويعتبر الركيزة الأولى والمرجع الأساسي للصكوك، بينما نجد المسودة قد اضافت بعض الأمور التي استحدثت فأصبحت من الأهمية بمكان لما وجد من حداثة في التعامل مع الصكوك والمستجدات حول هذا المنتج، والسبب في ذلك يرجع الى فاعلية هذا المنتج على الاقتصاد عموما وعلى الأفراد بشكل خاص فكان لزاما إيجاد مسودة تجمع بين الضبط الشرعي والامتثال لمتطلبات الرقابة والأنظمة القانونية.

٤-٧ الإطار التنظيمي للصكوك في المملكة العربية السعودية

تشهد سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية نموًا متسارعًا، في إطار مستهدفات رؤية المملكة ٢٠٣٠ الرامية إلى تطوير القطاع المالي وتعميق أسواق أدوات الدين. ويعكس هذا التوسع المتنامي الحاجة الملحّة إلى تقييم مدى جاهزية البيئة التنظيمية والقانونية، إلى جانب أطر الحوكمة الشرعية المعمول بها لدى الجهات الرقابية، وفي مقدمتها البنك المركزي السعودي وهيئة السوق المالية (النجار وعثمان، ٢٠١٩، ص ٣٧٧)

ومن أجل الحفاظ على ريادة المملكة وتعزيز قدرتها التنافسية، لا بد من إجراء تحليل حديث ومعمّق للأنظمة والقواعد المعمول بها، لا يقتصر فقط على زاوية الامتثال الشرعي، بل يشمل أيضًا جوانب أساسية مثل حماية المستثمر، وشفافية الإفصاح، وآليات حيازة الأصول، وتنظيم الإطفاء. إذ إن درجة الانسجام بين الإطارين النظامي (القانوني والرقابي) والشرعي تُعد عاملًا حاسمًا في بناء سوق صكوك قوية وتنافسية على المستوى المحلي، وجاذبة للمستثمرين على المستوى العالمي.

ولتحقيق هذا الهدف، يستعرض البحث الدور الذي تلعبه كل من مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) وهيئة السوق المالية (CMA)في إرساء أنظمة الصكوك، وآليات الرقابة والإشراف ذات الصلة، بما يُسهم في تعزيز كفاءة السوق وضمان استدامة نموه.

١-٤-٧ دور البنك المركزي السعودي (ساما) وهيئة السوق المالية(CMA) :

يتكامل دور كلٍّ من البنك المركزي السعودي (ساما) وهيئة السوق المالية (CMA) في تشكيل نموذج رقابي مزدوج لإصدارات الصكوك في المملكة، حيث يختص ساما بالجوانب المتعلقة بالسلامة الاحترازية والامتثال الشرعي، بينما تتولى هيئة السوق المالية مسؤولية الجوانب السوقية والتنظيمية، وذلك ضمن إطار نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية المتخصصة. ويُشترط من قبل ساما، عند إصدار صكوك تُحتسب ضمن رأس المال، الحصول على خطاب «عدم ممانعة» مسبق، بعد التحقق من مدى كفاية السيولة والملاءة المالية للمؤسسة، وذلك استنادًا إلى متطلبات لجنة بازل، وهي مجموعة من التدابير الرقابية العالمية التي وُضعت استجابةً للأزمة المالية العالمية ٢٠٠٧-٢٠٠٩، بهدف تعزيز التنظيم وإدارة المخاطر في القطاع المصرفي.

وقد ساهم إصدار "إطار الحوكمة الشرعية للمصارف" في عام ٢٠٢٠ في تعزيز دور مجلس الإدارة في المؤسسات المالية، من خلال إلزامه بتبني منظومة حوكمة شرعية فعالة، ودمج مخاطر عدم الامتثال الشرعي ضمن منظومة إدارة المخاطر المؤسسية، وتفعيل دور التدقيق الشرعي الداخلي بشكل شفاف ومنهجي (البنك المركزي السعودي، ٢٠٢٠).

وفي المقابل، تقوم هيئة السوق المالية باعتماد نشرات الإصدار، والإشراف على إدراج الصكوك ضمن سوق أدوات الدين، ومتابعة التزام الجهات المُصدِرة بالإفصاح المستمر؛ ما يضمن توازناً بين متطلبات الاستقرار المالي والامتثال الشرعي من جهة، وحماية المستثمرين وتعميق سوق رأس المال من جهة أخرى. ويأتي هذا ضمن مستهدفات رؤية المملكة ٢٠٣٠ لتعزيز تنويع مصادر التمويل،

وزيادة جاذبية السوق السعودية للصكوك كمنتج استثماري متوافق مع الشريعة الإسلامية (هيئة السوق المالية، ٢٠٢٤). ومع ذلك، لا تزال هناك تحديات قائمة تتطلب تنسيقًا أوثق بين الجهتين، أبرزها: ازدواجية الاختصاصات التنظيمية، وعدم وضوح بعض الحدود بين الأدوار، ما قد ينعكس سلبًا على سرعة اتخاذ القرارات أو إصدار الموافقات على المنتجات المالية الإسلامية، مثل الصكوك. ومن هنا، تبرز الحاجة إلى توزيع أكثر وضوحًا ودقة للمهام بين ساما وهيئة السوق المالية، بما يتماشى مع تطلعات رؤية ٢٠٣٠، ويُسهم في بناء سوق مالي متكامل وفعّال.

٢-٤-٧ التحديات الناتجة عن غياب إطار شرعي موحد للصكوك:

رغم التقدّم النوعي الذي حققته المملكة العربية السعودية في مجال الصيرفة الإسلامية عموماً، وفي تطوير منتج الصكوك على وجه الخصوص، إلا أن أحد أبرز التحديات القائمة يتمثل في غياب التوحيد للإجراءات الرقابية الشرعية على مستوى جميع الإصدارات داخل المملكة. إذ لا تزال الرقابة الشرعية تعتمد بشكل كبير على اجتهادات اللجان الشرعية داخل المصارف ومنصات التمويل الجماعي، دون وجود مرجعية مركزية موحّدة تنظم هذه الإجراءات. وقد أكد هذه الإشكالية أحد المتخصصين في القطاع المصرفي الإسلامي بالمملكة، كما أشارت إليها بعض الدراسات الحديثة، منها دراسة شهاب والتلاحمة (٢٠٢٢) التي أوضحت أن غياب إطار شرعي موحَّد للصكوك يخلق تحديات جوهرية، من أبرزها تباين الفتاوى وتعدد لجان الرقابة، ما يؤدي بدوره إلى اختلافات في الهياكل التعاقدية، وازدواجية في الوثائق، وبالتالي ارتفاع في تكاليف الإصدار وإطالة دورة التوثيق القانونية. هذا التفاوت في الممارسات يؤثر على كفاءة السوق ويُضعف ثقة المستثمرين، مما يبرز الحاجة إلى تطوير إطار شرعي موحد وشامل، يكون مرجعاً لجميع الجهات الفاعلة في سوق الصكوك.

ويُعدّ هذا التباين في الفتاوى وتفسيرات الشريعة من أبرز العوامل التي تؤثر سلبًا على ثقة المستثمرين، حيث يُضعف من وضوح الإطار الشرعي ويخلق فجوات في فهم وتطبيق الأحكام، مما يؤدي إلى تراجع سيولة السوق الثانوية وبقاء حجم التداول محدودًا. كما أن هذا التفاوت يتسبب في فجوة ملحوظة بين معايير التصنيف الائتماني التقليدية ومتطلبات الامتثال الشرعي (Ulusoy & Ela, 2017). إضافة إلى ذلك، فإن غياب آلية موحدة لحل المنازعات المالية بين الأطراف، سواء بين المستثمرين أو الشركات المصدّرة للصكوك، يُفضي إلى ضياع الحقوق ويهدد مصداقية المصرفية الإسلامية ككل. من هنا، تبرز أهمية توحيد الآليات والمعايير الشرعية باعتبارها خطوة محورية ليس فقط لتعزيز الشفافية وخفض التكاليف، بل أيضاً لتوسيع قاعدة المستثمرين وزيادة جاذبية سوق الصكوك على المستويين المحلي والدولي.

٧-٥الأسباب الرئيسية في عدم التطبيق الكامل للمعايير الشرعية:أشارت بعض الدراسات المتخصصة، مثل دراسة (شهاب والتلاحمة، ٢٠٢٠)و دراسة(Ulusoy & Ela, 2017)إلى أن القصور في الالتزام الشامل بالمعايير الشرعية داخل بعض المصارف الإسلامية في السعودية يتمثل في أربع مشكلات رئيسية:

أ. **ضعف التبنّي التنظيمي لمعايير أيوفي:** لا تزال بعض المصارف تعتمد على المعايير المحاسبية التقليدية بدلاً من الالتزام الكامل بمعايير أيوفي الشرعية والمحاسبية. فعلى سبيل المثال، أظهر تحليل عملي لمعيار أيوفي رقم (٣٥) المتعلق بالاحتياطيات أن بعض البنوك السعودية لا تطبقه فعليًا، مما ينعكس سلبًا على شفافية الإفصاح المالي(Barakat, Samhan & Al-Souri, 2023.p.1).

ب. **تباين تطبيق حوكمة الشريعة:** كشفت دراسة ميدانية شملت ٩٥ عضوًا في الهيئات الشرعية لـ ١١ بنكًا عن تفاوت واضح في آليات الرقابة والمساءلة الشرعية، حيث ركزت بعض المصارف على الجوانب الشكلية دون تفعيل فعلي للرقابة الشرعية (Bashir & Babiker, 2023).

ج. **الاختلاف في الفتوى الشرعية:** يُعد تباين الفتاوى بين المؤسسات المالية من أبرز العوائق أمام توحيد الإجراءات، إذ يؤدي إلى تفاوت في التفسير والتطبيق، ويؤثر مباشرة على هيكلة الصكوك ومراحل تنفيذها (أبو سيف والزيدانين، ٢٠٢١).

د. **نقص الكفاءات الشرعية المتخصصة:** لا تزال الموارد البشرية المؤهلة في مجال الشريعة، خصوصًا في ما يتعلق بمراجعة وتطبيق معايير الصكوك، دون المستوى المطلوب. وهذا النقص يؤثر على قدرة المؤسسات على الالتزام المتسق بالضوابط الشرعية، ويزيد من التباين في درجات الامتثال بين مختلف الجهات في السوق.

٦-٧ تحليل الفجوة بين معيار الأيوفي والتشريعات المحلية:

عند التأمل والمقارنة بين معاير الصكوك الاستثمارية رقم ١٧ ومسودة المعيار رقم ٦٢ من جهة، وبين التشريعات النظامية للأوراق المالية وأدوات الدين في المملكة نجد أن هناك ثلاث فجوات أساسية تتمثل في الاتي :

-نقل ملكية الأصول محل التصكيك في التشريع السعودي، إذ لا يوجد نقل قانوني حقيقي للصكوك الى حملة الصكوك، بخلاف المعيارين فإنهما يشددان على نقل الملكية بصورة حقيقية، وهذا يمنع الصورية في المعامل.

-تشير الأدلة الإرشادية الصادرة عن هيئة السوق المالية على أنّ المُصدِر أو الراعي قد يلتزم تعاقدياً بسداد القيمة الاسمية لحملة أداة الدين عند أو قبل تاريخ الاستحقاق، الأمر الذي يتعارض مع توجيهات معيار الأيوفي ١٧ ومسودة ٦٢ التي تمنع ضمان رأس المال وانه لابد من شراء الصكوك بالقيمة السوقية(CMIC, 2023).

- قلصت التعديلات الأخيرة متطلّبات فقرات النشرة، حيث تقرر ان تخفف بنسبة ٥٠٪ من الإفصاح العام للنشرة، مع أن المعيارين يشترطان إفصاحاً وافياً وتدقيقاً دورياً مستقلاً.

٧-٧ نقاط الالتقاء والاختلاف بين معيار الأيوفي رقم (١٧) والمتطلبات السعودية:

بعد تناول الفجوات الهيكلية الرئيسية بين معيار الأيوفي رقم ١٧ ومسودته ٦٢ والإطار التنظيمي السعودي، يمكن الآن تسليط الضوء على أبرز مواضع الالتقاء والاختلاف بين الجانبين، والتي تتركّز في النقاط التالية:

٧.٧.١ مواضع الالتقاء :

أ. **تأسيس منشأة ذات غرض خاص(SPV)** : يشترط كلا الطرفين وجود كيان مستقل يُستخدم لهيكلة الصكوك وفصل أصولها عن الجهة المصدرة.

ب. **وجود هيئة شرعية مستقلة:** اتفقا أيضا على أهمية وجود هيئة رقابة شرعية تتولى متابعة كافة مراحل إصدار الصكوك، والتأكد من الالتزام المستمر بأحكام الشريعة.

ج. **توافق الأصل المستثمر فيه مع الشريعة:** يشترط الجانبان أن يكون الأصل أو النشاط محل الاستثمار متوافقًا مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

٧.٧.٢ مواضع الاختلاف:

أ. **مبدأ تحمّل المخاطرة:** الأيوفي: يشترط أن يتحمل المستثمر المخاطرة كاملة، ولا يحق له الرجوع على الجهة المصدرة إلا في حدود أصول الصك فقط، التزامًا بقاعدة "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان." بينما في الإطار السعودي: يتيح للمستثمر حق الرجوع الكامل على "الراعي" لاسترداد القيمة الاسمية للصك، سواء عند الاستحقاق أو قبله، كما ورد صراحة في دليل أدوات الدين للمُصدِرين.

ب. **ضمان رأس المال:** الأيوفي: لا يجيز وجود تعهّد بشراء الصك بالقيمة الاسمية، لأنه يتعارض مع طبيعة المشاركة في الربح والخسارة. بينما الإطار السعودي: يعتبر هذا التعهّد خيارًا تنظيميًا متاحًا، ويمكن قبوله كأداة لحماية المستثمر وضمان استقراره المالي.

ج. **الإفصاح الشرعي:** الأيوفي: يُلزم المُصدرين بتقديم تقرير شرعي دوري شامل يوضح مدى التزامهم بالمعايير الشرعية. بينما السوق السعودية: وبحسب التعديلات الصادرة في نوفمبر ٢٠٢٤، أصبح من الممكن تقليص بعض الوثائق المساندة، كما أصبح إرفاق التقرير التفصيلي خيارًا للمُصدر وليس إلزامًا.

يتضح من هذا العرض أن الإطارين – الأيوفي والتنظيم السعودي – يتقاطعان في الجوانب الأساسية مثل البنية المؤسسية العامة، وتأسيس الهيئة الشرعية، وطبيعة الأصول. لكن تبقى هناك اختلافات جوهرية في درجة تحمّل المخاطر، وضمان رأس المال، ومستوى الإفصاح الشرعي. وهي عناصر محورية تتطلب مزيدًا من المواءمة والتقريب، للوصول إلى تطبيق متكامل لمعايير الأيوفي دون التأثير على جاذبية السوق السعودية أو كفاءتها التشغيلية.

٨-٧أمثلة على الفجوات في الإصدار، التداول، والإطفاء

هناك العديد من الإصدارات المحلية والعالمية في المملكة أصدرت فيه الصكوك من ذلك ما أصدرته الشركة السعودية للكهرباء والتي أظهرَ فحصُ نشرة إصدار Saudi Electricity Global Sukuk 5 أنّ المُصدِر (SEC) يلتزم تعاقدياً، بموجب Purchase Undertaking، بشراء جميع حقوق حملة الصكوك في تاريخ الإطفاء المجدول أو قبله بسعر تنفيذ يعادل القيمة الاسمية المتبقية مضافاً إليها التوزيعات الدورية غير المدفوعة. ويُشير الشرط ذاته إلى أنّ سعر التنفيذ يساوي إجمالي القيمة الاسمية للشهادات + العوائد المستحقة وغير المدفوعة، وعند المناقشة والتأمل في ما ورد في معيار الايوفي ومن منظورٍ شرعي، يُخلّ هذا التعهّد بحظر معيار الأيوفي ١٧ (البند ٢/٢/٥) لأي وعد من المُصدِر بسداد القيمة الاسمية وينص على أنه يجوز ذلك بالقيمة السوقية، ويُناقض جوهر مسودّة ٦٢ التي تشدّد على نقل الملكيّة الحقيقية للأصل وبيعِهِ بالقيمة السوقية عند الإطفاء. فإعادة شراء الأصل بالقيمة الاسمية تمنح حملة الصكوك ضماناً رأسمالياً كاملاً وتُحوّل الهيكل إلى فئة asset-based يظلّ فيها حقُّ الرجوع على المُصدِر، خلافاً لمطلب المشاركة في المخاطر (الغُنم بالغُرْم) الذي يُعدُّ ركيزةً جوهرية في معايير الأيوفي. وعليه، تُبرز هذه الحالة الواقعية فجوةً تطبيقية واضحة بين الإطار السعودي العملي ومتطلبات الانضباط الشرعي للمعايير، الأمر الذي يستدعي مواءمة تشريعية إذا أُريد اعتماد مسودّة ٦٢ دون إرباك سوق الصكوك الوطني (Saudi Electricity Global Sukuk Company, 2020).

٩-٧ الأثر المحتمل لهذه الفجوات على مصداقية الصكوك

أظهرت العديد من الدراسات التطبيقية أن الفجوات القائمة بين ما هو معمول به فعليًا في إصدار الصكوك وبين معايير الأيوفي، وخاصةً فيما يتعلق بشرط نقل ملكية الأصول بصورة حقيقية وعدم ضمان رأس المال، بالإضافة إلى الإطار التنظيمي للصكوك في المملكة العربية السعودية، لا تقتصر فقط على الجانب الشرعي، بل تتعدى ذلك لتؤثر على مصداقية الصكوك في أعين المستثمرين ووكالات التصنيف الائتماني.

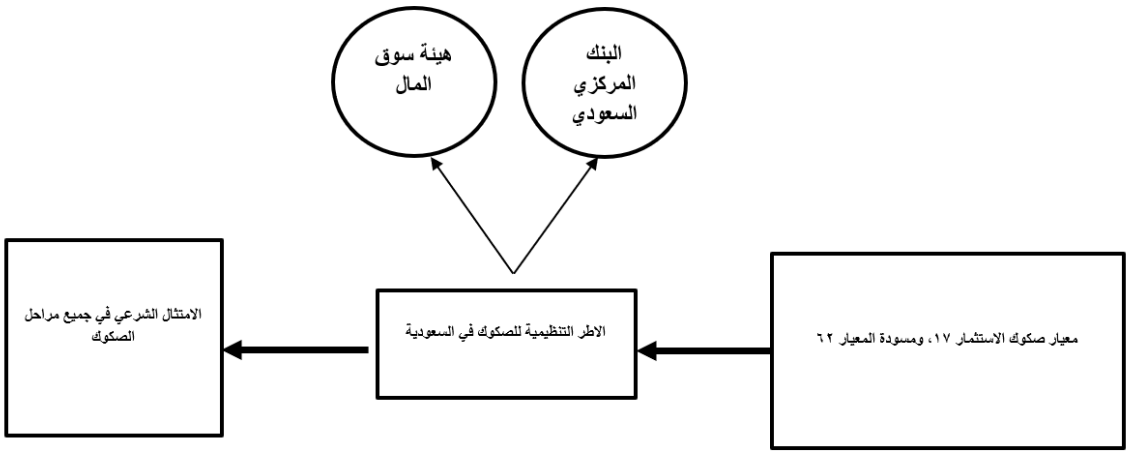
فعلى سبيل المثال، يؤدي التباين في الفتاوى الشرعية إلى ضعف الثقة تجاه الصكوك، حيث إن غياب التوحيد في الهياكل والوثائق يدفع بعض المتعاملين إلى العزوف عن هذا النوع من الأدوات، مما يجعل السوق في حالة ركود وخمول (Ulusoy & Ela, 2017).كما أن طرح صكوك مضمونة بالقيمة الاسمية يجعلها تشبه إلى حد كبير السندات الربوية، الأمر الذي يتناقض مع المبادئ الشرعية.

بالإضافة إلى ذلك، تؤدي الاختلافات في الآراء الشرعية إلى زيادة مخاطر السمعة وتقليل السيولة في السوق. فقد أشار تقرير البنك الدولي حول أسواق الصكوك إلى أن الخلافات الفقهية حول هياكل الصكوك المبنية على الأصول (asset-based) ترفع من علاوة المخاطرة وتحد من السيولة الثانوية(Kusuma & Silva, 2014) .

وعلى صعيد آخر، أكدت دراسة سابقة أن تطبيق مسودة معيار الأيوفي رقم ٦٢ بصيغته الجديدة، التي تتضمن نقل الملكية الحقيقية وإلغاء ضمان رأس المال، قد يحول الصكوك من أدوات دخل ثابت إلى أدوات شبه أسهم، مما يجعلها غير قابلة للتصنيف الائتماني التقليدي ويُربك التمويل المؤسسي. ومع ذلك، يُناقش أن مسودة المعيار ٦٢ لا تهدف إلى تقويض التصنيف الائتماني، بل تسعى إلى سد الفجوة المتعلقة بما يُعرف بالضمان الخفي، والذي أدى إلى تحويل عدد من الصكوك إلى أدوات دين شبيهة بالسندات التقليدية. إن إيجاد هيكل مدعوم بالأصول يعكس مقاصد الشريعة في تقاسم المخاطر ويسهم في تعزيز مصداقية المنتج.

٧-١٠ الإطار المفاهيمي المقترح للأبحاث المستقبلية:-انطلاقا مما تم استعراضه، ومن خلال التحليل لمعياري الصكوك الاستثمارية معيار رقم ١٧ ، ومسودة المعيار رقم ٦٢، وأيضا دراسة واقع الاطار التنظيمي للصكوك في المملكة العربية السعودية تبين للباحث وجود فجوات تنظيمية وأخرى شرعية تمس مصداقية الامتثال الشرعي في مختلف مراحل الصكوك، وسعى البحث الى سد تلك الفجوات من خلال ابراز اطار أو نموذج مفاهيمي يوضح التفاعل بين المعايير الشرعية والتنظيمية، ويركز على دور كلا من البنك المركزي السعودي و هيئة سوق المال في السعي نحو صياغة الأطر التنظيمية والقانونية بما يضمن تحقيق الشافية والامتثال الشرعي المتكامل، وقد اعتمد هذا النموذج على ثلاثة محاور رئيسية وهي: المتغير المستقل ممثلا بالمعايير الشرعية التي تصدرها الأيوفي معيار صكوك الاستثمار رقم ١٧ ومسودة المعيار ٦٢، والأطر التنظيمية للصكوك في السعودية والصادرة عن البنك المركزي السعودي وهيئة سوق المال كمتغير وسيط، والمتغير التابع ممثلا في تحقيق الامتثال الشرعي المتكامل لجميع مراحل الصكوك.

فيقترح البحث اطارا مفاهيميا كما في الشكل رقم (١) تبرز فيه العلاقة بين الأطر التنظيمية المتبعة في المملكة وبين مخرجات الامتثال الشرعي في السوق السعودي، حيث تكون النموذج من المتغير الاول متمثلا بمعيار صكوك الاستثمار ١٧ ومسودته رقم ٦٢ باعتباره المصدر الأساسي الذي يحدد الهيكلة الشرعية والمالية لصكوك الاستثمار، وتأثره منوط بالاطار التنظيمي والارشادات والتعليمات التي تصدر عن البنك المركزي السعودي وهيئة سوق المال في المملكة كمتغير وهو المتغير الثاني، إذ أن المواءمة بين التشريعات في المملكة وبين معيار صكوك الاستثمار ١٧ ومسودته ٦٢ يعد محدد جوهري لقياس تطبيقها في المملكة.
ويتمثل المتغير الاخير هو الامتثال الشرعي لجميع مراحل الصكوك الاستثمارية ، والذي يعكس عن طريق البنية التشريعية والتنظيمية التي تم موائمتها بين المعايير وبين التشريعات والأنظمة السعودية حيث تقاس من خلال مدى الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبدأ الإفصاح والحوكمة الشرعية.



المصدر: من اعداد الباحثان

الشكل(١) : الاطار المفاهيمي المقترح

من خلال الشكل أعلاه يلاحظ أن العلاقة بين معيار صكوك الاستثمار ١٧ ومسودته رقم ٦٢ ويمثل المتغير المستقل وبين الامتثال الشرعي في جميع مراحل صكوك الاستثمار من حيث الاكتتاب والاصدار والتداول ومن ثم الإطفاء، وبوصفه هنا يمثل المتغير التابع، وهذا التأثير منوط بالمتغير الوسيط وهو الأطر التنظيمية للصكوك في السعودية ممثلة في الإجراءات والضوابط والسياسات التي تصدر من كل من البنك المركزي السعودي وهئية سوق المال كونهما يمثلان الجهتان التنظيميتان اللتان يشرفان على الصكوك الاستثمارية. فيوضح النموذج أن الاستناد والاسترشاد الى المعيارين ١٧ و ٦٢ لتطبيق الصكوك، يؤثران بشكل

مباشر على رفع الامتثال الشرعي للصكوك ، وأن أي سياسات او قانون أو لوائح تبين آليات عمل الصكوك في المملكة تحول النص المعياري إلى ممارسة حقيقية في حال كانت تلك السياسات واللوائح تتوافق مع النص المعياري. ومن هنا يتبيّن أن هناك علاقة مباشرة؛ فكلما تم وضع لوائح تنظيمية أو إصدار قانون خاص ينظّم عمل الصكوك، كلما ارتفعت درجة الامتثال الشرعي لها. ويُبرز هذا النموذج الأثر الكبير الذي تحمله هذه العلاقة، سواء بشكل إيجابي أو سلبي، على صكوك الاستثمار وعلى أداء السوق السعودي ككل.

٧-١١ **المساهمات العلمية للبحث:** بناءً على ما تم عرضه من دراسات وأدبيات تناوت هيكلة الصكوك من خلال معيار الأيوفي رقم (١٧) في ظل الاطار التنظيمي السعودي، يأتي هذا البحث ليسهم في إثراء الأدبيات المتعلقة بالصكوك الإسلامية من خلال عدد من الإسهامات العلمية، من أبرزها:

أ. **إبراز أهمية ودور الصكوك في توحيد المعايير لتطوير سوق التمويل:**

أشارت دراسة للبنك الدولي كوسوما، كيتوت (٢٠١٤) أنّ العمل على توحيد المعايير الشرعية والتنظيمية في سوق الصكوك يقلل تكاليف الإصدار ويعمل على رفع ثقة المستثمرين ويُحسّن السيولة والتسعي. إذ يوضح البنك الدولي أنّ تشتّت الهياكل والممارسات يعدّ من أهم العوائق التي تحول نحو نمو السوق، وأن أولوية التطوير تبدأ من التقييس عبر سلسلة الإصدار(Kusuma & Silva, 2014). هذا المعنى يؤكده صندوق النقد الدولي حيث يقرر أنّ غياب التقييس وتباين الممارسات، وعدم توحيد الإجراءات إلى جانب قضايا الإعسار وضعف السيولة، تمثّل عوامل رئيسة تُقيّد تعميق أسواق الصكوك محليًا ودوليا(International Monetary Fund & World Bank, 2016). وكما هو معلوم أن الاستثمارات الدولية بجميع أنواعها تساعد الدول على تخطي الكثير من المصاعب وتوفر السيولة الكبيرة وترفع سقف الناتج المحلي ومنها صكوك الاستثمار، يتم ذلك من خلال توحيد الإجراءات ووضوح السياسات والقوانين وهذا ما كشفت عنه تقارير هيئة الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) حيث أشارت إلى أن مواءمة المعايير الاحترازية ومتطلبات الحوكمة والإفصاح عبر الولايات القضائية تُعزّز الاستقرار والجاذبية للمستثمرين الدوليين وتدعم قدرة السوق على الابتكار(IFSB,2024). وبناءً على ذلك، فإن التقارب المعياري بين معايير الأيوفي واللوائح الوطنية لا يُعد غاية تنظيمية فحسب، بل أداة عملية لخفض الكلفة والمخاطر، وتمكين الإصدارات العابرة للحدود، وتوسيع قاعدة الطلب لا سيما في الصكوك الخضراء والاجتماعية بما يسهم مباشرةً في تطوير سوق الصكوك.

ب. **تسليط الضوء على أثر الصكوك في تعزيز الثقة لدى المستثمرين وزيادة الشفافية:**

اشارت بعض الدراسات أن الشفافية المالية في المصارف الإسلامية تعزّز من الثقة، وتُعدّ عاملًا أساسيًا لبناء الثقة بين العملاء والمستثمرين، مما يزيد من الولاء للمصرفية الإسلامية ولتلك البنوك التي تطبق مبدأ الحوكمة والشفافية. وبالتالي، فإن تنمية سياسات الإفصاح والوضوح المالي تنعكس مباشرة وترفع من مستوى الاطمئنان لدى المستثمرين (Akram, Khan & Anjum, 2024). فالناظر إلى ذلك يجد أن الامتثال الشرعي في المصارف الإسلامية وغيرها من المؤسسات المالية لا يكفي، بل لا بد من اقتران الشفافية والإفصاح الحقيقي لجميع مراحل العملية المصرفية، فوضوح السياسات والإجراءات يزيد من ثقة العملاء والمستثمرين على حد سواء.

ج. **توضيح أهمية تعزيز الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية:**

يعتبر تطبيق الرقابة الشرعية من أهم العوامل الأساسية التي تسهم في تعزيز الالتزام الشرعي في المؤسسات المالية الإسلامية بالمعايير الشرعية والتعليمات النظامية، وتكمن أهمية تلك الاسهامات في الامتثال الشرعي للعمليات والمنتجات المالية مما يؤدية الى تعزيز الثقة لدى المستثمرين والمتعاملين مع المصرفية الإسلامية بشكل عام ، كم أنها تحد من المخاطر الشرعية الناتجة عن المخالفات الشرعية. وهذا ما أشارت إليه دراسة (Bashir& Babiker, 2023) والتي تناولت

تقييم ممارسات الحوكمة الشرعية في البنوك الإسلامية، حيث بيّنت أن الرقابة الشرعية الفعالة تعزز من مستوى الالتزام، وتُسهم في تقليل فرص التضارب بين الجوانب الشرعية والإدارية داخل المؤسسات المالية الإسلامية.

من جهة أخرى، عُقد مؤخرا في دولة قطر الدورة السادسة والعشرون لمؤتمر مجمع الفقة الإسلامي الدولي وكان من ضمن المحاور استعراض مجموعة من الدراسات البحثية المقدمة من مجموعة من العلماء والمتخصصين تحت عنوان الحوكمة الشرعية في المؤسسات المالية المعاصرة، وخلصت جميعها إلى أن تعزيز الحوكمة والرقابة الشرعية يُعدّ ركيزة أساسية لضمان التوافق مع أحكام الشريعة وتعزيز الثقة في الصناعة المالية الإسلامية. كما أكدت المخرجات ضرورة وضع أطر حوكمة شرعية متكاملة تضمن استقلالية هيئات الرقابة الشرعية وتفعيل المتابعة والتدقيق المستمر على المنتجات والعمليات، بما يعزز الشفافية ويقلل من المخاطر الشرعية والمالية. وشددت على أهمية التكامل بين الجهات التنظيمية وهيئات الفتوى والرقابة الشرعية داخل المؤسسات لضمان اتساق السياسات والقرارات، بما يسهم في رفع كفاءة القطاع المالي الإسلامي واستدامته، ويعزز ثقة المستثمرين والعملاء في توافق هذه المؤسسات مع مقاصد الشريعة وضوابطها(مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ٢٠٢٥).

٨-الاستنتاجات والتوصيات

من خلال استعراض المحاور التي تم تحليلها في هذا البحث، بما في ذلك مقارنة معيار صكوك الاستثمار رقم ١٧ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة (الأيوفي) مع مسودة المعيار رقم ٦٢، إلى جانب الأطر التنظيمية المحلية في المملكة العربية السعودية، تم التوصل إلى عدد من النتائج الهامة.

٨-١ الاستنتاجات:

أ. وقد وجد البحث العديد من الفجوات العملية في تطبيق بعض الجوانب المهمة بعد إصدار الصكوك، مثل توحيد إجراءات الرقابة الشرعية وآليات المراجعة الشرعية الدورية.

ب. أظهر البحث الى أن هناك حاجة إلى تحسين معايير التداول في السوق الثانوية وتطوير أدوات أكثر دقة لقياس مستوى الامتثال في منصات التمويل الجماعي.

ج. وجد البحث من خلال هذا التحليل أن التحدي الجوهري لا يكمن في وجود المعايير نفسها، بل في القدرة على قياس مدى تطبيق هذه المعايير وتنفيذها بشكل متسق وفعال.

د. وجد البحث أن هناك حاجة للإنتقال من الامتثال الاسمي (الشكلي) إلى الامتثال الفعلي القابل للرصد هو العامل الحاسم لرفع ثقة المستثمرين وتحسين كفاءة سوق الصكوك.

٨-٢ التوصيات:

في ضوء الاستنتاجات التي تم التوصل إليها، يُوصي الباحثان بالآتي:

٨.٢.١ توصيات بحثية مستقبلية (للتأكد من الالتزام الفعلي بالمعايير)

أ. بناء مؤشر امتثال وطني لصكوك الاستثمار يضم أبعادًا كمية ونوعية لمرحلة ما قبل الإصدار وأثناءه وما بعده، مع أوزان مرجّحة لكل بُعد.

ب. السعي وراء إجراء دراسات ميدانية متعددة الأساليب، مثل عمل تحليلًا نشطًا لنشرات الإصدار ووثائق الغرض وتقارير المراجعة الشرعية، ومسوحًا موجّهة لأعضاء الهيئات الشرعية ومدققي الامتثال والمستثمرين المؤسسيين، ومقابلات مع أصحاب الخبرات المهنية وغيرها ودراسات حالة عبر البنوك وجهات الإصدار ومنصات التمويل الجماعي.

ج. عمل اختبارات شبه تجريبية للتدريب لقياس أثر تطبيق معيار صكوك الاستثمار ١٧ ومسودة ٦٢ على سلوك فرق الامتثال وجودة التقارير الشرعية.

د. السعي نحو بحوث مقارنة عبر أسواق مرجعية تعتمد الأيوفي لاستخلاص أهم الفروق الجوهرية للاستفادة من التجارب الدولية والعربية لتقديم أفضل الممارسات، وبما يرفع من مستوى التنفيذ وتطبيق الشفافية والافصاح وبما يتوافق مع الشريعة الإسلامية.

هـ. التعمق في الدراسات التطبيقية للكشف عن الفجوة بين الامتثال المعلن والفعلي بعد الإصدار، وأثر المراجعة الشرعية الدورية المعيارية على السيولة والتكلفة، وأثر مؤشر امتثال موحّد على ثقة المستثمرين الأفراد عبر المنصات الرقمية.

تساعد هذه التوصيات على سدّ فجوة القياس بين الامتثال الاسمي والفعلي عبر أدوات ومؤشرات كمية يمكن تتبّعها؛ لمعالجة تباين الممارسات بين جهات الإصدار ومنصّات التمويل الجماعي ببيانات ميدانية قابلة للمقارنة؛ وربط الالتزام بنتائج سوقية ملموسة كالسّيولة والمخاطر وثقة المستثمر بدل الاكتفاء بوثائق الإصدار، واختبار أثر التدريب والمراجعة الدورية بصورة علمية يساهم في بناء معايير محكَّمة تستند إلى أدلة عملية، مع الاستفادة من تجارب الأسواق المالية المتقدمة في هذا المجال لتعزيز الموثوقية ورفع مستوى كفاءة التطبيق.

٨.٢.٢ توصيات تشريعية ومؤسسية (تعاون الأيوفي والجهات الرقابية السعودية)

أ. تشكيل فريق عمل مشترك دائم بين الجهات التشريعية العالمية كهئية المحاسبة والمراجعة الايوفي وبين كلا من البنك المركزي السعودي وهيئة سوق الأوراق المالية لإعداد خرائط مواءمة تفصيلية بين مواد المعايير واللوائح والتعليمات.

ب. العمل على إيجاد لائحة عمل و دلائل تطبيقية مُلزِمة تتضمن قوالب موحّدة لتقارير المراجعة الشرعية، ومتطلبات الإفصاح اللاحق للإصدار، وآليات معالجة الانحراف.

ج. اعتماد تقارير مراجعة شرعية دورية موحّدة مُعلنة للعموم مع مصفوفة جزاءات تدريجية عند عدم الالتزام.

د. إنشاء منصّة مركزية لبيانات الامتثال تُغذّيها جهات الإصدار والمدققون وتدعم الرقابة المبنية على المخاطر.

هـ. تفعيل بيئات تنظيمية تجريبية (Sandboxes) لصكوك الابتكار والتمويل الجماعي بمعايير قياس دقيقة تُحوَّل لاحقًا إلى تشريعات مستقرة بعد التقييم.

وسوف يساعد تطبيق هذه التوصيات الحد من تضارب التفسيرات بين الأيوفي واللوائح السعودية عبر مواءمة رسمية مستمرة، توحيد القوالب والإفصاحات لرفع الشفافية وتمكين رقابة مبنية على المخاطر وتعزيز الانضباط؛ نشر تقارير مراجعة معيارية مع مصفوفة جزاءات لتحفيز الامتثال والحد من الانحرافات؛ إنشاء منصة بيانات امتثال مركزية لرقابة استباقية وقرارات قائمة على الأدلة؛ وتفعيل الـSandbox لموازنة الابتكار وضبط المخاطر قبل تحويل الممارسات إلى تشريع دائم.

٨.٢.٣ توصيات للتعليم والتدريب في المؤسسات المالية :

أ. إدماج معيار ١٧ ومسودّة ٦٢ في المناهج التعليمية للكليات المتخصصة والدبلومات المهنية عبر مقررات تطبيقية.

ب. إطلاق برامج اعتماد مهني بالتعاون مع الأيوفي لشهادات الامتثال والمراجعة الشرعية مع ساعات تطوير مهني مستمر إلزامية.

ج. إنشاء مختبرات محاكاة لعمليات الإصدار والتداول والمراجعة بعد الإصدار لتدريب فرق الامتثال والمنتج والمخاطر معًا.

د. تطوير مواد تدريب إلكترونية معيارية (E-Learning) وربط نتائج الاختبارات الداخلية بمؤشرات أداء الموظفين ذوي الصلة.

هـ. تنظيم مسابقات سنوية أكاديمية وبحثية لأفضل دراسات حالة ومؤشرات امتثال قابلة للتطبيق في المصارف ومنصات التمويل الجماعي.

ستعمل هذه التوصيات على معالجة نقص الكفاءات المتخصصة وتحويل المعايير من نصوص مرجعية إلى ممارسات تشغيلية، وتوحيد الفهم الإجرائي للمعيار داخل المؤسسات لتقليل الأخطاء وتكاليف عدم الامتثال. بالإضافة إلى اعتماد المحاكاة والتعلم الإلكتروني لتيسير نقل المعرفة وقياس أثرها وربطها بأداء الموظفين؛ وتعزيز ثقافة الامتثال عبر الاعتماد المهني والمنافسات البحثية المستمرة.

References

١. أبوسيف، فاطمة محمود، والزيدانين، هيام محمد. (٢٠٢١). المعيقات الشرعية لإصدار صكوك التمويل الإسلامي وأثرها على التنمية الاقتصادية (الصكوك الأردنية أنموذجاً)، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الشرعية والقانونية*.

٢. البنك المركزي السعودي. (٢٠٢٠). إطار الحوكمة الشرعية للمصارف والبنوك المحلية العاملة في المملكة (فبراير ٢٠٢٠)، الرياض: البنك المركزي السعودي.

٣. بن الحبيب، محسن، ويحياوي، عبد الكريم. (٢٠٢٣). الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية الاقتصادية، *مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية*.

٤. تمويل سوق. (٢٠٢٥). التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم الاسترجاع من https://fundingsouq.com/ae/ar/shariah-compliance/

٥. جناد، سارة. (٢٠٢٣). أثر تطبيق المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في تحقيق ميزة تنافسية على مستوى المصارف الإسلامية، *مجلة الاستراتيجية والتنمية*، ١٣(٢)، ٥٣–٧٢

٦. زيادة، رانية محمد محموده. (٢٠٢٣). الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل الجامعات الحكومية السعودية – دراسة حالة جامعة الملك خالد، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، ٣٧ (٢).

٧. الشالور، وسام. (٢٠٢٠). أثر تطبيق المعايير المحاسبية الإسلامية على أداء المؤسسات المالية الإسلامية: دراسة مقارنة بين مجموعة من المؤسسات في الأردن والسودان (أطروحة دكتوراه غير منشورة)، جامعة فرحات عباس سطيف ١، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.

٨. الشيخي، حور. (٢٠٢١). التنظيم القانوني لإصدار صكوك التمويل: دراسة تحليلية في النظام السعودي، *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية* والقانونية، (١).٥

٩. شهاب، مجدي، والتلاحمة، خالد. (٢٠٢٠). الخلل في التنظيم القانوني للصكوك: نحو معالجة تشريعية تعزّز من دورها في تمويل المشروعات التجارية، *مجلة كلية القانون الكويتية العالمية، ٨(٤، ملحق خاص، الجزء ٢)*، ١٧–٥١

١٠. صافي، أحمد، تفالي، بن يونس، وتشيكو، فوزي. (٢٠٢٢). أثر التمويل المصرفي الإسلامي على التنمية الاقتصادية في المملكة العربية السعودية: دراسة تحليلية قياسية، ورقة بحثية.

١١. قندوز، عبد الكريم أحمد. (٢٠٢٢). الصكوك: الإطار النظري والتطبيقي، معهد التدريب وبناء القدرات، صندوق النقد العربي.

١٢. مجمع الفقه الإسلامي الدولي. (٢٠٢٥). الحوكمة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية المعاصرة، الدورة السادسة والعشرون، الدوحة، قطر، ٣–٨ مايو ٢٠٢٥.

١٣. مسودة معيار صكوك الاستثمار رقم (٦٢)

١٤. النجار، أحمد محمد حسن، وعثمان، أنور حسن عبدالله. (٢٠١٩). الأطر القانونية والشرعية الحاكمة لإصدار الصكوك بالمملكة العربية السعودية: دراسة تحليلية مقارنة، في أبحاث المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي(EAIFE) ، إسطنبول، تركيا، نوفمبر ٢٠١٩، ص ٣٧٧–٣٨٥.

١٥. هيئة السوق المالية. (٢٠٢٤). التقرير السنوي لعام ٢٠٢٤، الرياض: هيئة السوق المالية.

١٦. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (٢٠١٧). المعايير الشرعية (معيار رقم ١٧)، مملكة البحرين.

١٧. يونس، شعيب. (٢٠٢٣). دور الصكوك الإسلامية الحكومية في دعم القطاعات الاقتصادية، *مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية*.

١٨. رباح، سارة، وحمو، محمد. (٢٠٢٣). صناعة الصكوك الإسلامية واقعها وأهميتها الاقتصادية – دراسة تحليلية، *مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال*، ١٢(١)، ٢٣٧–٢٥٥.

19. Akram, M., Khan, N., & Anjum, M. N. (2024). Perceived financial transparency and loyalty in the Islamic banking sector of Pakistan: Exploring the role of trust and age. *Contemporary Issues in Social Sciences and Management Practices, 3*(2), 14–25.

20. Barakat, A. I. M., Samhan, H. M., & Al-Souri, K. A. (2023). Implementation of AAOIFI Standard No. 35 by Saudi Islamic banks: Opportunities and challenges. *International Journal of Professional Business Review, 8*(8), 1–21.

21. Bashir, M. S., & Babiker, A. A. (2023). Evaluation of Sharīʿah governance practices in Saudi Arabian banks. *Malaysian Journal of Syariah and Law, 11*(2), 243–270.
22. Capital Market Institutions Committee. (2023). *Issuers Debt Capital Market Guidebook*. https://short-link.me/147FH
23. International Monetary Fund, & World Bank. (2016, June 20). *Development of local currency bond markets: Overview of recent developments and key themes (Staff Note for the G20 IFAWG)*. Seoul, Korea.
24. Islamic Financial Services Board (IFSB). (2024). *Islamic Financial Services Industry Stability Report 2024*. Kuala Lumpur: IFSB.
25. Kusuma, K. A., & Silva, A. C. (2014). *Sukuk markets: A proposed approach for development (Policy Research Working Paper No. 7133)*. Washington, DC: World Bank, Finance and Markets Global Practice Group.
26. Saudi Electricity Global Sukuk Company 5. (2020, September 17). *Prospectus for U.S.$650,000,000 trust certificates due 2025 and 2030 (Regulation-S Offering Circular)*. Riyadh: Saudi Electricity Company.
27. Ulusoy, A., & Ela, M. (2017). Lack of standardization in sukuk market. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, 13*(1), 147–169.