



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي



جامعة فرحات عباس - سطيف 1
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

تحت عنوان:

تقييم صناعة الصكوك الإسلامية

دراسة مقارنة على مجموعة من الصكوك الإسلامية
بين 2001 و 2016

تحت إشراف:

أ.د. سليمان ناصر

أ.د. عبد الجبار حمد السبهاني

من إعداد الطالب:

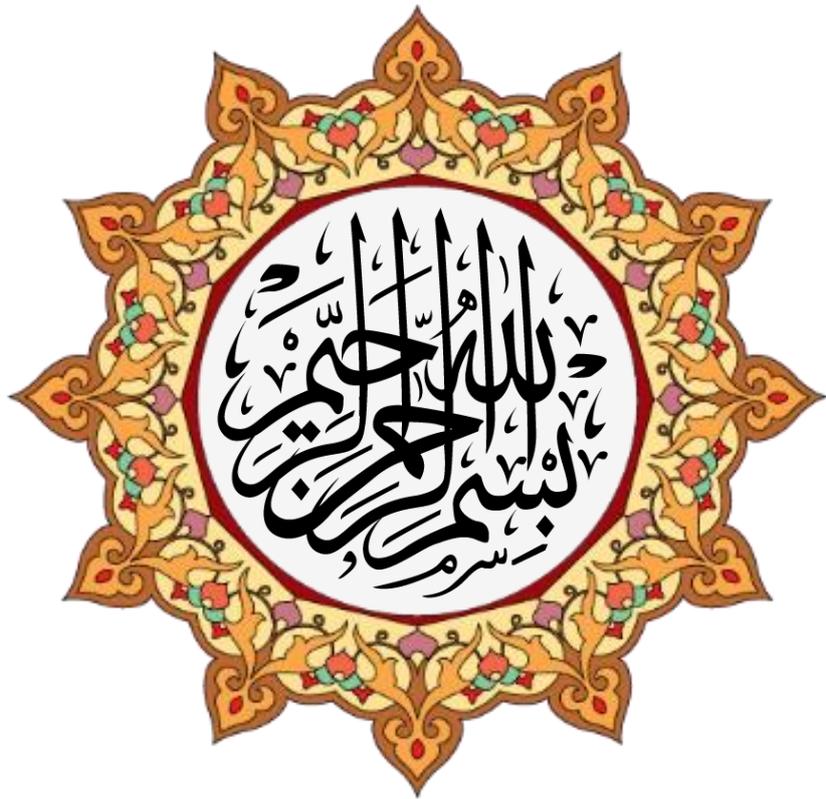
عبد الحق العيفة

لجنة المناقشة:

أ.د. محفوظ جبار أستاذ جامعة سطيف 1 رئيساً
أ.د. سليمان ناصر أستاذ جامعة ورقلة مشرفاً ومقرراً
أ.د. عبد الجبار حمد السبهاني أستاذ جامعة اليرموك (الأردن) مشرفاً مساعداً
د. مهدي كلو أستاذ محاضر (أ) جامعة بومرداس مناقشاً
د. إبراهيم مادي أستاذ محاضر (أ) جامعة خميس مليانة مناقشاً
د. حسان خبابة أستاذ محاضر (أ) جامعة سطيف 1 مناقشاً
د. اسماعيل مومني أستاذ محاضر (أ) جامعة سطيف 1 مناقشاً

السنة الجامعية: 2018/2017





بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالَ رَبِّ اجْعَلْ لِي قَلْبًا عَاقِلًا

طَبَقًا ١١٤

صَدَقَ اللَّهُ الْعَظِيمُ

إهداء واعتراف لأصحاب الفضل

أحمد الله رب العالمين حمد عباده الشاكرين الذاكرين، وأشهد ألا إله إلا الله ولي الصالحين وأن سيدنا محمد عبده ورسوله، اللهم صل وسلم وبارك على سيدنا محمد صلاةً وسلاماً دائماً دائماً متلازمين إلى يوم الدين، أما بعد:

أعزائي إخواني وأخواتي الفراء، أحييكم جميعاً بتحية الإسلام، تحية أهل الجنة، تحييتهم يوم يلقونه سلام، فسلام الله عليكم جميعاً ورحمة الله وبركاته.

أحمد الله وأشكره على أن وفقني لإتمام هذا العمل المتواضع، وفي هذا المقام لا يسعني إلا أن أتقدم بالشكر والعرفان الجزيل:

- إلى الحبيبة أُمِّي: رمز الحنان والعتاء، إلى أبي الحبيب: رمز التضحية والعتاء، فأنا لا أستطيع أن أوفيكما حقكما، يا من ضحيتما لأجلي بكل شيء، ومنحتموني أياماً عامرةً بالعتاء والتضحية والرحمة والحنان، فجزاكم الله عني وعن الإسلام والمسلمين خير جزاء، وأسأل الله تعالى أن يُعجّل لكما بالشفاء وأن يعمّر حياتكما بالعتاء والعمل الصالح وما يقربكما منه، وأن يبارك في عمركما ويرزقني وإياكم وسائر المسلمين حسن الخاتمة.

- إلى أسرتي الكريمة: جزاكم الله كل خير على وقوفكم مع الأخ الصغير للوصول إلى هذه المرتبة، وأسأل الله أن يسد خطاكم وينير طريقكم إلى العمل الصالح وما يقربكم منه، وأن يعمّر حياتكم بالعتاء، وأن يبارك في عمركم ويرزقني وإياكم وسائر المسلمين حسن الخاتمة. اللهم آمين.

إهداء خاص إلى عائلتي الصغيرة:

زوجتي الفاضلة وقرّة عيني الغالية إبنتي ياسمين.

شكر وتقدير

أوجه جزيل الشكر والتقدير لكل من كان عوناً لي، إلى:

- الأستاذ الدكتور "سليمان ناصر"، المشرف على الأطروحة والذي كان عوناً لي في إنجاز هذه الأطروحة؛

- الأستاذ الدكتور "عبد الجبار السبهاني" المشرف المساعد، الذي لم يبخل عليّ هو الآخر خلال تنقلاتي إلى الأردن؛

- الدكاترة أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة أطروحتي؛

- دكاترة قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية بجامعة اليرموك (الأردن)؛

- الدكاترة والأساتذة الذين مدوا لي يد العون؛

- زملائي من الجزائر والدول العربية والإسلامية؛

- وإلى كل من ساهم معي من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل.

عبد الحق العيفة

المقدمة



تمهيد:

شهد الاقتصاد الإسلامي من خلال مؤسساته المالية وفي أغلب منتجاتها اقتفاءً ومحاكاةً لأثر منتجات المؤسسات المالية التقليدية وذلك بعد تخليصها من الربا لتتوافق مع متطلبات السوق وفق الضوابط الشرعية، غير أن الرجوع إلى أصول المعاملات المالية الإسلامية طريق واضح لإيجاد أدوات مالية ذات تأصيل شرعي وتطويرها بما يتماشى مع متطلبات العصر.

لقد شهد العالم في السنوات الأخيرة ما يمكن وصفه بسباق بين كبرى الاقتصاديات الإسلامية وغير الإسلامية على مضمار المالية الإسلامية لجذب رؤوس الأموال من هنا وهناك عن طريق طرح الصكوك الإسلامية، وذهب الأمر إلى البنك الدولي الذي أطلق برنامجاً خاصاً لتمويل مشاريعه التنموية عن طريق الصكوك الإسلامية، هذه الأداة المالية التي واصلت النمو على الرغم من المشاكل التي واجهت الاقتصاد العالمي خاصة إبان الأزمة المالية العالمية.

إن مسيرة صناعة الصكوك الإسلامية تعدت الربع قرن من الزمن، فكان أول إصداراتها سنة 1991م غير أن بداية نشاطها المكثف كان سنة 2001م، ناهيك عن الإقبال عليها بعد الأزمة المالية العالمية والتي كان للسندات التقليدية دور كبير في تأجيلها.

مشكلة الدراسة:

اشتدت المنافسة بين العديد من العواصم لاحتضان التمويل الإسلامي، فبعد النجاح الكبير الذي أثمرته صناعة الصكوك الإسلامية صرحت بريطانيا ببغيتها أن تكون لندن عاصمة التمويل الإسلامي منافسة بذلك كلاً من الدوحة ودبي وكوالالمبور. وبعد الإصدارات الهائلة وتوسعها العالمي، وفي ضوء مختلف التشريعات الواردة والمشاكل التطبيقية وجب إجراء دراسة تقييمية لواقع هذه الصناعة الإسلامية التي لفتت أنظار صناع القرار في العالم وخلقت تنافساً كبيراً.

يمكن طرح مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو واقع صناعة الصكوك الإسلامية في ظل الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام؟

وكيف يمكن تقييم نشاطها في العالم خلال العقدين الأخيرين؟ والذي يتفرع عنه الأسئلة التالية:

1. هل الصكوك الإسلامية منتج مالي إسلامي مبتكر؟ أم أنها مجرد محاكاة للسندات التقليدية؟
2. كيف يتم إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وإطفائها بالضوابط الشرعية التي تقيد ذلك؟
3. ما الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية على مختلف المستويات؟
4. ما هو واقع صناعة الصكوك الإسلامية عالمياً في ظل التشريعات القانونية التي أُصدرت لدعم هذه الصناعة؟
5. ما هو التقييم العام لصناعة الصكوك الإسلامية خلال العقدین الأخيرین من الزمن؟

فرضيات الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى اختبار صحة الفرضيات التالية:

1. تعد الصكوك الإسلامية منتجاً إسلامياً مبتكراً وليس محاكياً للسندات التقليدية على الأقل من خلال الجانب التأصيلي النظري.
2. يتم إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وإطفائها بطريقة تختلف عن السندات التقليدية وذلك لأنه تحكمها ضوابط شرعية، مع وجود عدة أطراف تشارك في ذلك.
3. تؤدي الصكوك الإسلامية الأدوار نفسها التي تؤديها الأوراق المالية التقليدية، مع احترامها للضوابط الشرعية.
4. الصكوك الإسلامية بنجاحها الكبير وإصداراتها الضخمة حظيت بالتأيير القانوني وقوانين تتوافق مع متطلبات الشريعة.
5. لعبت الصكوك الإسلامية دوراً إيجابياً في التنمية الاقتصادية لمختلف البلدان الإسلامية وحتى بعض البلدان الأجنبية وذلك باعتراف الخبراء والمحليلين المختصين.

منهج الدراسة:

اعتمد الباحث في دراسته على المنهج الوصفي الذي يقوم على عرض البيانات من أجل وصف الظاهرة محل الدراسة وذلك من خلال جمع البيانات من المصادر الفقهية والمراجع ذات التخصص من الكتب والمقالات والأبحاث باستخدام أسلوب المسح، إضافة لتحليل هذه البيانات وتفسيرها بالاعتماد على الأسلوب التحليلي للوصول إلى النتائج، مستخدماً أيضاً أسلوب دراسة حالة للمقارنة بين بعض القوانين الصادرة، وبين الإحصائيات ذاتها، إلى جانب إعداد استبيان يلخص مدى نجاح التجربة من خلال أسئلة يجيب عليها خبراء الصناعة المالية الإسلامية والباحثون ذوي التخصص عن طريق منهج الأنظمة الخبيرة.

أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من كونها تتعلق بمجال الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام وبأسواق المال الإسلامية وأدواتها في الدول الإسلامية وغيرها بشكل خاص، مما يجعلها في دائرة الاهتمام العلمي من قبل الباحثين في المجال ورجال الأعمال والمستثمرين الراغبين في تحصيل الربح الحلال بعيداً عن الربا، ليس هذا فقط بل على مستوى العديد من الدول التي تسعى لتبني هذه التجربة كالجائر مثلاً من جهة، ومن جهة أخرى معرفة واقع هذه التجربة المتميزة في نظر مجموعة من الخبراء الذين ذاع صيتهم في هذا المجال. كما أن عملية التقييم تقف على نقاط القوة لتقويتها، ونقاط الضعف والأخطاء لتصحيحها.

أهداف الدراسة:

تكمن أهداف الدراسة في تناول النقاط التالية:

1. معرفة أهمية الصكوك وكيفية مساهمتها في الاقتصاد الكلي، والسوق المالية الإسلامية، وحتى أهميتها بالنسبة لأطراف الإصدار.
2. معرفة واقع هذه الصناعة من خلال دراسة لحجم إصدارات الصكوك على عدة اعتبارات، ومعرفة ما قدمته التشريعات القانونية كحالة الأردن، ومصر، وتونس، ودبي، ووجهة نظر الخبراء في هذا الصناعة.

3. تقييم صناعة الصكوك الإسلامية بين سنتي 2001 و2016م.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

أولاً: الحدود المكانية.

1. دراسة عامة حول إحصائيات إصدارات الصكوك على المستوى العالمي التي نشرتها السوق المالية الإسلامية العالمية IIFM في تقرير الصكوك في ستة إصدارات (2010، 2011، 2013، 2014، 2016، 2017)؛

2. إحصاء التشريعات القانونية لإصدار الصكوك، مع مناقشة القانون رقم 10 لسنة 1981م حول سندات المقارضة في الأردن، والقانون رقم 30 الصادر سنة 2012م في الأردن ومستجداته، والقانون رقم 30 الصادر سنة 2013م في تونس، والقانون رقم 10 الصادر سنة 2013م في مصر الذي تم إلغاؤه، ومعيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك سنة 2014م؛

3. إعداد استبيان حول تقييم صناعة الصكوك الإسلامية موجه لفئة خاصة من الخبراء الذين ساهموا في هذه الصناعة سواء على المستوى الشرعي، أو القانوني، أو ممن لهم محاكاة في الجانب التطبيقي وواكبوا هيكله الصكوك الإسلامية، إضافة لمجموعة من الباحثين في هذا المجال والذي يتم تحديدهم وفق معايير محددة.

ثانياً: الحدود الزمانية.

تتمثل فيما يلي:

1. الحدود الزمنية للإحصائيات: 2001-2016م؛
2. تقسيم فترة الدراسة إلى ما قبل الأزمة المالية العالمية (2001-2008م) وما بعدها (2009-2016م)؛
3. الحدود الزمنية للاستبيان: حيث تم إعداده وتوزيعه ومعالجة بياناته خلال الفترة بين ديسمبر 2017م ومارس 2018.

مبررات اختيار الموضوع:

تتمثل المبررات التي على أساسها تم اختيار موضوع الصكوك الإسلامية، وما تم تناوله في الجانب النظري والتطبيقي لأطروحة فيما يلي:

أولاً: المبررات الذاتية.

بعد البحث في مجال المصارف الإسلامية وتقييم تجربة بنك البركة الجزائري شرعياً للخدمات وصيغ التمويل التي يطبقها ومالياً اقتصادياً من خلال مؤشرات معينة، كان هناك شغف للبحث في جانب آخر من جوانب الاقتصاد الإسلامي وهو أحد فرعات سوق الأوراق المالية الإسلامية والتي أثارت الجدل من ناحية شرعية، وكان هناك تسابق بين كبرى الدول الإسلامية وغير الإسلامية لاحتضانها وهي صناعة الصكوك الإسلامية.

ثانياً: المبررات الموضوعية.

أصبحت الصكوك الإسلامية حديث الساعة في الوسط الاقتصادي العالمي، فبعد مرور أزيد من عقدين على نشأتها، وجب معرفة واقع هذه التجربة وتقييمها لمعرفة نقاط قوتها ومواطن ضعفها، ناهيك الاستفادة من هذا التقييم على المستوى الوطني.

ثالثاً: المبررات الميدانية.

1. تم الاعتماد على تقارير السوق المالية الإسلامية العالمية IIFM لأنها الأكثر تفصيلاً في البيانات المنشورة حول إحصائيات الإصدار وتقسيماته؛

2. تم اختيار القوانين العربية لكل من الأردن، ومصر، وتونس، ودبي، لأنها الأكثر تفصيلاً في المواد وللوقوف أما واقع التجربة العربية.

3. تم الاعتماد على منهج الأنظمة الخبيرة وتوزيع الاستبيان على مجموعة من الخبراء المعروفين في مجال المالية الإسلامية وبالتطورات الحاصلة في مجال الصكوك.

الدراسات السابقة:

في حدود اطلاع الباحث، فإن أبرز الدراسات السابقة هي:

أولاً: باللغة العربية:

1. دراسة خالد غسان أحمد يوسف، 2013م، بعنوان: "سوق الصكوك الماليزية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق الصكوك الماليزية"¹، هدفت إلى وضع تصور متكامل واقعي وموضوعي لتجربة الصكوك الإسلامية، متخذة من التجربة الماليزية الحالة الدراسية، لبيان أهم معالم الاختلاف بين النظرية والتطبيق الفعلي لسوق الصكوك الإسلامية، وتم الاعتماد على دراسة احصائية باستخدام برنامج SPSS لقياس العلاقة بين معدلات نمو حجم الصكوك، وحجم الأوراق المالية المطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية كمتغيرات مستقلة وبين المتغير التابع "معدل نمو مؤشر FBM-إيماس" خلال الفترة ما بين 2001م و2011م. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: أنه يوجد فرق بين نظرية سوق الصكوك الإسلامية وما هو معمول به على أرض الواقع في سوق الصكوك الماليزية، وذلك نتيجة لقرارات الهيئات المنظمة لعمل السوق، إضافة للاختلافات الفقهية بين الهيئات الشرعية المنظمة له، وأنه لا يوجد تأثير للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع. وقد أوصت الدراسة بتوصيات أهمها: ضرورة توحيد الإجراءات الرقابية والتنظيمية الخاصة بعملية إصدار وتداول الصكوك خاصة المصدرة عالمياً منها، والعمل على تقليل الخلافات الفقهية الرئيسية حول آلية الصكوك.

2. دراسة سامي يوسف كمال محمد، 2010م، بعنوان: "الصكوك المالية الإسلامية: الأزمة - المخرج"²، وقد هدفت هذه الدراسة إلى إبراز المخرج من المعضلة الثلاثية من خلال صكوك مالية مقترحة ومتطلبات تطبيقها ودورها في القضاء على المعضلة. وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج من أبرزها تعدد المعوقات والصعوبات التي تواجه عمل وتطوير المصرفية الإسلامية، إلى جانب اعتماد المصارف الإسلامية على هامش المراهبة الذي جعلها تقع في نفس مخاطر المصارف التقليدية.

¹ خالد غسان أحمد يوسف، سوق الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق الصكوك الماليزية، أطروحة دكتوراه، قسم المصارف الإسلامية، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمّان، الأردن، 2013م.

² سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية: الأزمة - المخرج، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، ط 1، 2010م.

ومن النتائج أيضاً أن الإطار المقترح والمتكون من الصكوك يُعرض المصارف الإسلامية للوقوع في مخاطر السيولة والتعارض بين السيولة والربحية والأمان، ويمكن للمصرف عند تقسيمه للصكوك المالية بحزم مختلفة والتي تفي بمتطلبات العملاء وتتناسب ظروف الدولة أن يقلل من درجة التعارض بين الأهداف الرئيسية للمصرف. وقد أوصت الدراسة بتطبيق الإطار المقترح الذي يتكون من الصكوك التي تصدرها المصارف وتقسيم هذه الصكوك وفقاً لسياسة كل مصرف وظروف الدولة التي يعمل فيها، إلى جانب أن هذا النموذج يقوم بتخصيص مصادر معينة بنسبة محدودة لكل استخدام من استخدامات الأموال يتم طرحها في بورصة الأوراق المالية.

3. دراسة سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، 2010م، بعنوان: "تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"¹، تمحور هذا البحث حول مفهوم الصكوك، والفرق بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول، ومدى تحقيق القبض في الصكوك القائمة على الأصول، والإشكالات الفقهية العالقة والخاصة بنقل الملكية أو القبض الحقيقي أو الحكمي.

وقد توصلت الدراسة إلى نتائج كان أبرزها أن الصكوك تمثل الحلقة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، إضافة إلى اتهام بعض الصكوك في هيكلتها بانحرافها عن مبادئ الشريعة الإسلامية لمحاولتها الاستفادة من الهيكلة التقليدية للسندات، ناهيك عن وجود اشكالات ملكية الصكوك والقضايا الشرعية المتعلقة بها، وقد أوصت هذه الدراسة بضرورة البحث في بعض المسائل الفقهية كجواز التنازل عن التمليك الكامل للأصول محل التصكيك إلى التمليك النفعي لها وضرورة بحث قضية المحرم لغيره ومدى انطباق قاعدة "ما حرم سداً للذريعة أبيح للحاجة وللمصلحة الراجحة".

4. دراسة حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، 2010م، بعنوان: "صكوك الحقوق المعنوية"²، هدفت الدراسة لبيان صكوك الحقوق المعنوية نظرياً وتطبيقياً حيث ومن خلال دراسة تطبيقية لأحد إصدارات صكوك الحقوق المعنوية والتي تمثلت في صكوك الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك"

¹ سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، 24-25 ماي 2010م، جدة، المملكة العربية السعودية.

² حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، 24-25 ماي 2010م، جدة، المملكة العربية السعودية.

وقف على إصدار هذه الصكوك من ناحية الحجم والهيكلية، ثم تناول الجانب الشرعي وتوصل إلى عدم جواز الاكتتاب في هذه الصكوك أو تداولها لجملة من الأدلة.

5. دراسة أسامة عبد الحليم الجورية، 2009م، بعنوان: "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"¹، هدفت الدراسة إلى تأصيل فقهي لصكوك الاستثمار، إضافة لرصد تأثيرها على التنمية الاقتصادية. وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج كان أبرزها أن صكوك الاستثمار متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتخضع لرقابة الهيئة الشرعية أثناء إصدارها، إلى جانب تمتعها بمرونة عالية لاستعمالها في جوانب اقتصادية شتى، ناهيك عن تنوعها الذي يخدم الشركات والحكومات الراغبة في الاستفادة منها، كما أن التجارب العملية قد برهنت نجاعة الصكوك في تمويل مشاريع البنى التحتية. ومن أهم توصيات الدراسة السعي لتطوير آليات إصدار الصكوك الإسلامية، وقد تناول الباحث الصكوك التي يصدرها البنك الإسلامية للتنمية.

6. دراسة كمال توفيق حطاب، 2009م، بعنوان: "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"²، تهدف هذه الدراسة إلى الكشف عن حقيق الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وذلك من خلال عرض مكوناتها وآلياتها وتنظيمها على الأصول الشرعية التي تنظم العقود الشرعية، ومن أجل الوصول إلى هذا الغرض بدأ الباحث الدراسة باستعراض أدبيات التصكيك بأشكاله وأنواعه المختلفة، وأهدافه ومدى ضرورته للحياة الاقتصادية المعاصرة، يلي ذلك تقييم وتكييف فقهي لأهم مفردات عمليات التصكيك الإسلامية والتحديات المعاصرة التي تواجهه.

وقد خلصت الدراسة إلى أن عملية تصكيك الأصول الاستثمارية عملية هامة جداً للحياة الاقتصادية، ولكنها تتطلب الالتزام بالضوابط والمقاصد الشرعية، ولذلك لا بد من خضوع هذه العملية باستمرار للرقابة الشرعية، وفي ذلك وقاية لها من الوقوع في الأزمات أو التعويض لآثار الأزمة المالية المعاصرة. ولم يتطرق الباحث للتطبيقات الفعلية لهذه الصكوك وإنما اكتفى بدراسة نظرية.

¹ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، رسالة ماجستير، قسم الدراسات العليا، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، بيروت، لبنان، 2009م.

² كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009م.

7. دراسة محمد علي القري، 2008م، بعنوان: "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"¹، تميزت هذه الورقة البحثية ببيان أن الصكوك الإسلامية ليست ديوناً بالإضافة إلى مشروعية هذه الصكوك، مع إبراز أن أصل المشكلة التي تعاني منها المصارف الإسلامية وهي الإصرار على محاكاة المنتجات التقليدية، وأكد أن الطريق الصحيح لتطور الصكوك الإسلامية هو إيجاد أدوات مالية قائمة على الاشتراك كاستيعاب مضمون عقد المشاركة والمضاربة معاً.

ثانياً: باللغة الإنجليزية.

1. دراسة هدايات سلطان أمير، 2013م، بعنوان:

"A COMPARATIVE ANALYSIS BETWEEN ASSET BASED AND ASSET BACKED SUKUK: WHICH ONE IS MORE SHARIAH COMPLIANT?"²,

هدفت هذه الدراسة إلى المقارنة بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول وأيهما أكثر توافقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث توصلت إلى أن الصكوك المدعومة بالأصول أكثرهما توافقاً مع أحكام الشريعة رغم قلت إصداراتها مقارنة بنظيرتها، إضافة إلى أن الصكوك المدعومة غير مطلوبة في سوق الصكوك.

2. دراسة سجاد زهير وسويدر فان وينبيرغن، 2013م، بعنوان:

"SUKUK DEFAULTS: ON DISTRESS RESOLUTION IN ISLAMIC FINANCE"¹,

هدفت الدراسة إلى عرض نماذج من الإخفاقات التي تعرضت لها صناعة الصكوك الإسلامية بعد الأزمة المالية العالمية، وقد توصلت الدراسة إلى أن أغلب حالات الإخفاق يمكن أن تعزى إلى هيكلتها وما تضمنته من شروط كعدم قدرة حملة الصكوك للرجوع إلى الأصول التي تمثلها في حالة الإفلاس وهو ما جعل منها أقرب إلى السندات الربوية.

¹ القري، محمد علي، "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، النمامة، البحرين، 2009م.

² Sutan Emir HIDAYAT, "A COMPARATIVE ANALYSIS BETWEEN ASSET BASED AND ASSET BACKED SUKUK: WHICH ONE IS MORE SHARIAH COMPLIANT?", International SAMANM Journal of Finance and Accounting (ISJFA), Vol 1, N 2, Islamabad, PAKISTAN, 2008.

¹ Sweder Van WIJNBERGEN & Sajjad ZAHER, "SUKUK DEFAULTS: ON DISTRESS RESOLUTION IN ISLAMIC FINANCE", Duisenberg school of finance - Tinbergen Institute Discussion Paper, Amsterdam School of Economics, University of Amsterdam, and Tinbergen Institute, Amsterdam, NETHERLANDS, First draft, July 2013, (date of view: 2015), Available on Islamic Finance website at the following link: <https://www.isfin.net/ar/node/1273>.

3. دراسة كريستوف غود لويسكي وآخرون، 2011م، بعنوان:

"DO MARKETS PERCEIVE SUKUK AND CONVENTIONAL BONDS AS DIFFERENT FINANCING INSTRUMENTS?"¹,

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية التي يتم تداولهما في السوق المالية، حيث قارنت الدراسة ردة فعل المستثمرين حول إصدارات كل من الصكوك والسندات. وتوصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها: حيادية المستثمرين تجاه إصدار السندات الربوية، والسلبية تجاه إصدار الصكوك الإسلامية.

4. دراسة زهرة جبين ومحمد طارق جفاد، 2007م، بعنوان:

"SUKUK STRUCTURES :AN ANALYSIS OF RISK -REWARD SHARING AND WEALTH CIRCULATION" ²,

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة مدى تحقيق الصكوك الإسلامية لمبدأ تحقيق الربح وتحمل الخسارة، ومبدأ تداول الثروة، وذلك باختيار صكوك الإجارة كعينة دراسة إضافة إلى العائد المرتبط بالليور (سعر الإقراض بين البنوك في لندن) والكيور (سعر الإقراض بين البنوك في القاهرة) بدلاً من عوائد الأصول المؤجرة. وقد توصلت الدراسة بأن الصكوك الإسلامية يمكن أن تكون أداة مالية تحقق العدالة لكل الأطراف، مع قدرتها على تمويل المشاريع السيادية والمشاريع الصغرى.

5. دراسة أحسن لحسانة وعمر إدريس، 2008م، بعنوان:

"EXAMINATION OF THE AAOIFI PRONOUNCEMENT ON SUKUK ISSUANCE & IT'S IMPLICATION ON THE FUTURE SUKUK STRUCTURE IN THE ISLAMIC CAPITAL MARKET"³,

¹ Christophe J. GODLEWSKI, Rima TURK-ARISS & Laurent WEILL, "DO MARKETS PERCEIVE SUKUK AND CONVENTIONAL BONDS AS DIFFERENT FINANCING INSTRUMENTS?", Bank of Finland, BOFIT Institute for Economies in Transition, BOFIT discussion paper, 2011, (Posted: 14/05/2011), Available on the SSRN website at the following link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1833344.

² Zohra JABEEN & Mohamed Tariq JAVED, "SUKUK STRUCTURES :AN ANALYSIS OF RISK -REWARD SHARING AND WEALTH CIRCULATION", The Pakistan development review, The Pakistan Institute of Development Economics, Vol 46, N° 4, part 2, Islamabad, Pakistan, 2007, Available on Researchgate website at the following link (Posted: 29/10/2015): https://www.researchgate.net/publication/227472272_SUKUK-Structures_An_Analysis_of_Risk-reward_Sharing_and_Wealth_Circulation.

³ Ahsan LAHSASNA & Umar IDRIS, "EXAMINATION OF THE AAOIFI PRONOUNCEMENT ON SUKUK ISSUANCE AND IT'S IMPLICATION ON THE FUTURE SUKUK STRUCTURE IN THE ISLAMIC CAPITAL MARKET", 6th International Islamic Finance Conference: Innovation in Islamic Finance: A Fast Track to Global Acceptance, At 13 & 14 October 2008. Monash University, Melbourne, AUSTRALIA.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير صناعة الصكوك الإسلامية بالضوابط الشرعية المصدرة من طرف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية مطلع سنة 2008. وتوصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أي تغيير في تأثير الضوابط الشرعية المصدرة على إصدارات الصكوك، والتي تمت من خلال مقارنة بين إصدارات الربع الأول لكل من سنة 2007 و2008، سوى نمو حجم الإصدارات لسنة 2008. وقدمت الدراسة توجيهات هيكلية للإصدارات المستقبلية للصكوك الإسلامية بشكل عام.

إضافة الدراسة:

مما سبق فإن أغلب الدراسات السابقة - في حدود اطلاع الباحث - كانت من ناحية شرعية، وأغلبها افتقر إلى التقييم الاقتصادي سواءً على مستوى التنمية الاقتصادية أو على مستوى الأسواق المالية، أما هذه الدراسة فستتطرق إلى تقييم تجربة الصكوك الإسلامية على عدة مستويات أهمها الجانب الشرعي بما تم استحدثه، وعلى الجانب القانوني، بالإضافة إلى معرفة مدى نجاح هذه التجربة اقتصادياً عند الخبراء.

خطة الدراسة:

للإجابة على التساؤلات المطروحة ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول على النحو التالي:

الفصل الأول: مدخل عام إلى صناعة الصكوك الإسلامية.

يتضمن الفصل الأول التعريف بالصكوك الإسلامية لغةً واصطلاحاً، إلى جانب إبراز خصائص الصكوك التي تتفرد بها والخصائص المشتركة مع السندات التقليدية والأسهم، ثم يتم التطرق إلى الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات، وكذا الفرق بين عملية التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي، وفي الختام يتم تقديم أنواع الصكوك على عدة اعتبارات.

الفصل الثاني: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية، وتداولها، وإطفائها.

يتضمن الفصل الثاني الضوابط الواجب اتباعها عند إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وإطفائها والتي يجب أن ترد في نشرة الإصدار، حيث تتضمن هذه الضوابط نقاط التميز عن الإصدارات التقليدية. إلى جانب تناول بعض القضايا الشرعية كملكية حملة الصكوك وتوزيع الأرباح.

الفصل الثالث: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية.

حيث يتضمن هذا الفصل دور الصكوك الإسلامية من عدة جوانب كتمويل عجز الموازنة العامة أو مشاريع البنى التحتية، إضافة إلى دورها في إدارة السيولة في المصارف الإسلامية، ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية، ناهيك عن أهميتها بالنسبة لسوق الأوراق المالية وأهميتها لكل طرف من أطراف الإصدار.

الفصل الرابع: دراسة تقييمية لمتطلبات الصكوك الإسلامية.

ويتناول هذا الفصل في ثلاث مباحث واقع صناعة الصكوك الإسلامية من خلال إحصائيات لحجم إصدار هذه الأدوات الإسلامية، وذلك من خلال عدة اعتبارات كحجم الإصدار وفق المبالغ والبلد والصيغة والمصدر. بالإضافة إلى التطرق للجانب القانوني من خلال مراجعة ثلاثة قوانين أصدرت بخصوص الصكوك في كل من الأردن وتونس ومصر. وفي الختام دراسة لتصور بعض الخبراء حول تقييم صناعة الصكوك الإسلامية عن طريق استبيان موجه لهم.

صعوبات الدراسة:

واجه الباحث خلال إنجاز هذه الدراسة عدة صعوبات نذكر منها:

1. اختلاف في البيانات الخاصة بإصدار الصكوك من تقرير لآخر، مما كنا ملزمين باختيار تقرير واحد وهو تقرير الصكوك للسوق المالية الإسلامية العالمية IIFM بمختلف إصداراته.
2. عدم قدرتنا على تقسيم إصدارات الصكوك لكل دولة خلال فترة الدراسة، أو تقسيمها حسب الصيغة لكل سنة، وهذا لعدم توفرها في التقرير المستعمل كمرجع لهذه الإحصائيات.

3. صعوبة إيجاد بعض المراجع الخاصة ببعض المؤتمرات التي ناقشت قضايا الصكوك.

4. عدم القدرة للوصول لأكبر شريحة من خبراء المالية الإسلامية للإجابة على الاستبيان، وهذا يرجع

إما لإنشغالاتهم الكثيرة، أو لعدم التمكن من الوصول إليهم.

الفصل الأول



مدخل عام إلى صناعة

الضكوك الإسلامية

المبحث 1:

ماهية الضكوك الإسلامية

المبحث 2:

الضكوك الإسلامية وبقاى الأوراق المالية

المبحث 3:

أنواع الضكوك الإسلامية



تمهيد:

إن كل عملية استثمارية تستوجب وجود تمويل من طرف جهة ما، لذلك فلا بد من تطوير هذا المنهج التمويلي بما يتناسب مع كل أوجه الاستثمار، وهذا ما يقدمه التمويل الإسلامي والذي يتميز بدوره بالالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية على خلاف التمويل التقليدي الذي يتعارض في كثير من جوانبه مع أحكام الشريعة، فتعدد أدوات التمويل يُحَفِّز على الادخار وعدم الاكتناز. كما أن المؤسسات المالية الإسلامية تعتمد في تمويل موجوداتها على مصادرها الداخلية وفيما إذا اعتمدت الزيادة فإنها تلجأ إلى رأس المال أو الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة، أما مصادر التمويل الخارجية فهي تختلف عن نظيرتها التقليدية، إذ تعتمد المؤسسات المالية الإسلامية في مصادرها الخارجية على قاعدة "الغرم بالغنم"* ومن بين هذه المصادر تبرز الصكوك الإسلامية.

ويهدف هذا الفصل إلى دراسة صناعة الصكوك الإسلامية وذلك في ثلاثة مباحث، في أولها نتحدث عن ماهية الصكوك الإسلامية كمدخل يُبرز فيه تعريف الصكوك في اللغة، والاصطلاح الفقهي، والاصطلاح الاقتصادي، والتأصيل الفقهي لهذه الأداة، ثمَّ خصائصها وأهميتها والأهداف المرجوة منها، ومقارنة بينها وبين الأدوات المالية التقليدية، وفي المبحث الثاني يتم بيان أوجه الشبه وأوجه الفرق بين الصكوك الإسلامية وكل من السندات التقليدية والأسهم إلى جانب الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي. أما المبحث الثالث نتطرق فيه إلى كافة أنواع الصكوك الإسلامية، وذلك وفق الخطة التالية:

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية وباقي الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية.

* "الغرم بالغنم" قاعدة من القواعد الفقهية المتعلقة بأبواب الضمان والبيع والإجارة والمضاربة وغيرها من أبواب المعاملات، ومعناها: "أنه من ناله نفع شيء يجب أن يتحمل ضرره بقدر منفعتة"، والغرم هو نوع من المضرة والخسارة التي تلحق من له حق الانتفاع بالغنم - وهو المنفعة - أو الربح الحاصل من ملك شيء أو استجاره أو العمل فيه. محمد بكر إسماعيل، القواعد الفقهية بين الأصالة والتوجيه، دار المنار، القاهرة، مصر، ط 1، 1997، ص 208.

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

من خلال هذا المبحث سنحاول إبراز ماهية الصكوك الإسلامية والمتمثلة في جوهر وحقيقة هذه الأداة المالية الإسلامية المتميزة، فبدايةً سنُعرِّف الصكوك الإسلامية في اللغة والاصطلاح الفقهي والاصطلاح الاقتصادي، حيث سيتم بناء تصوُّر حول طبيعتها، ومن ثم نتطرق إلى خصائصها والتي تتفرد عن غيرها من الأدوات المالية التقليدية ببعض الخصائص المتميزة التي تبرز المبنى الشرعي لها، وكذا الخصائص التي تشترك فيها مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية.

وقد تم تقسيم المبحث الأول إلى مطلبين وهما:

المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية.

حتى نتوصل إلى فهم دقيق للصكوك الإسلامية يستوجب علينا بدايةً تعريفها لغياً، ثم تعريفها في الاصطلاح الفقهي، ثم في الاصطلاح الاقتصادي، ما يكون صورة مبدئية لهذه الورقة المالية المتميزة.

الفرع الأول: الصكوك لغة.

الصكوك جمع "صك"، وقد ورد مفهوم الصَّك في معاجم اللغة بعدة مفاهيم، حيث جاء بمعنى الضرب¹، لما جاء في قوله تعالى: ﴿فَصَكَّتْ وَجْهَهَا﴾ (الذاريات: 29)، والصَّاد والكاف أصلٌ يدلُّ على تلاقي شيين بقوة وشدة، حتَّى كأنَّ أحدهما يضربُ الآخر²، والصَّك الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل هو الضرب عامة بأيِّ شيء كان صكَّه يضكُّه صكاً³.

وجاء الصك أيضاً بمعنى الإغلاق بقوة: صكَّ الباب أي أغلقه بعنفٍ وشدة⁴، كما ورد معنى للصَّك كأداة لحفظ الحقوق: والصك الذي يكتب للعهد، معرَّب أصله جكَّ، ويُجمع صكاً وصكوكاً،...⁵، وورد الصَّك على أنه الكتاب الذي يكتب فيه المعاملات والأقارير⁶، كما ورد على أنه وثيقة اعتراف بالمال المقبوض أو نحوه⁷. وما يخدم دراستنا هي التعاريف الأخيرة التي تتضمن معنى الصَّك بأنه أداة لحفظ الحقوق ووثيقة اعتراف بالمال المقبوض.

¹ محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي (ت: بعد 666 هـ)، مختار الصحاح، تحقيق: محمود خاطر، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، 1994م، ص 363.

² أحمد بن فارس بن زكريا أبي الحسين (ت: 395 هـ)، مقاييس اللغة، تحقيق: عبد السلام محمد هارون، دار الفكر، بيروت، لبنان، د.ط، ج 3، 1979م، ص 276.

³ أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور (ت: 711 هـ)، لسان العرب، دار صادر، بيروت، لبنان، ط 1، ج 10، د.ت، ص 456.

⁴ أحمد بن فارس بن زكريا أبي الحسين، مقاييس اللغة، ص 276.

⁵ أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور، لسان العرب، ص 457.

⁶ أحمد بن محمد بن علي الفيومي المقرئ (ت: 770 هـ)، المصباح المنير، مكتبة لبنان، بيروت، لبنان، د.ط، 1987م، ص 132.

⁷ جبران مسعود، الرائد، دار العلم للملايين، بيروت، لبنان، ط 7، 1992م، ص 498.

الفرع الثاني: الصكوك فقهاً.

ورد عن الإمام النووي أن "الصِّكَاك جمع صَكٍ وهو الورقة المكتوبة بدين، ويُجمع أيضاً على صكوكٍ والمراد هنا الورقة التي تخرج من ولى الأمر بالرزق لمستَحَقِّه بأن يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره فيبيع صاحبها ذلك لإنسان قبل أن يقبضه، وقد اختلف العلماء في ذلك والأصح عند أصحابنا وغيرهم جواز بيعها والثاني منعها فمن منعها أخذ بظاهر قول أبي هريرة وبحجته ومن أجازها تأوَّل قضية أبي هريرة على أن المشتري ممن خرج له الصَّك باعه لثالث قبل أن يقبضه المشتري فكان النهي عن البيع الثاني لا عن الأول لأن الذي خرجت له مالك لذلك ملكاً مستقراً وليس هو بمشترٍ فلا يمتنع بيعه قبل القبض"¹.

تحدث الإمام النووي في حديثه عن نوعين من الصكوك، النوع الأول عندما قال "الصِّكَاك جمع صَكٍ وهو الورقة المكتوبة بدين" أي أنها أداة لإثبات الدين، ولم يذكر شيء عن عملية تداولها بيعاً وشراءً فهي بذلك مجرد أداة إثبات للدين لا علاقة لها بالسندات التقليدية المعروفة حالياً، بل وأن الشريعة الإسلامية حثت على توثيق الدين بدليل آية الدين في سورت البقرة: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا نَدَّيْنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُوبُوهُ...﴾ (البقرة: 282). أما النوع الثاني الذي تحدث عنه الإمام النووي عندما قال "يكتب فيها للإنسان كذا وكذا من طعام..." أي أنها تلك الأوراق التي تثبت حقاً في الطعام (دون الدين)، وإذا ما تمت المقارنة بالنوع الثاني يلاحظ أن الحق مثبت في الطعام وهو ما يتطابق مع الصكوك الإسلامية التي تمثل حقاً أو ملكية في موجودات معينة.

ومما سبق فإن الصكوك الإسلامية تعد منتجاً أصيلاً بذاتها تم التعامل بها سابقاً إلا أنها لم تُطوَّر، وقد يُعزى هذا الأمر إلى تدهور حال الدولة الإسلامية والذي قابله تطور في الدول الغربية والتي كانت سبابة لإنشاء المؤسسات المالية واستحداث الأوراق المالية كالسندات التقليدية، وبالتالي تأخر ظهور المؤسسات المالية الإسلامية. لذلك فالقول بأن الصكوك الإسلامية بديل للسندات التقليدية خطأ، وإنما لم تجد هذه الأداة الظروف الاقتصادية المناسبة لتطويرها، فظهور تشريعاتها كان بالتوازي مع ظهور المؤسسات المالية الإسلامية والبحث عن أداة مالية لجمع التمويل وفق أسس شرعية.

¹ أبو زكريا يحيى بن شرف بن مري النووي (ت: 676هـ)، المنهاج شرح صحيح مسلم بن الحجاج: شرح النووي على صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ط 2، ج 10، 1392هـ، ص 171.

الفرع الثالث: الصكوك اصطلاحاً.

عرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي الصكوك الإسلامية على أنها: "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه"¹. وأضاف حول طبيعة الموجودات التي تمثلها الصكوك على أنها "أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"². كما أوصى المجمع بتسمية هذه الأدوات الاستثمارية باسم "صكوك المقارضة" باعتبار أن مصطلح "السندات" ينصرف إلى الأداة التقليدية الربوية.

أما هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فقد عرّفت الصكوك الإسلامية على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً 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 أصدرت من أجله"³.

وعرّفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا في أحد بنود المعيار السابع له على أنها: "حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو موجودات مختلطة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين وفقاً لأحكام الشريعة"⁴.

¹ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، الدورة الرابعة في جده بالمملكة العربية السعودية من 18 إلى 23 جمادى الآخرة 1408هـ، الموافق من 6 إلى 11 فيفري 1988م، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي "منظمة المؤتمر الإسلامي سابقاً"، طبع على نفقة الأمانة العامة للأوقاف بالشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، 2011، ص 149.

² قرار رقم 178 (19/4) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة التاسعة عشر المنعقدة في إمارة الشارقة بدولة الإمارات العربية المتحدة من 1 إلى 5 جمادى الأولى 1430هـ، الموافق من 26 إلى 30 أبريل 2009م، المرجع السابق، ص 576-577.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: "صكوك الاستثمار"، المعايير الشرعية (1-54)، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، د. ط، 2015م، ص 467.

⁴ المعيار رقم 7: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا، 2009م، ص 3، متوفر على موقع المجلس على الرابط التالي (تاريخ الإطلاع: 2015/02/19م): http://www.ifs.org/standard/ar_IFSB-7.pdf

إلى جانب ما سبق من تعريفات، وردت تعريفات أخرى للصكوك الإسلامية من طرف كبار الباحثين في مجال المالية الإسلامية نذكر منها:

تعريف الدكتور حسين حامد حسان: "الصكوك الاستثمارية سندات تمثل حصصاً متساوية في ملكية مال، تصدرها الجهة البائعة لهذا المال لاستيفاء ثمنه من حصيلتها، أو تصدرها الجهة الراغبة في استثمار هذه الحصيلة، بصيغ استثمار شرعية، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عنهما، ويكون إصدارها لآجال محددة متفاوتة حسب طبيعة العقود التي تصدر على أساسها، وتكون قابلة للتداول والتحول إلى نقود عند الحاجة"¹.

تعريف الدكتور سامي حسن حمود: "الصكوك هي وثائق موحدة القيمة وصادرة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح أو الإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النسب المعلنة على الشيوخ، مع مراعاة التصفية التدريجية المنتظمة لرأس المال المكتتب به عن طريق تخصيص الحصص المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئياً حتى السداد التام"².

وتعريف الدكتور عبد الستار أبو غدة: "الصكوك حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته. ويرتبط على ذلك جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها..."³.

ومن التعاريف السابقة يمكن صياغة التعريف التالي للصكوك الإسلامية: هي وثائق استثمارية متساوية القيمة، تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات أعياناً كانت أو منافعاً أو حقوقاً أو خليطاً من الأعيان والمنافع والنقود والديون، إما أن تكون قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب. والصكوك قائمة على أساس عقد المضاربة إدارةً حيث تمثل في مجموعها رأس مال المضاربة، وتصدر وفق عقد شرعي تأخذ أحكامه، فهي بذلك صكوك ملكية مسجلة بأسماء أصحابها المكتتبين،

¹ حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، متوفر على موقع الأستاذ الدكتور حسين حامد حسان على الرابط التالي (تاريخ الإطلاع: 2013/11/22م): <http://www.hussein-hamed.com/pagedetails.aspx?id=92>.

² سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، 1996م، ص 74.

³ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، شركة التوفيق، مجموعة دلة البركة، جدة، المملكة العربية السعودية، ج 2، 2002م، ص 81-82.

ويترتب على هذه الملكية المستمرة إلى نهاية المشروع جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها.

المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى خصائص الصكوك الإسلامية وذلك بدراسة الخصائص التي تنفرد بها الصكوك ثم الخصائص المشتركة بينها وبين باقي الأوراق المالية.

الفرع الأول: الخصائص التي تنفرد بها الصكوك الإسلامية.

تتمثل هذه الخصائص في الفرق الجوهرية بين الصكوك الإسلامية وباقي الأوراق المالية التي تتقارب في الوظيفة معها، وتتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

أولاً: الصكوك الإسلامية ورقة مالية مبنية على أسس وضوابط شرعية.

فالصكوك مبنية على أساس معطيات فقه المعاملات المالية لتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وبالتالي فهي تختلف عن باقي الأوراق المالية الكسندات التقليدية والأسهم بمختلف أنواعها.

وكما سبق الذكر فقد اجتهد المعنيون ببناء الصكوك الإسلامية على أساس معطيات فقه المعاملات المالية لتكون الصكوك ورقة مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فمبنى هذه الأداة يختلف في كثير من الجوانب عن مبنى الأدوات المالية التقليدية، بدايةً من الأسس العقائدية ونهايةً بالمزايا الاقتصادية، لتكون منتجاً أصيلاً. أما تطبيقياً فقد ظهرت تشريعاتها مع بداية ظهور المؤسسات المالية الإسلامية، مفادها أن تكون الصكوك بديلاً للسندات التقليدية التي تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية. ففي حين أن المعاملات الإسلامية تتجنب التعامل بالربا والمحرمات في مبنى العقد أو في المشاريع الاستثمارية، فإن السندات التقليدية تعتبر الربا مرتكزاً لتعاملاتها وأساس لا بد منه في الكثير من المشاريع الاستثمارية، وعليه فإنه لا يجوز إصدار صكوك إسلامية لأغراض محرمة شرعاً.

و"العبرة في العقود ليست بالألفاظ والمباني وإنما بالمقاصد والمعاني" لذلك لا بد من شرعية مآل تطبيق هذه الصكوك، فيجب أن يتم التدقيق الشرعي والرقابة على طول مراحل المشروع

الاستثماري، إبتداءً من إعداد نشرة الإصدار وإصدار هذه الصكوك وشرعية العقود المبنية عليها إلى تطبيقاتها الفعلية وتداولها في الأسواق المالية.

ثانياً: تُصدر الصكوك وفق صيغة تمويل شرعية.

الصكوك الإسلامية من حيث المبدأ ورقة مالية واحدة لكنها تختلف حسب العقد الشرعي الذي تبنى على أساسه، فنجد صكوك المضاربة مبنية على عقد المضاربة وتأخذ أحكامه، وصكوك المشاركة مبنية على أساس عقد المشاركة بأنواعه وتأخذ أحكامه، وهكذا ...

تُصدر الصكوك الإسلامية على أساس عقد من العقود الشرعية وتأخذ أحكامه، وقد خَصَّت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بالمعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: "صكوك الاستثمار"¹ الذي تضمن تفصيلاً لموضوع الصكوك بداية من أنواعها، وخصائصها، والأحكام والضوابط الشرعية فيما يخص الإصدار والتداول والاسترداد (الإطفاء).

ثالثاً: الصكوك الإسلامية تمثل ملكية شائعة في الموجودات دون ملكية التصرف.

إن الربح المترتب عن الصكوك الإسلامية يكتسب شرعيته من مُك * حملة الصكوك لهذه الورقة المالية - الملك سبب شرعي لاستحقاق الربح -، وهذه الملكية لا تقتصر فقط على استحقاق جزء من الأرباح لأن هذه الحالة غير شرعية فهي تتضمن عدم تحمل حامل الصك لتبعية الهلاك²، وإنما يقصد بالملكية، ملكية جزء مشاع من موجودات ذات عائدات (ولا تمثل ديناً في ذمة المُصدر)، والتي تكون عبارة عن أعيان أو منافع أو خدمات - وفي بعض مراحل المشروع تكون عبارة عن ديون كصكوك السلم أو تتحول إلى ديون كصكوك المرابحة - تموّل من حصيلة الاكتتاب فيها.

ينقسم الملك إلى ثلاث أقسام وهي: مُلك الأصل ومُلك التصرف، ومُلك التصرف دون مُلك الأصل كحالة المضارب والوكيل، ومُلك الأصل دون مُلك التصرف كحالة رب مال المضاربة، والمحجور عليه وحامل الصك. فأما القسم الأول وهو مُلك الأصل ومُلك التصرف فهذا المُلك يتيح

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: "صكوك الاستثمار"، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 463.

* ينظر إلى مسألة الملكية القانونية والملكية النفعية والملكية العدمية في الفصل الثالث، لأن واقع ملكية الصكوك ليست كما هو منظر لها.
² عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ط 1، ج 11، 2010م، ص 39.

كل أوجه التصرف بالأصل بما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مُلكاً مُقيداً فالملك المطلق لله عز وجل¹.

والقسم الثاني وهو مُلك التصرف دون مُلك الأصل كحالة المضارب فله أن يتصرف في مال المضاربة وفق الشروط المتفق عليها، وكذا حالة الوكيل فله حرية التصرف أيضاً دون حق المُلكية في الأصل. والقسم الأخير وهو مُلك الأصل دون مُلك التصرف كالمحجور عليه، ورَبُّ المال في عمليات المضاربة التي من شروطها عدم تدخل رب المال في المضاربة، وكذا حالة حامل الصك فمُلكية الصَّك التي هي في الأصل مُلكية في الأصول (الموجودات)، فإن هذه المُلكية لا تُحوَّل حامل الصَّك التصرف بموجودات الأصل كعمليات البيع مثلاً.

وتتمثل الحقوق التي تترتب على مُلكية الصَّك في حق الرقابة، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين، والحق في نصيب من الأرباح والاحتياطات، وحق التنازل عن الصَّك، وحق التصرف في الصَّك إلا بما يمنعه القانون أو ما هو ملتزم به في نشرة الإصدار، وحق الشفعة، وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته². وباعتبار حامل الصَّك مالك للأصل فقط دون ملكية التصرف فإن هذا ينصب في مصلحة المشروع لأنه لو مُنِح مُلكية التصرف لحوَّلته بيع ولو جزء من هذا الأصل وبالتالي سيعيق هذا مسار المشروع الاستثماري.

رابعاً: الصكوك الإسلامية قائمة على مبدأ استحقاق الربح وتحمل الخسارة.

إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين حملة الصكوك هو الاشتراك في الربح والخسارة، وذلك بغض النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها في تنمية الموجودات المتمثلة بالوحدة الاستثمارية من متاجرة أو إجارة أو غيرها³.

¹ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ط 1، ج 11، 2010م، ص 39، رفيق يونس المصري، أصول الاقتصاد الإسلامي، دار القلم، دمشق، سورية، ط 6، 2012م، ص 49.

² علي محي الدين القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، 2009م، ص 339.

³ المرجع نفسه.

على هذا الأساس فالصكوك كغيرها من المنتجات المالية الإسلامية تقوم على مبدأ "الغرم بالغنم"، فكل الحملة يشتركون في الغنم الذي يترتب عن استثمار حصيلة الاكتتاب في الصكوك كلٌّ حسب نسبة مشاركته، ويتحملون غرمها المتمثل في كل المخاطر التي تطرأ على الموجودات التي تمثلها الصكوك في حدود حصة كل مشارك، وذلك في حالة عدم التعدد أو التقصير من المضارب.

خامساً: تحمل أعباء الملكية.

فعلى حامل الصك أن يتحمل كل الأعباء المترتبة عن ملكيته الشائعة للموجودات الممثلة في الصك سواء كانت الأعباء عبارة عن هبوط القيمة، أو ضرائب الملكية أو مصاريف استثمارية، أو مصاريف الصيانة الأساسية ومصاريف التأمين -إن وجدت-، وما دون ذلك يمكن اشتراطه على المستفيد¹. وعلى هذا فإن الأعباء المتمثلة في المصاريف الأساسية المتعلقة بالأصل وملكيتها يتحملها حامل الصك، أما المصاريف الدورية أو التشغيلية فإنها تُحمَّل على المستفيد من الموجودات.

سادساً: الصك ورقة مالية لإثبات الحق.

تعد الصكوك الإسلامية ورقة مالية لإثبات الحق وهي ليست مالاً مُنْقَوِّماً في ذاتها، ولكنها وثيقة بالحق فقط ودليل عليه، ويقوم مقامه في الحياة والقبض والتداول²، ويقصد بالمال المُنْقَوِّم كل ما كان محرراً بالفعل، وأباح الشرع الانتفاع به³.

وعليه فإن الصكوك الإسلامية تثبت أحقية حاملها في ذلك المال المتمثل في موجودات المشروع، وحياة الصكوك الإسلامية بمثابة حياة الموجودات الممثلة بها (الموجودات التي مؤلت من حصيلة الاكتتاب فيها)، وبالتالي فإن الصكوك الإسلامية لا تُؤدِّد الائتمان لحامها ودليل ذلك أن تداول الصكوك الإسلامية التي تمثل ديناً بشكل مطلق (كصكوك السلم) أو التي تمثلها في مرحلة معينة (كصكوك المرابحة) غير جائز شرعاً.

¹ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 40.

² محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، 1-5 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق لـ 26-30 أبريل 2009م، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص 4.

³ وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته: الشامل للأدلة الشرعية والآراء المذهبية وأهم النظريات الفقهية وتحقيق الأحاديث النبوية وتخريجها، دار الفكر، دمشق، سورية، ط 4، ج 4، د.ت، ص 402.

سابعاً: انتفاء ضمان المضارب أو الوكيل أو الشريك.

في صكوك المضاربة لا يتم تضمين المضارب أو الوكيل أو الشريك في حالة وجود خسارة، إلا في حالة التعدي أو التقصير.

تتميز كل من المضاربة والمشاركة والوكالة -وهي صيغ التمويل التي تدار بها عملية التصكيك* - بتتافيهها مع الضمان، فلا يتحمل مُصدِر الصكوك الخسارة، ولا يضمن رأس مال حامل الصك (الأصول التي تمثلها الصكوك)، أو أن يضمن أحد حملة الصكوك غيره، لأن هذا يحوّل العملية إلى ربا¹، وبالتالي فإن حامل الصك سيحصل على ربح ما لم يضمنه وهذا الذي نهى عنه الرسول ﷺ في قوله: "لَا يَحِلُّ سَلْفٌ وَبَيْعٌ وَلَا شَرْطَانِ فِي بَيْعٍ وَلَا رِبْحٌ مَا لَمْ تَضْمَنْ وَلَا بَيْعٌ مَا لَيْسَ عِنْدَكَ"².

إلى جانب هذا فلو تم ضمان رأس المال سيصبح شأن الصكوك كأسهم الممتازة المحرمة شرعاً، كما نص مجمع الفقه الإسلامي الدولي على أنه: "لا يجوز إصدار الأسهم الممتازة، لما لها من خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح"³، لذا فإن أي ضمان بين طرفي العقد الرئيسيين سيُفسد العقد.

ويجب التمييز بين أن يكون الضامن أحد طرفي العقد أو طرفاً ثالثاً متبرعاً لا يمتُّ لطرفي العقد الرئيسيين بأي صلة شخصية أو مالية ولا يؤجر على هذا التبرع، ف ضمان الطرف الثالث لما يحصل من نقصان في قيمة الأصول المُمثّلة في الصكوك أو خسارة في المشروع لا يوجد ما يمنعه شرعاً، وهذا ما بينه قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار أنه "لا يوجد ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة

* المُصدر يقوم بإصدار صكوك متنوعة (استصناع، مرايحة،) إلا أن هذه الصكوك يتم إدارتها إما مضاربة أو مشاركة أو وكالة.
¹ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ط1، ج11، 2010م، ص40.

² حديث حسن صحيح، سليمان بن الأشعث السجستاني أبو داود (ت: 275 هـ)، سنن أبي داود، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، د.ط، ج3، دت، باب في الرجل يبيع ما ليس عنده، حديث رقم: 3506، ص303، وصححه الألباني، محمد ناصر الدين الألباني (ت: 1420هـ)، صحيح الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير، المكتب الإسلامي، بيروت، لبنان، ط3، المجلد 2، 1408هـ، 1988م، حديث رقم: 6959، ص1169.

³ قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، الدورة السابعة في جده بالملكة العربية السعودية من 7 إلى 12 ذي القعدة 1412هـ، الموافق من 9 إلى 14 ماي 1992م، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 222-223.

على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه،...¹.

ثامناً: تُصدَر الصكوك الإسلامية عن جهة مالكة لموجودات معينة أو ترغب في تملكها.

تعددت أوجه إصدار الصكوك بين عملية تصكيك من جهة مالكة لموجودات معينة وترغب في بيعها واستيفاء ثمنها من خلال حصيلة الاكتتاب واستثمارها²، أو تصكيك أصول معينة من خلال صكوك الإجارة مثلاً واستغلال المبالغ المُحصَّلة لتطوير أو توسيع أو صيانة هذه الأصول (المشروع القائم بذاته)، أو تتم عملية التصكيك أصلاً لجمع مبالغ ضخمة لإقامة مشروع استثماري جديد كلياً.

تاسعاً: الصكوك الإسلامية أداة استثمارية ذات كفاءة.

تعد الصكوك الإسلامية أداة مالية مناسبة لإثبات قدرة الاستثمار الإسلامي على المنافسة بل وقيادة الاقتصاد العالمي، وأن هناك آلية أخرى للتمويل غير سعر الفائدة، وتعتمد على المخاطرة والمشاركة ويمكن تطبيقها على أرض الواقع، وهو ما كان مرفوضاً لسنوات طويلة من خلال مقولة "لا اقتصاد بغير بنوك، ولا بنوك بغير ربا" والتي كانت سائدة لدى العامة والمختصين في عالم المال. كما أن توفر هذه الأداة من شأنه أن يُمكن المصارف الإسلامية من ممارسة أنشطتها بمستوى أكبر، حيث أنها تدير معظم عمليات الاكتتاب لهذه الصكوك³. وهذا ما تحقق بالفعل فكبرى الدول الغربية كبريطانيا أعلنت نيتها لإصدارها صكوك إسلامية سيادية ومؤشر إسلامي في بورصة بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008م⁴.

¹ "قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار"، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المرجع السابق، ص152.

² حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، متوفر على موقع الأستاذ الدكتور حسين حامد حسان على الرابط التالي: (تاريخ الإطلاع: 2013/11/22م) <http://www.hussein-hamed.com/pagedetails.aspx?id=92>.

³ سعود بن ملوح الغنزي، الصكوك الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2010م، ص 23، نقلاً عن مقال: الصكوك الإسلامية مالها وما عليها، من إعداد موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.

⁴ بريطانيا أول دولة غربية بصدد إصدار صكوك إسلامية سيادية قريباً، تقرير لـ CNN بالعربية على الرابط التالي: (النشر: 2014/06/13م) <http://arabic.cnn.com/business/2014/06/13/britain-set-become-first-western-nation-issue-sovereign-islamic-bond>

لكن إعلان الدول الكبرى لإصدار الصكوك لا يعني بالضرورة قوة وكفاءة هذه الأداة، بل قد تكون وسيلة لجذب رؤوس الأموال الإسلامية وإعادة تدويرها في شكل صكوك وهذا لا يخدم اقتصاديات الدول الإسلامية بتاتا.

عاشراً: تصدر الصكوك بأجال مختلفة.

تصدر الصكوك الإسلامية بأجال متفاوتة، وقد تصدر دون تحديد أجل في بعض الحالات النادرة، وذلك حسب طبيعة عقود الاستثمار التي تصدر الصكوك على أساسها¹. وبالنظر لطبيعة العقد الذي يحكم الصكوك فإن الأجل مرتبطة بهذا العقد، فصكوك الإجارة مرتبطة بمدة الإجارة، وبدورها تختلف عن باقي أنواع الصكوك كالمشاركة بنوعيتها، فالثابتة مدتها أطول من المتناقصة المنتهية بالتملك التي تعتمد على فترة معينة محددة في العقد لتحويل الملكية للطرف الثاني، وكذا تختلف عن صكوك المضاربة،...، ويتم تحديد مدة الصك في نشرة الإصدار لتقادي الجهالة والغرر.

الفرع الثاني: الخصائص المشتركة مع باقي الأوراق المالية.

فإضافة لما سبق ذكره من خصائص انفردت بها الصكوك الإسلامية باعتبارها منتجاً أصيلاً وليس استنساخاً كما يرى البعض، هناك خصائص عامة تشترك فيها هذه الأداة المالية مع الأسهم والسندات، وهذه الخصائص تجعل من الصكوك بديلاً للأوراق المالية التقليدية في التعاملات الحالية، وتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

أولاً: تُصدَرُ الصكوك الإسلامية بفئات متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة.

تُصدَرُ الصكوك الإسلامية عن طريق تجزئة قيمة الموجودات القائمة أو المُراد اقامتها إلى فئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية مال مُعين، وذلك تيسيراً لشراء هذه الحصص وتداولها وتوزيع ناتج استثمارها². ولا يمكن أن تُجزأ هذه القيمة إلى أقل من ذلك، فهي بذلك أقل قيمة يمكن الاشتراك بها في هذا المشروع. وفي حالة أن مُلك الصك الواحد يؤول لشخصين أو

¹ حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره.

² محمد عغيد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، مرجع سبق ذكره، ص 4، عبد الجبار السبهاني، الوجيز في التمول والاستثمار وضعياً وإسلامياً، مطبعة حلوة، إربد، الأردن، ط 1، 2012م، ص 115.

أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن من يمثل الورثة أمام الشركة شخص واحد¹ ينوب عنهم في كل ما يخوله الصك من حقوق.

ثانياً: الصكوك الإسلامية قابلة للتداول من حيث المبدأ.

تعد الصكوك الإسلامية أوراقاً مالية قابلة للتداول من حيث المبدأ تداولاً شرعياً كالبيع والرهن والهبة لأنها تمثل حصة شائعة في مال معين، فيكون حكمها حكم المال الذي تمثل حصة شائعة فيه²، إلا أنه يشترط في ذلك مراعاة نوع الموجودات التي تمثلها الصكوك، حيث يختلف الحكم على التداول باختلاف نوع الصكوك.

إلى جانب أن تداول الصكوك يستوجب وجود سوق ثانوية نشطة يمكن من خلالها تداولها مما يساهم في نجاح هذه الأوراق المالية³، كما أن هذا التداول يخضع لإرادة طرفي التصرف (حامل الصك ومُصدره أو حامل الصك وطرف آخر) والعرض والطلب⁴.

ثالثاً: الصكوك أداة للتحكم في حجم السيولة النقدية.

حيث يمكن للسلطات النقدية أن تستعين بالصكوك كأداة للحفاظ على التوازن في مستوى السيولة، ففي حالة حدوث انكماش اقتصادي (الحاجة إلى السيولة) يتم إصدار الصكوك لجمع الأموال من المستثمرين فيها لإقامة مشاريع، أو بيع بعض الموجودات للمكتتبين بتصكيكها، وإدارتها وتعهدها بشراء تلك الموجودات، أما في حالة التضخم النقدي (وجود فائض في السيولة) فيتم الاكتتاب في صكوك أو شرائها⁵، فالصكوك الإسلامية إذن بديل شرعي لأدوات السياسة النقدية التقليدية.

¹ علي محي الدين القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 338.

² محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، مرجع سبق ذكره، ص 4.

³ سعود بن ملح العنزي، الصكوك الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

⁴ حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، مرجع سبق ذكره.

⁵ أنظر: حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، يومي 10 و11 جمادى الآخرة 1431هـ، الموافق 24 و25 ماي 2010م، جامعة الملك عبد العزيز، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 166، يوسف بن عبد الله الشبلي، أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 7-8 مايو 2012م، المنامة، البحرين، ص 3، أحمد محمد أحمد كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة، دار النفائس، عمان، الأردن، ط1، 2015م، ص 40، المعيار الشرعي رقم (44) بعنوان: "السيولة: تحصيلها وتوظيفها"، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 1109-1110.

حيث يمكن للسلطات النقدية أن تستعين بالصكوك الإسلامية كأداة للحفاظ على التوازن في مستوى السيولة، ففي حالة حدوث انكماش اقتصادي (الحاجة إلى السيولة) يتم إصدار الصكوك لجمع الأموال من المستثمرين فيها لإقامة مشاريع، أو بيع بعض الأصول للمكتتبين بتصكيكها، وإدارتها وتعهدها بشراء تلك الأصول، أما في حالة التضخم النقدي (وجود فائض في السيولة) فيتم الاكتتاب في صكوك أو شرائها، فالصكوك الإسلامية إذن بديل شرعي لأدوات السياسة النقدية التقليدية.

رابعاً: الصكوك أداة فعالة في التعامل بين البنوك الإسلامية والبنوك المركزية.

قدم أحد الباحثين مقترحاً لامكانية استخدام الصكوك عوضاً عن السندات التقليدية -التي لا يمكن للبنوك الإسلامية شراؤها- في إدارة السيولة مقيدة الأجل وذلك باستخدام اتفاقية إعادة الشراء "الريبو Repo"، وإعادة الشراء المعاكس "Reverse Repo".^{*} وعليه فإن التوسع في إدارة الصكوك وتفعيل استخدامها سيُعدُّ نقلة كبيرة في تعامل البنوك المركزية مع البنوك الإسلامية؛ لأن البنوك الإسلامية ستكون قادرة على الاحتفاظ بالصكوك الإسلامية الحكومية، وسيسهل ذلك إدارة السيولة لديها¹. والأمر يحتاج إلى دراسة شرعية لهذا الجانب لما فيها من مخالفات كبيع وشرط وقد يندرج أيضاً تحت بيع العينة.

خامساً: الصكوك ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

تصنف الصكوك بشكل عام على أنها أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية، خاصة الصكوك ذات العائد الذي يتماشى مع مؤشر سوقي للعائد، فإن تغيراتها سوف تكون أقل حدة بسبب

* اتفاقية إعادة الشراء Repurchase Agreement (الريبو Repo) هي عملية بيع أوراق مالية مع تعهد بشرائها من المشتري في تاريخ محدد وبسعر متفق عليه مسبقاً، أما إعادة الشراء العكسي في شراء أوراق مالية والتعهد ببيعها بسعر محدد في تاريخ محدد. وهي إحدى الأدوات المهمة والمتاحة للبنك المركزي لإدارة السيولة النقدية. وتأتي أهميتها في كونها نافذة مفتوحة للمصارف التجارية المحلية للحصول على السيولة اللازمة لتغطية احتياجاتها غير المتوقعة في عمليات المقاصة اليومية، والتخلص من السيولة الزائدة عن حاجتها عن طريق اتفاقيات إعادة الشراء المعاكس "Reverse REPO". أنظر: جبرين بن عبد الرحمن الجبرين، وصالح بن عبد العواد، "تجربة المملكة العربية السعودية في مجال إتفاقيات إعادة الشراء (الريبو)، متوفرة على موقع مؤسسة النقد العربي السعودي على الرابط التالي:

<http://www.sama.gov.sa/News/Pages/News14250614.aspx> (تاريخ النشر: 2004/07/31م)،

REUTERS FINANCIAL GLOSSARY, Thomson Reuters, Published by Pearson Education, London, GREAT BRITAIN, 2nd Edition, 2003, p. 175.

¹ حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سبق ذكره، ص 165-167.

أن العائد فيها يتماشى مع العائد السائد في السوق¹. وتتباين مخاطر الصكوك الإسلامية وفقاً لهيكل الصك الذي تبني عليه الصكوك، والموجودات المكونة لها، فمخاطر صكوك المرابحة تختلف عن مخاطر صكوك المشاركة، وصكوك الاستصناع وصكوك الإجارة، إلا أن هناك مخاطر مشتركة بين جميع أنواع الصكوك كمخاطر مخالفة الأحكام الشرعية للتصكيك، كأن يكون إصدار الصكوك وتداولها مناقضاً لهذه الأحكام مما يعرضها للبطلان ويمس بشرعيتها. أو كتعارض الأنظمة الاقتصادية التقليدية للدول المصدرة للصكوك مع الأحكام الشرعية لها، الأمر الذي يؤدي إلى تعارض في مراحل عملية التصكيك وقد يتسبب في إخفاقها، أو كمخاطر العجز في سداد عوائد الصكوك فهذا يعتمد على القدرة الائتمانية للمدين ودور وكالات التصنيف في التوجيه والترشيد².

وهناك محاولات للتحوط من هذه المخاطر تمثلت في تضمين مدير إصدار الصكوك على أساس دراسة الجدوى، فلو حدثت خسائر كان سببها تغيير في هذه الدراسة وجب الضمان، واستند لهذا الاجتهاد بأن "التغيير بالقول كالتغيير بالفعل يوجب الضمان"، كما استُدل بالحديث "على اليد ما أخذت حتى تؤديه"³. إلى جانب هذا السبيل للتحوط هناك أيضاً تعهد مدير الإصدار بشراء الصكوك بغير القيمة الاسمية من قبل طرف ثالث لا علاقة له بطرفي العقد تبرعاً... الخ⁴.

ويجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك. لا مانع شرعاً من اقتطاع نسبة معينة من العائد⁵.

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، كوالا لامبور، ماليزيا، ط 1، 2011م، ص 232.
² عبد الستار الخويلدي، التأمين على الودائع والاستثمارات والصكوك والتعامل مع مؤسسات الضمان الحكومية والخاصة، بحوث ندة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، مجموعة البركة المصرفية، المنامة، البحرين، ط 1، 2011م، ص 267-268.
³ حديث ضعيف، أحمد بن شعيب أبو عبد الرحمن النسائي، سنن النسائي الكبرى، تحقيق: عبد الغفار سليمان البنداري وسيد كسروي حسن، باب: المنيحة، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 3، 1411هـ، 1991م، حديث رقم: 5783، ص 441.
⁴ معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التاسعة عشر، مرجع سبق ذكره، ص 24-25.
⁵ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: "صكوك الاستثمار"، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية وباقي الأوراق المالية

حتى يتم إبراز ماهية الصكوك الإسلامية بشكل يوضح التصور الدقيق لها كأداة مالية إسلامية أصيلة يمكن اللجوء لها لمختلف أوجه التمويل الإسلامي من جهة، وأن تعتبر أحد المكونات الرئيسية في السوق المالي الإسلامي من جهة أخرى، لابد من التطرق لأوجه الاختلاف بينها وبين كل من السندات التقليدية Bonds والأسهم Shares، وكذلك إبراز الفرق بين عملي التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي (Securitization).

وقد تم تقسيم هذا المبحث على النحو التالي:

المطلب الأول: الفرق بين الصكوك والسندات.

المطلب الثاني: الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.

المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك والأسهم.

المطلب الأول: الفرق بين الصكوك والسندات.

قبل البت في ابراز أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، لابد من تعريف السندات في اللغة، وفي اصطلاح فقهاء القانون، وفي اصطلاح الاقتصاديين وذلك لبناء تصور كامل لخصائص هذه الأداة التقليدية.

الفرع الأول: تعريف السندات التقليدية.

أولاً: السندات لغةً.

السندات جمع سند، وجاء معنى السند في اللغة العربية بعدة مفاهيم منها: ما ارتفع من الأرض في قبل الجبل أو الوادي، والسند كل ما يستند إليه ويُعتمد عليه من حائطٍ وغيره، ومنه قيل لصكِّ الدين وغيره سندٌ. وقيل ساندته إلى الشيء فهو يتسأدُّ إليه أي أسندته إليه، ويقال: سَنَدَ الشيء أي جعل له سناداً أو عماداً يَسْتَدُّ إليه، وفلانٌ سَنَدٌ أي مُعْتَمَدٌ (إنسانٌ معتمدٌ)¹.

ثانياً: السندات اصطلاحاً.

1. الاصطلاح القانوني: عرّف فقهاء القانون التجاري السندات بعدة تعريفات، منها:

- أن السندات: "صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، تثبت حق حاملها فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، واقتضاء دينه في الميعاد المحدد لانتهاء مدة القرض"².

¹ أبو الفضل ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 220-221، محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي (ت: بعد 666هـ)، مختار الصحاح، مرجع سبق ذكره، ص 133، محمد مرتضى الحسيني الزبيدي (ت: 1205هـ)، تاج العروس من جواهر القاموس، تحقيق: عبدالعزيز مطر، مطبعة حكومة الكويت، الكويت، ط 2، ج 8، 1994م، ص 215، مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، دار التحرير، القاهرة، مصر، د.ط، 1989م، ص 323-324.

² محمد شكري الجميل العدوي، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014م، ص 404، أبو زيد رضوان، شركات المساهمة والقطاع العام، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، د.ط، 1981م، ص 106-107.

- وعُرفَ السند أنه: "الصك الذي يثبت دين الشركة أمام المقترض، ويكون قابلاً للتداول بالطرق التجارية بحسب الشكل الذي يتخذه، فإذا كان اسماً فإنه ينتقل بالقيود في دفاتر الشركة، أما إذا كان السند لحامله فإنه ينتقل بالتسليم"¹.

2. الاصطلاح الاقتصادي: تعددت أيضاً تعريفات السندات التقليدية عند الاقتصاديين، ومنها:

- السندات التقليدية هي: "أوراق مالية متساوية القيمة تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدمه من مال على سبيل القرض للشركة وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحاً كانت أو خسارة، واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية،..."².

- كما تُعرَّف على أنها: "وثيقة قانونية يلتزم فيها المصدر بدفع فائدة ثابتة خلال مدة محددة ورد القيمة الاسمية في تاريخ استحقاقها، وتُعدُّ أكثر أماناً باعتبار أن الشركة المصدرة تقوم بتسديد قيمها إلى مستحقيها قبل توزيع الأرباح"³.

- وتُعرَّف أيضاً أنها: "وثيقة لإثبات مديونية المصدر (التمول/المدين) بقيمة السند مع الفوائد المترتبة عليه لحساب المُكْتَب (الممول/الدائن) ويستحق بموجب هذا العقد غير المباشر الذي تحكمه نشرة الإصدار الحصول على فوائد سنوية طويلة مدة القرض زيادة على حق استرداد قيمة القرض عند تمام الأجل المسمى وأي نفع يوجبه المدين على نفسه"⁴.

مما سبق فإن السندات التقليدية هي أوراق مالية متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، تُصدر مقابل الدين المقدم للشركة المُتَمَوِّلة (المُقْتَرِضة)، وتُسْتَحَق فوائده دورية ثابتة غير مرتبطة بنتيجة استثمار المصدر (تسدد الفوائد بغض النظر عن الأرباح) وذلك إلى تاريخ الاستحقاق حيث يتم رد قيمة الدين الإسمية كاملةً، وفي حال التصفية فغنها تُقدَّم على الأسهم.

¹ محمد سمير الشراوي، الشركات التجارية في القانون المصري، مكتبة دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1986م، ص 181.

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، سلسلة دراسات في الاقتصاد الإسلامي، ع 2، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، ط 1، 1996م، ص 291.

³ Reuters Financial Glossary, p. 18.

⁴ عبد الجبار حمد عبيد السبهاني، الوجيز في التمول والاستثمار وضعياً وإسلامياً، مرجع سبق ذكره، ص 30.

الفرع الثاني: أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

الجدول الموالي يبين أهم نقاط الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

جدول رقم (1): أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

وجه الاختلاف	الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
الملكية (ما تمثله)	الصك يمثل ملكية موجودات (أصول، أو منافع، أو حقوق)	كل السندات عبارة عن ديون في ذمة المُصدر.
الجهة المُصدرة	تصدر عن جهة مالكة لأصول أو ترغب في تملكها، أو تنشئها.	تصدر عن جهة قائمة ترغب في جمع رأس مال لتمويل معين، أو توسيع مشروع قائم.
القيمة الاسمية	يُصدَر الصك بقيمته الاسمية فقط.	يمكن أن يُصدَر بأقل من قيمته الاسمية.
نشرة الإصدار	تتضمن ضوابط شرعية على مستخدم حصيلة الإصدار.	نشرة الإصدار لا تتضمن أية ضوابط شرعية.
المدة	مسمأة. (محددة في نشرة الإصدار)	محدودة، وليس لها علاقة بالنشاط.
التداول	نقل حصة من ملكية الموجودات.	بيع دين أجل بنقد حال.
المخاطر	الممول يشارك في تحمل مخاطر الصكوك، وهي ورقة مالية متدنية المخاطر.	الممول لا يشارك في تحمل المخاطر، وهي ورقة مالية عديمة المخاطر مقارنة بالصكوك.
الربح والخسارة	يشارك في الربح والخسارة حسب نتيجة المشروع.	ليس له علاقة بنتيجة المشروع، بل هو فائدة سنوية مضمونة.
الإطفاء	تطفأ بالقيمة السوقية أو المتفق عليها (رأس المال غير مضمون)، أو الاسمية (الإجارة).	تطفأ بالقيمة الاسمية مع أولوية عند التصفية.
الجوانب المحاسبية	أداة تمويل خارج الميزانية (في الغالب).	أداة تمويل ضمن قائمة المطلوبات (الخصوم).

المصدر: حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، **صكوك الحقوق المعنوية**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، يومي 10 و11 جمادى الآخرة 1431هـ، الموافق 24 و25 ماي 2010م، جامعة الملك عبد العزيز، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 164-165، قرار رقم 178 (19/4) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي "منظمة المؤتمر الإسلامي سابقاً"، طبع على نفقة الأمانة العامة للأوقاف بالشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، 2011، ص 577، سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، سلسلة دراسات في الاقتصاد الإسلامي، ع 2، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، ط 1، 1996م، ص 291، علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية ودورها في الادخار والتمويل والاستثمار، ندوة الصكوك من ناحية شرعية وعملية واقتصادية وقانونية (مشاهدة مباشرة على موقع اليوتيوب)، الأربعاء 6 نوفمبر 2013م، مركز الاقتصاد والتمويل الإسلامي، كلية الدراسات الإسلامية، مؤسسة قطر، الدوحة، قطر، أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، مصر، ط 1، 2009م. ص 25.

المطلب الثاني: الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.

قبل البت في ايضاح أهم الفروقات بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي، لابد من توضيح معنى كلٍ منهما.

الفرع الأول: تعريف التصكيك الإسلامي.

عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التصكيك الإسلامي على أنه: "تقسيم ملكية الموجودات من الأعيان أو المنافع أو هما معاً إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدار صكوك بقيمتها"¹.

أما مجمع الفقه الإسلامي الدولي فقد عرّفه على أنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات..."².

وعليه فالتصكيك الإسلامي هو عملية تقسيم ملكية موجودات معينة (غير الديون) إلى أوراق مالية تسمى صكوكاً (لها خصائص مضبوطة بأحكام الشريعة الإسلامية)، أي أن التصكيك هو العملية المنشئة للصكوك الإسلامية، حيث يهدف لحشد السيولة اللازمة لاستثمار معين.

الفرع الثاني: تعريف التوريق التقليدي (Securitization).

يُعرّف التوريق التقليدي على أنه: "تقنية تستخدمه الشركات لرفع التمويل" "تكنولوجيا مالية مستحدثة تهدف إلى حشد بنك ما لمجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة بأصول في صورة دين واحد معزز ائتمانياً، ثم عرضه من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في صورة أوراق مالية للجمهور لتقليل مخاطر التأخير أو العجز عن الوفاء بهذه الديون وضمان التدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك"³.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: "صكوك الاستثمار"، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 489.

² قرار رقم 178 (19/4) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 576.

³ حسين عثمان، التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني، آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، العين، وغرفة تجارة دبي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2007م، ص 17.

ويُعرّفه الدكتور نزيه حمّاد على أنه: "جَعَلَ الدَّيْنُ المؤجَّل في ذمّة الغير- في الفترة ما بين ثبوته في الذمّة وحلول أجله- صكوكاً قابلة للتداول في سوق ثانوية. وبذلك يمكن أن تجرى عليه عملية التبادل والتداول المختلفة، وينقلب إلى نقود ناضئة بعد أن كان مجرد التزام في ذمّة المدين"¹.

ويرى الدكتور عبد الجبار السبهاني أن هذه العملية قائمة على ثلاث أهداف وهي²:

1. تجزئة القيم إلى حصص أو أجزاء متماثلة لا تقبل القسمة تمثل الحد الأدنى للمشاركة.
2. توثيق عائدة هذه القيم عن طريق إصدار وثائق نمطية: أسهم أو صكوك أو سندات، تثبت ملكية حائزها لما تمثله من حصص في محل الشركة.
3. توفير آلية لتداول هذه الوثائق من خلال أسواق الأوراق المالية.

وعليه فالتوريق التقليدي عملية إصدار سندات تمثل ديوناً للمُصدر في شكل أوراق مالية متساوية القيمة تثبت ملكية حائزها، وقابلة للتداول في السوق الثانوية.

الفرع الثالث: أهم أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.

الجدول الموالي يوضح أهم الفروقات بين عملية التصكيك الإسلامي وعملية التوريق التقليدي.

¹ نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2012، ص 226.

² عبد الجبار السبهاني، الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن، المجلد 5، ع 2/أ، 2009م، ص 98.

جدول رقم (2): أهم أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.

وجه الاختلاف	التصكيك الإسلامي	التوريق التقليدي
أصل العملية	تحويل موجودات غير سائلة (أعيان أو منافع أو خليط من الأعيان والمنافع والديون) إلى أوراق مالية.	تحويل موجودات غير سائلة (ديون وقروض كالرهون السكنية والعقارات التجارية) إلى أوراق مالية.
التداول	لها ضوابط ومنها عدم تداول صكوك تمثل ديناً (كصكوك السلم).	بيع دين مؤجل بنقد حال (منهي عنه شرعاً)*.
هيئة الرقابة الشرعية	يستوجب وجود هذه الهيئة لهيئة الإصدار ووضع معايير لمراقبة مراحل عملية التصكيك.	غير موجودة.
تغطية الإصدار	ان لم يتم تغطية الإصدار ترد المبالغ إلى المكتتبين.	ان لم يتم تغطية الإصدار يتم اللجوء إلى قرض ربوي.
الشركة ذات الغرض الخاص**	العلاقة بين مصدر الصكوك والشركة ذات الغرض الخاص علاقة بيع حقيقي أو عملية مشاركة في الموجودات، ولا يمكن له أن يملك حصة منها لتفادي تضارب المصالح.	العلاقة بين مصدر السندات والشركة ذات الغرض الخاص علاقة شكلية، ويمكن له أن يمتلك حصة منها.
فائض السيولة	يستثمر وفق الصبغ الإسلامية.	يستثمر وفق سعر الفائدة.
الآثار	يساهم في بناء مشاريع استثمارية ملموسة.	توريق الديون لا يساهم في الاقتصاد الحقيقي بل يقلص منه.

المصدر: عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، بحث مقدم للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009م، ص 1، فؤاد أحمد محمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، المرجع السابق، ص 59، أحمد محمد أحمد كليب، الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 1، 2015م، ص 35-36.

* عملية بيع الدين بنقد حالاً أو مؤجلاً له صورتان، الأولى بيع الدين بجنسه، والثانية بغير جنسه، وكلا الصورتين غير جائزة باتفاق العلماء، لأنه لم تتحقق فيها شروط عقد الصرف.

** الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) Special Purpose Vehicle: أنظر الصفحة رقم 66.

المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك والأسهم.

تعد الأسهم من أبرز الأدوات المالية شيوعاً في السوق المالي، خاصةً وأنها أساس قيام الشركات المساهمة.

الفرع الأول: تعريف الأسهم.

أولاً: لغةً.

السين والهاء والميم أصلان: أحدهما يدل على تغيرٍ في لون، والآخر على حظٍ ونصيبٍ وشيءٍ من أشياء¹.

والأسهم جمع سهم، ويجمع السهم أيضاً على سهام وسهمان وسهمية، وجاء بعدة معانٍ منها: النصيب، والحظ، والقِدْحُ الذي يقارع* به، والنَّبْلُ، والمقياس الذي تمسح به الأرض وهو مقدار ستِّ أذرعٍ في معاملات الناس ومساحاتهم، ...، ويقال: استهم الرجلان أي تقارعا، ساهمه فسهمه أي باراه ولاعبه فغلبه، وقاسمه أي أخذ سهماً: أي ناصبه معه ومنه شركة المساهمة. ويقال: أعطيته سهماً وساهمته مساهمةً أي قارعته مقارعةً، والسهمية هي النصيب².

وجاء في القرآن الكريم قوله تعالى: ﴿ فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ ﴾ (الصفافات: 141)، أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين³.

¹ أبي الحسن أحمد بن فارس بن زكريا (ت: 395هـ)، معجم مقاييس اللغة، تحقيق: عبد السلام محمد هارون، دار الفكر، د.ط، ج 3، 1979م، ص 111.

* معنى المقارعة: اظهار سهم - حصة - كل طرف، كما جاء كما جاء في الحديث أن رجلاً من الأنصار إلى رسول الله صلى الله عليه وسلم يختصمان في مواريث فقال "أذهباً فافتسما وتوخيا الحق ثم استهما...". حديث حسن، أحمد بن الحسين بن علي بن موسى أبو بكر البيهقي (ت: 458هـ)، سنن البيهقي الكبرى، تحقيق: محمد عبد القادر عطا، باب المتداعيين يتداعيان ما لم يكن في يد، دار الباز، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، د.ط، ج 10، 1414هـ، 1994م، ص 260، حديث رقم: 21033، وردت درجة الحديث في كتاب صحيح الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير للشيخ الألباني، ط 3، المجلد 2، حديث رقم: 856، ص 209.

² أحمد بن محمد الفيومي المقرئ، مرجع سبق ذكره، ص 111، ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ج 12، ص 308-309، محمد مرتضى الحسيني الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ج 32، ص 439، مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، مصر، ط 4، 2004م، ص 459.

³ أبو الغداء إسماعيل بن عمر بن كثير القرشي الدمشقي (ت: 774هـ)، تفسير القرآن العظيم، تحقيق: سامي بن محمد سلامة، دار طيبة، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 2، المجلد 7، 1999م، ص 38.

ثانياً: الاصطلاح القانوني.

عرّف فقهاء القانون الأسهم على أنها: "صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتُخَوَّل له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الحصول على أرباح"¹.

ثالثاً: الاصطلاح الاقتصادي.

تعددت تعريفات الاقتصاديين للأسهم، ومنها:

- أن السهم: "الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة، ويتمثل في صك يُعطى لمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، وهذه الحصة يجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة"².

- كما يُعرّف السهم أيضاً على أنه: "جزء من رأس المال الاسمي لشركة، وصاحب هذا الجزء له نصيب من الأرباح الموزعة وفي القيمة المتبقية عند تصفية الشركة. وهو نوع من الأوراق المالية التي يجري تداولها، وقد يكون لها حق التصويت كما قد لا يكون لها حسب نوع السهم"³.

- ويُعرّف على أنه: "حصة شائعة يملكها المساهم في محل الشركة، تمثل الحد الأدنى للمشاركة على الأقل نظرياً؛ فهي غير قابلة للانقسام، وتوثق ملكية المساهم لها -لهذه الحصة- بوثائق متساوية القيمة، وقابلة للتداول في الأسواق المالية"⁴.

ومن خلال ما سبق فإن الأسهم عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، وقابلة للتداول تمثل حصة شائعة في رأس مال الشركة المصدرة له، يستحق حاملها نصيباً من الأرباح الموزعة وحصة من القيمة المتبقية للموجودات عند التصفية، وكذا بعض الحقوق حسب نوع السهم.

¹ محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سبق ذكره، ص 298.

² شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سورية، ط 1، 2002م، ص 88

³ عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ط 2، 1986م، ص 775.

⁴ عبد الجبار السبهاني، الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات، مرجع سبق ذكره، ص 96.

الفرع الثالث: أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

الجدول الموالي يبين أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

جدول رقم (3): أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

وجه الاختلاف	الصكوك الإسلامية	الأسهم
الملكية (ما تمثله)	ملكية الصكوك ملكية شائعة لعين محددة، وحامل الصك مُمَوَّل للشركة.	ملكية الأسهم ملكية شائعة لأصول الشركة، وحامل السهم شريك ومالك لحصة مشاعة في الشركة.
المدة	حسب العقد الذي يبنى عليه الصك.	مرتبطة بعمر الشركة.
طريقة الإصدار	تصدر الصكوك لمشاريع محددة، وتتم عن طريق شركة ذات غرض خاص.	تصدر عن طريق شركة معينة لتمويل مشروع لصالحها.
الهيكلية	تُصدر الصكوك وفق عقد من عقود التمويل الإسلامية.	تُصدر الأسهم العادية الشرعي وفق صيغة المشاركة، وعليه فهذا النوع من أنواع الصكوك من ناحية الهيكلية.
القانون	يخضع حملة الصكوك لأحكام العقد الذي تبنى عليه الصكوك.	يخضع حملة الأسهم لأحكام شركة الأموال.
قائمة المركز المالي	أداة تمويل خارج الميزانية (في الغالب).	حصة من رأس مال الشركة (تظهر في قائمة المركز المالي للشركة).
المخاطر	الصك ورقة مالية متدنية المخاطر.	السهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.
التدخل في الإدارة	ملكية الصك لا تخول حامله التدخل في الإدارة (إلا أنه في الأصل في حالة صكوك المشاركة والوكالة أن يكون هناك تدخل إداري).	حق التصويت واتخاذ القرار من طرف الجمعية العامة للمساهمين، والرقابة على إدارة الشركة (بعض الخصائص خاصة بنوع من الأسهم).
التمويل	أداة تمويل خارج الميزانية.	حامل السهم شريك.
الإطفاء	تطفئ الصكوك في نهاية المدة.	لا تخضع لعملية الإطفاء.
التصفية	عند التصفية لا يتحمل حامل الصك ديون المُصدر تجاه الغير، وله فقط قيمة الصكوك (بالقيمة العادلة).	عند التصفية يتحمل المساهم نصيبه من ديون الشركة تجاه الغير، وله حصة من موجودات الشركة.

المصدر: حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، بحث مقدم ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، يومي 10 و11 جمادى الآخرة 1431هـ، الموافق 24 و25 ماي 2010م، جامعة الملك عبد العزيز، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 165، عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ط 2، 1986م، ص 775، شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سورية، ط 1، 2002م، ص 88، أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، مصر، ط 1، 2009م، ص 25.

Alain BEITONE et autres, **DICIONNAIRE DE SCIENCES ECONOMIQUES**, Armand Colin, Paris, France, 3^{ème} Edition, 2010, p. 7.

المبحث الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية

يتميز التمويل الإسلامي بتعدد أدواته وذلك بما يتسع لجميع أوجه النشاط الاقتصادي، والصكوك الإسلامية واحدة من هذه الأدوات والتي بدورها تتميز بالتنوع كذلك، إذ أن لها أنواع عديدة ناهيك عن الصكوك المركبة التي استحدثتها الهندسة المالية.

ويبرز هذا المبحث أنواع الصكوك الإسلامية، حيث أن هناك عدة اعتبارات تم اعتمادها للتصنيف، كالعقد الذي تبني عليه الصكوك، والقطاع التي توجه إليه حصيلة الاكتتاب في الصكوك، والموجودات التي تمثلها هذه الصكوك، والجهة التي تصدرها، ومدى امكانية رسملة الصكوك، وطبيعة الإيراد أو العائد الذي ينتج من وراء الاكتتاب في الصكوك، وسيتم ابراز هذه الاعتبارات في ثماني مطالب على النحو التالي:

المطلب الأول: على اعتبار الصيغة.

المطلب الثاني: على اعتبار الآجال وطبيعتها الزمنية.

المطلب الثالث: على اعتبار القطاع.

المطلب الرابع: على اعتبار الموجودات التي تمثلها.

المطلب الخامس: على اعتبار التخصيص.

المطلب السادس: على اعتبار الجهة المصدرة.

المطلب السابع: على اعتبار العائد

المطلب الثامن: على اعتبار التحويل والتبديل إلى أسهم (رسملة الصكوك).

المطلب الأول: على اعتبار الصيغة.

يعد تصنيف الصكوك الإسلامية على اعتبار الصيغة أو العقد الشرعي الذي تبنى عليه من أكثر التصنيفات استعمالاً، حيث يتم تعريف وشرح أنواع الصكوك الإسلامية من خلال طبيعة العقود التي تستثمر حصيلة الاكتتاب على أساسها والمستمدة من فقه المعاملات المالية، أما باقي التصنيفات فقد يتم ذكرها كخصائص في نشرات الإصدار، كما وأن هناك تصنيف آخر مشابه للتصنيف حسب الصيغة وهو قائم على مجالات التوظيف والذي يعتمد هو الآخر على طبيعة العقد (كالتوظيف على أساس المضاربة، أو المشاركة أو الإجارة.... الخ)، وفيما يلي أنواع الصكوك الإسلامية على اعتبار العقد المبني عليه:

الفرع الأول: الصكوك القائمة على الإجارة.

وهنا سيتم التمييز بين الصكوك القائمة على عقد الإجارة العادية، والصكوك القائمة على عقد الإجارة المنتهية بالتمليك.

أولاً: صكوك الإجارة العادية.

وهي وثائق قابلة للتداول بيعاً وشراءً، تمثل ملكية منافع أعيان مؤجرة أو ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة أو ملكية أعمال معينة أو ملكية منافع أعمال موصوفة في الذمة¹. وتُعد من أهم أنواع الصكوك وأكثرها انتشاراً²، وفيما يلي تفصيل لأنواع صكوك الإجارة:

1. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة: وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك³، وعند إصدار هذه الصكوك لا بد أن يرافقها في نشرة الإصدار عقد وكالة من قبل حملة الصكوك إلى المصدر أو متعهد الإصدار، بحيث

¹ قطب مصطفى سانو، صكوك الإجارة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي "منظمة المؤتمر الإسلامي سابقاً، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، ع 15، ج 2، 2004م، ص 69.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 232.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 468.

يمكن الأخير من شراء الموجودات الثابتة والتي كان قد حصل وعدّ ملزم ببيعها لحملة الصكوك من قبل المالك قبل إصدار الصكوك¹، فهذه الصكوك تمثل عين موجودة ومعروفة المواصفات.

2. صكوك ملكية المنافع: وتنقسم هذه الصكوك إلى نوعين نوضحها كما يلي:

أ. صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وهي نوعان:

- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك². وتعتمد هذه الصكوك على عين مملوكة في حيازة صاحبها.

- وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك³. وتختلف هذه الصكوك عن سابقتها حيث أن العين هنا مستأجرة من مالكةا، ومصدر الصكوك هنا ليس المالك الأصلي وإنما المستأجر الذي هي في حيازته، وهذا ما يُعرف بالإجارة من الباطن.

ب. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها. وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك⁴. والذي يميز هذا النوع من الصكوك عن صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أن العين غير موجودة حالاً وإنما لها مواصفات تنفي الجهالة، وسيأتي لاحقاً بيان لأحكام تداولها حيث يخضع هذا النوع لضوابط تداول تختلف عن النوع الأول.

ومثالاً على صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، توجد صكوك أبراج زمزم التي أصدرت على أنها صكوك انتفاع، واستعملت حصيلة الاكتتاب في بناء هذا العقار، وهي لا تتضمن

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 238.

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 468.

³ المرجع نفسه.

⁴ المرجع نفسه.

شروطاً بتملك الأصول المنتجة للمنافع، وما يميزها أيضاً أن حامل الصك يستوفي منفعة لعدة أيام خلال السنة¹.

3. صكوك ملكية الخدمات: وتنقسم هذه الصكوك إلى نوعين نوضحها كما يلي:

أ. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حسيبة الاككتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك²، كمنفعة التعليم لطور مُعين كالمجستير مثلاً أو الدكتوراه من جامعة مسمّاة.

ب. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة واستيفاء الأجرة من حسيبة الاككتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك³، كمنفعة التعليم لطور مُعين كالمجستير من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها، كأن يُقال جامعة حكومية مُعترف بها دُولياً.

كذلك فإن صكوك ملكية الخدمات من طرف معين وصكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة لا يختلفان عن صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة وصكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، باستثناء أن موضوع الصك فهو عبارة عن خدمة في النوعين الأخيرين ومنفعة عين في النوعين الأولين، إلى جانب أحكام تداولهما حيث تخضع صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة إلى ضوابط معينة تختلف عن ضوابط تداول صكوك ملكية الخدمات من طرف معين.

ثانياً: صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك.

وهذا النوع من الصكوك يختلف عن صكوك الإجارة، حيث أن النوع السابق يمثل ملكية أعيان، أو منافع، أو خدمات، بينما هذا النوع فهو يمثل ديناً ناشئاً عن عقد الإجارة، مع تملك المستأجر للعين المؤجرة، وقبضه لها عند نهاية الإجارة. وصورة هذا النوع من الصكوك أن تقوم على مبدأ الإجارة ثم التملك، فهي قائمة على عقد الإجارة المنتهية بالتمليك، وغالباً ما تكون للمشروعات

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 238.

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، 469.

³ المرجع نفسه.

الضخمة ذات التكلفة العالية، فالجهة المصدرة للصكوك تقوم ببيع الصكوك للمكتتبين ومن ثم تقوم بشراء الموجودات بحصيلة الاكتتاب وتؤجرها للمشتري، ومع انتهاء مدة الإجارة يكون المشتري قد دفع الأقساط التي تمثل في مجموعها تكلفة العقد مقابل تملكه لهذه الموجودات، وتكون الجهة المصدرة وحملة الصكوك قد استوفوا حقهم من الأجرة طوال مدة الإجارة¹.

فهذا النوع في بدايته مشابه لصكوك ملكية الموجودات المؤجرة، حيث أن حصيلة الاكتتاب سيتم من خلالها شراء الموجودات، وقبل تسليم العين للمشتري تبقى هذه الصكوك تمثل أصلاً معيناً، أما عند تسليمها للمشتري فتصبح الصكوك تمثل ديناً في ذمته، وعليه فإن تداول هذه الصكوك سيخضع لشروط الدين إلا أن تم تداولها بالقيمة الاسمية.

الفرع الثاني: الصكوك القائمة على البيوع.

وهي الصكوك القائمة على عقود البيوع والمتمثلة في صكوك المرابحة، وصكوك السلم، وصكوك الاستصناع.

أولاً: صكوك المرابحة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك²، وتمثل صكوك المرابحة عند إصدارها وقبل تخصيصها نقوداً، وعند شراء السلعة للأمر بالشراء تصبح صكوك ممتلئة للسلعة المشتراة لفترة وجيزة، ثم تصبح الصكوك ممتلئة لدين في ذمة الأمر بالشراء، وسيتم لاحقاً توضيح ضوابط تداول صكوك المرابحة لما تحتويه من مديانة بعد تسليم السلعة محل عقد المرابحة للعميل.

¹ محمد محبوب باشري، صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك، المؤتمر الدولي الأول حول الصيغ المبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، يومي

5-6 أبريل 2011م، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن، ص 8.

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 469.

ثانياً: صكوك السلم.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك¹، وتصبح الصكوك ممثلة لدين السلم الذي هو دين عيني بمقدار محدد من سلعة معينة، وهذا الدين هو دين ببضاعة عينية سيتم استلامها عن حلول الأجل المتفق عليه. ولكن صكوك السلم ترتبط عادة بالسلم الموازي أو بالوعد الملزم بالشراء من طرف ثالث إذ لا بد من مخرج يؤمن لحامل الصك عائداً مناسباً، ويشكل فارق الثمن بين السلم الأول والسلم الثاني أو الوعد البديل له الربح الثابت لحملة الصكوك². وعليه فهذا النوع من الصكوك من التي تخضع لضوابط الدين في تداولها، إلى جانب ثبات الإيراد فيها.

ثالثاً: صكوك الاستصناع.

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك³، وتقوم صكوك الاستصناع على تمويل المشاريع الكبيرة وخاصة المتعلقة بالبنى التحتية، وترتبط هذه الصكوك هي الأخرى بوعده ملزم من الشركة المُصدرة بشراء الأصول المصنَّعة. فهي صكوك قائمة على إنشاءات حقيقية⁴، والحصيلة هي المبلغ المقدم للصانع.

الفرع الثالث: الصكوك القائمة على المشاركة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشركة أو المضاربة أو الوكالة بالاستثمار⁵، والمقصود هنا الصكوك التي تتعدد فيها الأطراف، حيث يكون الطرف الأول حملة الصكوك والطرف الثاني حسب نوع الصكوك. وعلى ذلك فهناك سبع أنواع من صكوك المشاركة:

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 469.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 239-240.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، المرجع نفسه.

⁴ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 240.

⁵ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 470.

أولاً: صكوك المضاربة.

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها¹، وتقوم على تقاسم الربح حسب الاتفاق المحدد في نشرة إصدار الصكوك، أما الخسارة فتوزع بحسب نسبة رأس المال، ولا يشاركون حملة الصكوك في الإدارة شأنهم في ذلك شأن أرباب المال في عقد المضاربة².

ثانياً: صكوك الوكالة بالاستثمار.

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها نيابة عن حملة الصكوك³.

ثالثاً: صكوك المشاركة بالربح والخسارة.

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها⁴.

رابعاً: صكوك المشاركة في الإيراد الإجمالي.

تمثل هذه الصكوك موجودات ثابتة تديرها الشركة المصدرة التي تقوم بعمليات إنتاج السلع والخدمات من هذه الموجودات، على أن توزع العوائد الإجمالية بدلاً من الأرباح الصافية بينها وبين مالكي الصكوك، حسب المتفق عليه في نشرة الإصدار. ويُعد هذا النوع من وجهة نظر المستثمرين أقل مخاطرة بالمقارنة مع صكوك الشركة أو المضاربة، لأن احتمال وجود إيراد إجمالي هو أكبر بكثير من احتمال وجود ربح صافٍ في أي دورة محاسبية⁵.

فهذه الأنواع تتميز بالعقد الذي تقوم عليه هذه الصكوك، إما عقد شركة أو مضاربة أو وكالة بالاستثمار، وتتضمن طرف أول يمثل حملة الصكوك وطرف ثاني الذي يقوم بإدارة هذه الصكوك

¹ المرجع السابق.

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 241.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 470.

⁴ المرجع نفسه.

⁵ منذر قحف، المرجع السابق، ص 242.

والذي يكون من بين حملة الصكوك أنفسهم باستثناء الذي يدير حملة صكوك المضاربة الذي قد يكون من حملة الصكوك أو يكون طرف خارجي لخبرته في المجال الاستثماري الذي يقوم عليه المشروع.

خامساً: صكوك المزارعة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد¹، وهي صكوك تتعلق بالمجال الفلاحي حيث يقدم أحد الأطراف الأرض ليتم زراعتها برأس المال المكون من حصيلة الصكوك، وتكون الحصة المتفق عليها في العقد حصةً مشاعاً من خراج الأرض (المحصول).

سادساً: صكوك المساقاة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد²، كذلك فإن حصة حملة الصكوك تكون مشاعاً من خراج الأرض، وتعد حصيلة الصكوك بمثابة النفقات التي تصرف على خدمات السقي والتقليب... الخ.

سابعاً: صكوك المغارسة.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس³، حسب الاتفاق وما هو منصوص عليه في العقد.

وإضافة لما سبق هناك نوع جديد من الصكوك مصنّف على أساس عقد الوقف، وهي ليست صكوكاً استثمارية بمفهوم الصكوك السابقة، لأن حاملة لا ينتظر ربحاً من ورائه وإنما يعود الربح لصالح الجهة الموقوف لها.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، المرجع السابق.

² المرجع السابق، ص 471.

³ المرجع نفسه.

الفرع الرابع: الصكوك الوقفية.

وهي وثائق متساوية القيمة تنتج من تجزئة المال المطلوب لإنشاء وقف جديد، تُوثَّقها حجج ووقفية نمطية يُحدِّد مضمونها في نشرة الإصدار ويتم استدعاء المحسنين للاكتتاب بها، ويقصد بالاككتتاب هنا أن يحدد المحسن مقدار المال الذي يريد أن يتبرر به في وجه مسمى من وجوه البر الذي تحدده نشرة الاككتتاب وذلك عن طريق تعيين عدد الصكوك الوقفية الخيرية التي يرغب التبرر بها. ويمكن أن يكون الأصل الوقفي مُغَلِّ لمنفعة مجانية كالمساجد والمستشفيات¹. فهذا النوع من الصكوك قائم على عقد الوقف، وحصيلة الاككتتاب تمثل مال الوقف الذي قد يستغل في عدة مشاريع. وهو من الصكوك المستحدثة إذ إنه غير قائم على صيغ التمويل الإسلامية، حيث يختلف الموقوف والمال المبرر حسب نوع كل صك وقفي.

الفرع الخامس: الصكوك الهجينة (المركبة).

وهي الصكوك التي تجمع بين اثنين أو أكثر من عقود التمويل الإسلامي في هيكلتها، كأن تصدر صكوك استصناع وإجارة، أو صكوك المرابحة والإجارة،... الخ².

الفرع السادس: صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية.

تصدر على أساس عقد شراء صندوق أو محفظة استثمارية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتتمتع بشخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن منشئ الصكوك. وتتكون من أعيان ومناقص ونقود وحقوق مالية لا تقل فيها الأعيان والمناقص عن 100% كما هو معمول في معيار سوق دبي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، أو ألا تقل عن الثلثين (67%) عند إنشائها. ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه المحفظة³.

¹ عبد الجبار السبهاني، وقف الصكوك وصكوك الوقف، بحث مقدم لمؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 12-13 نوفمبر 2013م، إربد، الأردن، ص 20-21.

² International Islamic Financial Market, SUKUK REPORT : A COMPREHENSIVE STUDY OF THE GLOBAL SUKUK MARKET, 4th Edition, Manama, BAHRAIN, November 2014, p. 116.

³ معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص 6، قانون (رقم 10 لسنة 2013م بشأن إصدار الصكوك)، نشر في الصفحة (14) من العدد (18 مكرر (ب)) من الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، رئاسة الجمهورية، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، بتاريخ (27 جمادى الآخرة 1434هـ: 7 ماي 2013م).

المطلب الثاني: على اعتبار المدة الزمنية الزمنية.

على هذا الاعتبار فإن الصكوك الإسلامية تنقسم إلى قسمين، القسم الأول وهو الذي يحدد أجل الصكوك بين القصير والمتوسط والطويل، أما القسم الثاني فهو الذي يحدد طبيعة المدة الزمنية للصكوك هل هي محددة المدة المتناقصة والمتزايدة أو غير محددة المدة:

الفرع الأول: صكوك محددة الأجل.

وهي الصكوك التي تكون مدتها الزمنية محددة في نشرة الإصدار، وتنقسم إلى ثلاثة أنواع هي¹:

أولاً: صكوك قصيرة الأجل.

وتكون مدتها ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة كأقصى تقدير.

ثانياً: صكوك متوسطة الأجل.

وعادة ما تكون بين السنة والخمس سنوات.

ثالثاً: صكوك طويلة الأجل.

وتكون مدتها أكثر من خمس سنوات وقد تصل إلى 25 سنة، وهي أكثر الأنواع إصداراً.

الفرع الثاني: صكوك غير محددة الأجل.

وهي الصكوك التي تكون مدتها الزمنية متعلقة بكيفية التصرف في العائد المتحقق، وتنقسم إلى ثلاثة أنواع:

¹ عبد الملك منصور المصعبي، الصكوك، بحث غير منشور، ص 8.

أولاً: صكوك متناقصة المدة.

حيث يتم إصدارها مع اشتراط استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، إضافة إلى حصة من الربح المتوقع¹، وهي مشابهة لعقد المشاركة المتناقصة (المنتهية بالتمليك).

ثانياً: صكوك متزايدة المدة (متراكمة القيمة).

وتصدر هذه الصكوك بصفة عادية إلا أن العائد المتوقع يتم إعادة استثماره، وبالتالي فإن مدة هذه الصكوك في تزايد مستمر²، وعليه فإن عدم تحقق عائد يعني عدم وجود صكوك جديدة، وفناء هذا النوع مشابه لعملية إفلاس الشركة حيث أن عدم وجود رأسمال والنتاج عن عملية سداد الديون - كتحمل حملة الصكوك لخسائر قد تساوي قيمة هذه المشروع - يؤدي لعدم وجود أسهم تستثمر وبالتالي انتهاء الشركة. كما أن هذا النوع يلبي رغبة صغار المدخرين لمواجهة احتياجات مستقبلية في نهاية مدة الصك.

ثالثاً: صكوك دائمة.

بمعنى أن يكون الاستثمار متسماً بالاستمرارية، وهي لا تختلف عن الأسهم في الشركات من حيث المدة³. وقد ترتبط بعمر المشروع.

المطلب الثالث: على اعتبار القطاع.

وهي صكوك ترتبط بالنشاط الاقتصادي الذي سيتم توظيفها فيه (حسب القطاعات الاقتصادية المستهدفة)، وهنا نجد أن هناك صكوك تستثمر في القطاع الزراعي كصكوك المزارعة وصكوك المغارسة وصكوك المساقاة، وصكوك تستثمر في القطاع التجاري كصكوك المضاربة وصكوك المرابحة، وصكوك السلم، وصكوك تستثمر في القطاع الصناعي كصكوك الاستصناع.

¹ عبد الملك منصور المصعبي، المرجع السابق، ص 9.

² المرجع نفسه.

³ عبد الملك منصور المصعبي، المرجع السابق.

والبنوك الإسلامية تُعدُّ أساساً بنوك تنمية اقتصادية، فتقوم بدايةً بتمويل المشاريع الاقتصادية ومن ثم إصدار صكوك تمويل واستثمار خاصة بهذه الأنشطة القطاعية، ويرتبط العائد الموزع بها بالعائد الاستثماري الذي تحقق في هذا النشاط المُمَوَّل من البنك¹.

المطلب الرابع: على اعتبار الموجودات التي تمثلها.

وهنا نميز بين نوعين مهمين من الصكوك وهي:

الفرع الأول: الصكوك المدعومة الأصول **Asset- backed sukuk**.

هي صكوك تُصدر مع ضمان الأصول، أي أن الصكوك المدعومة بالأصول تتضمن انتقال ملكية هذه الموجودات إلى حملة الصكوك الإسلامية، بمعنى امتلاكهم الحق في النفاذ إلى موجودات الصكوك وبيعها في حالة حدوث حالة تعثر من جهة الإصدار²، ويُعد هذا النوع من أفضل الضمانات لحملة الصكوك في حال وجود تعدي أو تقصير من طرف الجهة المسيرة للمشروع، إلى جانب أنه سيكون قيدياً للمسير أيضاً لعدم التلاعب في المشروع.

الفرع الثاني: الصكوك القائمة على الأصول **Asset- based sukuk**.

على عكس النوع السابق فالصكوك القائمة على الأصول لا تتضمن الخاصية السابقة وهي انتقال ملكية هذه الموجودات إلى حملة الصكوك الإسلامية، بمعنى أن حملة الصكوك وفي حالة وجود تعثر من قبل الجهة المصدرة، لا يستطيعون النفاذ إلى هذه الموجودات لأنهم لا يملكونها قانونياً³، والكثير من الإصدارات الحالية قائمة على هذا النوع، خاصة وبالنظر إلى هيكلية الصكوك

¹ نادية أمين محمد علي، المرجع السابق، ص 986.

² زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً؟، بحث مقدم لمؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، مرجع سبق ذكره، ص 9.

³ المرجع نفسه.

فإن الصكوك الإسلامية تمثل ملكية شائعة في الموجودات دون ملكية التصرف، أي أن حملة الصكوك وإن اجتمعوا ليس بمقدورهم النفاذ إلى هذه الموجودات.

وتنقسم الصكوك القائمة على الأصول إلى ثلاثة أنواع¹:

أولاً: صكوك الديون Debt Based Securities.

وهي صكوك تصدر وفق عقود تثبت بها الديون في الذمم كعقد البيع بثمن آجل (كالتالي تصبح تمثل ديناً في إحدى مراحل عملية التصكيك، كصكوك المرابحة، وصكوك الإجارة المنتهية بالتمليك).

ثانياً: صكوك المبنية على الحصة الشائعة Equity Based Securities.

وهي الصكوك التي تصدر وفق عقود المشاركة (كصكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الوكالة بالاستثمار، وصكوك المزارعة، وصكوك المساقاة،... إلخ).

ثالثاً: صكوك الإجارة Lease Based Securities.

وهي التي تصدر وفق عقود الإجارة (تم ذكرها سابقاً).

المطلب الخامس: على اعتبار التخصيص.

ويمكن تقسيم الصكوك الإسلامية على هذا الاعتبار إلى قسمين:

الفرع الأول: صكوك عامة.

وهي الصكوك التي تستغل حصيلة الاكتتاب فيها في جميع الاستثمارات المشروعة²، كالصكوك التي تصدر بغرض الاستثمار لكن لا تحدد طبيعة هذا الاستثمار وإنما يبقى مفتوح، وعند قفل باب الاكتتاب يتم تحديد وجهة حصيلة الاكتتاب عن طريق عقد تمويلي قد حدد سابقاً في نشرة الإصدار.

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية، بحث مقدّم لورشة عمل حول "الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، شركة BDO، عمان، الأردن، يومي 18-19 تموز/يوليو 2010م، ص 23.

² معبد علي الجارحي، نحو نظام نقدي ومالي إسلامي: الهيكل والتطبيق، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، د.ط، 1981م، ص 17.

الفرع الثاني: صكوك مخصصة.

وهي الصكوك التي يكون الغرض من الاكتتاب فيها محدداً على وجه الخصوص¹، كأن تُصدر بتوضيح العقد الذي تقوم عليه والمشروع الذي سيتم إنجازه من خلال حصيلة الاكتتاب، كما هو الحال في الصكوك التي أصدرت من أجل تمويل مشروع أبراج زمزم مثلاً.

المطلب السادس: على اعتبار الجهة المصدرة.

تنقسم الصكوك الإسلامية حسب الجهة المصدرة إلى صكوك حكومية (سيادية) وصكوك شبه سيادية وصكوك الشركات وصكوك المصارف، وإن كان هناك البعض الذي يصنفها إلى قسمين فقط وهما: الصكوك الحكومية والصكوك الخاصة بغض النظر عن طبيعة الهيئة التي قامت بالإصدار سواء شركة أو مصرف. مع أن التقارير الخاصة بالصكوك تصنفها إلى ثلاث أنواع فقط وهي: الصكوك السيادية والصكوك شبه السيادية وصكوك الشركات وفي هذا المطلب سيتم التعريف بكل هذه التسميات.

الفرع الأول: الصكوك السيادية (الحكومية).

تقوم الحكومة بإصدار الصكوك السيادية لعدة أسباب كعدم توفر السيولة الكافية لأغراض معينة، أو استثمار حصيلتها في مجال البنى التحتية كبناء مطارات مثلاً، أو للتحكم في حجم السيولة بتقليص الكتلة النقدية -، فقد توفر الحكومة ميزانية حسب قدراتها إلا أنها لا تكفي لأن يكون المشروع بالكفاءة المطلوبة، على غرار قدرة الصكوك الإسلامية التي توفر البديل الأمثل من خلال حصيلة الاكتتاب التي قد تفوق الحجم المخصص من طرف الحكومة وبالتالي تحقيق الكفاءة المطلوبة لإنجاز هذا المشروع. كما أن حصيلة الصكوك تستخدم أيضاً في استغلال الموارد الطبيعية للبلاد من خلال توفير مستلزمات الإنتاج واستعمال التكنولوجيا بدل الطرق البدائية الأمر الذي يؤثر على تحقيق الكفاءة الاقتصادية خاصة في مجال الزراعة والقطاعات التنموية الأخرى.

¹ معبد علي الجارحي، مرجع سبق ذكره، ص 74.

ويمكن للدولة أن تقوم بإصدار صكوك الإجارة مثلاً لتوفير المعدات الإنتاجية طويلة الأجل والتي تبدا منخفضة المخاطر نظراً لأن الطرف الذي يصدرها هي الحكومات. وتشهد السوق المالية حالياً في بعض الدول التوسع في استخدام صكوك الإجارة في تمويل برامج الإنفاق الحكومي. أما صكوك المشاركة المتناقصة فتبدا صلاحيتها لتوفير الاحتياجات الاستثمارية وبعض المرافق العامة للدولة التي تُدرّ دخلاً يتمثل في ثمن بيع خدماتها للجمهور¹.

إلى جانب أن الدول التي تعاني من عجز في الموازنة العامة بسبب الديون سواء الخارجية أو الداخلية يمكن لها الاستفادة من طرح صكوك إسلامية من أجل تمويل هذا العجز وذلك من خلال تحويل هذه الديون وخاصة الديون الداخلية إلى صكوك ملكية خدمات عامة تقدمها الدولة مثل خدمة التعليم والخدمات الصحية وخدمات النقل، بحيث تستبدل السندات الربوية التي يحوزها المواطنون بصكوك خدمات بما يقابل قيمتها².

وهناك من يفرق بين الصكوك الحكومية والصكوك السيادية بحيث أن الصكوك السيادية هي الصكوك التي تصدرها حكومة وطنية بالعملة الصعبة، أما الصكوك الحكومية فهي التي تصدرها بالعملة المحلية³، أي أن سبب الاختلاف هو العملة التي تصدر بها الصكوك فقط.

الفرع الثاني: الصكوك شبه السيادية.

وهي تشبه الصكوك السيادية، بحيث يصدرها أحد الكيانات التابعة للقطاع العام، وقد تحمل ضمانات حكومية أيضاً⁴، كأن يصدرها مثلاً بنك إسلامي ما أو شركة ما يعود الجزء الأكبر من ملكيتها للحكومة.

¹ عبد الملك منصور المصعبي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

² زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، دار عماد الدين، عمان، الأردن، ط 1، 2009م، ص 152

³ International Islamic Financial Market, **SUKUK REPORT : A COMPREHENSIVE STUDY OF THE GLOBAL SUKUK MARKET**, 4th Edition, p. 116.

⁴ International Islamic Financial Market, **SUKUK REPORT**, 4th Edition, idem.

الفرع الثالث: صكوك الشركات.

هذا النوع من الصكوك تقوم الشركات بإصداره سواء كانت حكومية أو شركات خاصة، والغرض منها توفير الموارد المالية لتمويل احتياجات رأس المال الثابت ورأس المال العامل*، وهي تتنوع بين صكوك المشاركة في الربح والخسارة وصكوك المضاربة المطلقة والمقيدة... الخ¹. وعليه فهذا النوع يتميز بالجهة المصدرة والمتمثلة في شركة ذات غرض استثماري، أما نوع الصكوك في حد ذاتها فلن يختلف عن باقي الأنواع المعتمدة على طبيعة العقد الذي تتضمنه كصكوك المشاركة التي تعتمد على توفير حاجات المشروع واقتسام الربح عند تحققه وكذا تحمل الخسارة، أما صكوك المضاربة المطلقة أو المقيدة التي توكل الإدارة للمضارب المختص.

الفرع الرابع: الصكوك المصرفية.

تتنوع الصكوك التي تصدرها المصارف الإسلامية باختلاف الغرض من هذا الإصدار، فهناك صكوك تصدر بغية تمويل العمليات الاستثمارية وأخرى تصدر وتكون هذه المصارف المسؤولة عن عمليات الاكتتاب وإدارتها لصالح الغير².

فبالنسبة للصكوك التي تصدرها المصارف الإسلامية بغرض تمويل العمليات الاستثمارية فهي تختلف باختلاف العقد القائم عليه وتتنوع كما تم ذكره سابقاً، وما يميز هذا النوع من الصكوك - التي تصدرها المصارف - القدرة على جذب المدخرات الصغيرة وتوجيهها نحو استثمارات مجدية³.

* رأس المال الثابت: يمثل السلع التي لا يتغير شكلها المادي بدرجة محسوسة في غمرة قيامها بالخدمات، مثل المباني،... الخ. أما رأس المال العامل: عبارة عن الأصول السائلة أو شبه السائلة، كالحسابات النقدية بالبنوك، والديون، وأوراق القبض، ناقصاً الإلتزامات الجارية.

حسين عمر، موسوعة المصطلحات الاقتصادية، مكتبة القاهرة الحديثة، القاهرة، مصر، ط 2، 1967م، ص 132-133.

¹ عبد الملك منصور المصعبي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² عبد الملك منصور المصعبي، مرجع سبق ذكره، ص 13-14.

³ منذر قحف، سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، م 1، 1989م، ص 59.

المطلب السابع: على اعتبار العائد.

فعلى اعتبار الإيراد أو العائد يمكن تصنيف الصكوك الإسلامية إلى نوعين:

الفرع الأول: صكوك العائد الثابت.

وهي الصكوك التي يكون فيها الإيراد أو العائد ثابتاً، وثبات هذا العائد ليس شرطاً أو بنداً تضمنته نشرة الإصدار وإنما يعود لطبيعة العقد الذي بنيت عليه هذه الصكوك، فصكوك الأصول الثابتة المؤجرة مثلاً تتميز بعائدها الثابت والذي يتمثل في أقساط الأجرة.

ويتضمن هذا النوع كلاً من صكوك الأصول الثابتة المؤجرة، وصكوك المنافع، وصكوك الخدمات، وصكوك السلم، وصكوك الإستصناع، والمرابحة¹.

الفرع الثاني: صكوك العائد المتغير.

هناك أربعة أنواع من الصكوك ذات العائد المتغير وهي صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة بالربح والخسارة وصكوك المشاركة بالإيراد الإجمالي لأن العائد فيهم يرتبط بحصة مشاع من نتيجة العملية الاستثمارية، وصكوك الإجارة -مع أن العائد فيها مستقر والذي يمثل الأجرة- التي يرتبط فيها العائد بمؤشر خارجي هو في العادة مؤشر سعر الفائدة بين بنوك لندن LIBOR*، ويعتبر الدكتور منذر قحف أن من أهم أنواع الصكوك ذات العائد المتغير من حيث الواقع التطبيقي هي صكوك الإجارة، وفكرة هذه الصكوك مبنية على عقود الإجارة المترادفة المعروفة في المذاهب الإسلامية، وهي أن تعقد الإجارة لمدة قصيرة محددة مع شرط التجديد كل فترة محددة بأجرة جديدة تحدد بالاستناد على قيمة المؤشر في اليوم السابق لتاريخ التحديد².

ولا يوجد ما يمنع شرعاً من إتخاذ مؤشر سعر الفائدة بين بنوك لندن LIBOR أساساً لتحديد الجزء الذي يمثل العائد في الأجرة المتغيرة، على الرغم من أنه مؤشر لسعر الفائدة المحرمة، وهذا

¹ منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 240.

*LIBOR : London Interbank Offered Rate

² منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 240-241.

لأن الصكوك تمثل أصولاً ثابتة مؤجرة وعائدها إنما هو أجرة مباحة شرعاً مع اشتراط أن تكون الأجرة للفترة الأولى محددة بمبلغ معلوم، ويصبح المؤشر أجرة الفترة الخاضعة للتحديد ويوضع له حد أعلى وحد أدنى¹. وهذا لا يعني أن الصكوك لها علاقة بسعر الفائدة أو فيها فائدة ربوية.

المطلب الثامن: على اعتبار التحويل والتبديل إلى أسهم.

على غرار أنواع الصكوك السابقة فقد تم استحداث نوع جديد من الصكوك الإسلامية بإضافة ميزة جديدة وهي قابلية تحويل الصكوك إلى أسهم أو قابلية استبدالها إلى أسهم:

الفرع الأول: الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Sukuk.

هي صكوك ذات أجل معلوم، مع اعطاء حاملها حق الخيار باسترداد قيمتها أو بتحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المصدرة للصكوك، على أساس سعر تحويلي يُحدد في العادة في نشرة إصدار الصكوك، وفي الغالب يكون حامل الصك مُخَيَّرًا بين استيفاء قيمة الصك وبين امتلاك أسهم في الشركة المصدرة. أما الشركة فلا خيار لها وهي مُلزمة بتنفيذ ما يختاره حامل الصك. ومن أمثلة الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم صكوك شركة الدار العقارية المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية سنة 2007م²، وهي بديل لفكرة إصدار الأسهم للتوسع في الاستثمار.

الفرع الثاني: الصكوك القابلة للتبديل بأسهم Exchangeable Sukuk.

هي صكوك ذات أجل معلوم، تعطي حاملها حق الخيار بين استرداد قيمتها أو بتحويلها إلى أسهم في رأس مال شركة أخرى غير الشركة المصدرة للصكوك، وذلك على أساس سعر تحويلي/تبدلي يُحدّد في العادة في نشرة إصدار الصكوك. ومن أمثلة الصكوك القابلة للتبديل بأسهم

¹ أنظر: البند 4/5 من المعيار الشرعي رقم (27) بعنوان: "المؤشرات"، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 719، البند 3/2/5 من المعيار الشرعي رقم (9) بعنوان: "الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك"، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 248، منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 240.

² حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سبق ذكره، ص 170.

صكوك شركة خزانة في ماليزيا¹. ومن بين ما يشترط في كلا النوعين السابقين بيان معدل التحويل أو التبدل وهو عدد الأسهم التي تقابل كل صك، إلى جانب تاريخ التبدل أو التحويل².

فكلا النوعين من الصكوك يتميز بوجود خيار التحويل أو التبدل، وحامل الصك ليس ملزماً بذلك، وبالنظر أيضاً إلى النوع الأول يلاحظ أنه مشابه لأنواع السندات القابلة للتحويل إلى أسهم في الشركة المصدرة للسندات*، فيبدو أن مُصدري الصكوك طبقوا خصائص السندات على الصكوك الإسلامية، وهذا الذي انتقده الشيخ تقي عثمانى عندما قال أن الصكوك الإسلامية "اجتمعت فيها معظم خصائص السندات الربوية وأصبحت مشابهة لها سواءً بسواء من حيث نتائجها الاقتصادية"³.

من خلال ما سبق يظهر لنا تعدد التصنيفات التي تبين أنواع الصكوك الإسلامية، وهذا التعدد طبعاً لا يعني وجود أنواع كثيرة من الصكوك، وإنما قد يأخذ الصك الواحد عدة تصنيفات كصكوك المشاركة مثلاً فهي صكوك مشاركة من حيث الصيغة وقد تكون الجهة المصدرة هي شركة خاصة وقد تكون طويلة الأجل ومخصصة للمجال الصناعي، لذلك فإن أكثر التصنيفات شيوعاً هو التصنيف حسب العقد الذي تبني عليه الصكوك وتأخذ أحكامه، أما باقي التصنيفات فقد تذكر في نشرة الإصدار كخصائص للصكوك المصدرة، كمثالنا السابق يتم ذكر المدة والمجال والمصدر في النشرة ويتم تسمية الصكوك على أنها صكوك مشاركة.

¹ المرجع السابق.

² خالد بن سعود بن عبد الله الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك، إصدارات المجموعة الشرعية (13) لمصرف الراجحي، دار كنوز إشبيلية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2013م، ص 514.

* السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: تخول حاملها الحق في استبدالها بعدد من الأسهم العادية التي تصدرها الشركة.

Jeff MADURA & Theodore VEIT, INTRODUCTION TO FINANCIAL MANAGEMENT, West Publishing Company, New York, USA, 1988, p. 439.

³ سامي بن إبراهيم السويلم، منتجات صكوك الإجارة، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، مرجع سبق ذكره، ص 228.

خلاصة:

للكوك الإسلامية تأصيل شرعي يفيد بأنها منتج مالي غير تقليدي، استعمل سابقاً إلا أنه لم يُطوّر ولعل السبب في ذلك الاهتمام بالفتوحات الإسلامية، لكن غزو منتجات المالية التقليدية دولنا الإسلامية حرك المفكرين الماليين المعاصرين لتجسيد الكوك على الساحة المالية، وما زاد من عالميتها هي الأزمة المالية العالمية سنة 2008م التي كانت نقطة انعطاف في مسيرة الكوك ومن أكثر الأسباب التي ساهمت في إبرازها.

وللكوك الإسلامية عدة خصائص تنفرد بها عن نظائرها من الأوراق المالية في الاقتصاد التقليدي، الأمر الذي جعل منها حديث الساعة وفتح المجال للعديد من الدول لاستقطابها في عدة أطر وتوجهات استثمارية، خاصة وأنها تواكب مختلف متطلبات السوق لتعدد أنواعها وبنيتها السليمة التي تعتمد على مختلف العقود الشرعية.

الفصل الثاني

ضوابط إصدار المكوك

الإسلامية، وتداولها، وإطفائها

المبحث 1:

إصدار المكوك الإسلامية وضوابطه

المبحث 2:

تداول المكوك الإسلامية وضوابطه

المبحث 3:

توزيع الأرباح وإطفاء المكوك الإسلامية،
وضوابطه الشرعية

تمهيد:

يُعدُّ التصكيك الإسلامي عملية تقسيم ملكية موجودات معينة من غير الديون إلى أوراق مالية تسمى صكوكاً تتميز بخصائص مضبوطة بأحكام الشريعة الإسلامية، فالتصكيك هو العملية المنشئة للصكوك الإسلامية، والذي يهدف لحشد السيولة اللازمة من أجل إقامة مشروع معين مدر للدخل. وكما هو معروف فالصكوك الإسلامية تقابل نظيرتها السندات الربوية في المالية التقليدية، أي أن لها ضوابط شرعية تحكمها طيلة مراحل عملية التصكيك وذلك لخصوصية هذه الأداة المالية، ولأن الصكوك الإسلامية تعددت أنواعها فإن ضوابطها الشرعية تختلف حسب نوع كل صك وحسب الموجودات التي تمثلها هذه الصكوك، ومن حيث عملية التداول.

وعلى ضوء ما سبق ولتغطية مختلف الجوانب المتعلقة بالضوابط الشرعية لمختلف مراحل عملية التصكيك، يتوجب علينا في هذا الفصل التطرق إلى المراحل الثلاثة لعملية التصكيك، فمن خلال الإصدار لابد من تناول عقد الإصدار والأطراف الداخلة فيه، إضافة لخطوات إصدار الصكوك ثم التطرق للضوابط الشرعية، أما تداول الصكوك فنتم معالجتها من خلال التطرق إلى مفهوم التداول وآليته ثم الضوابط الشرعية حسب الحالات التي يمكن أن تتجسد من خلالها موجودات المشروع، وختام الفصل سيكون بتناول موضوع توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار إضافة للإطفاء وضوابطه الشرعية.

وسيتناول الفصل الثاني هذه النقاط في المباحث التالية:

المبحث الأول: إصدار الصكوك الإسلامية وضوابطه.

المبحث الثاني: تداول الصكوك الإسلامية وضوابطه.

المبحث الثالث: توزيع الأرباح وإطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه الشرعية.

المبحث الأول: إصدار الصكوك الإسلامية وضوابطه

تعد الصكوك الإسلامية وسيلة من خلالها يتم تمويل المشروع الاستثماري لذلك فأهم شيء في الصكوك وبدرجة أولى الدراية التامة بالصيغة الشرعية التي يبنى عليها الصك لأنها الأساس الذي تركز عليه وتأخذ حكمها منه. ومن ثم لابد من معرفة جميع أطراف عقد التصكيك وآلياته لبناء تصور كامل للعملية.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى:

المطلب الأول: عقد التصكيك وأركانه.

المطلب الثاني: خطوات إصدار الصكوك الإسلامية.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: عقد التصكيك وأركانه.

العقد الذي يحكم عملية اصدار الصكوك مبني على أحد العقود الشرعية كالمضاربة والمشاركة والإجارة وغيرها، فالعقد إذن يتوجب وجود أطرافه، والمعقود عليه والصيغة.

الفرع الأول: أطراف العقد.

التصكيك شأنه شأن بقية العقود له أطراف يُنشئُ العقد لها حقوقاً ويرتب عليها التزامات، ويتمثل طرفا العقد في مصدر الصكوك أصالةً أو نيابةً والمكتتبون من مالكي الصكوك إلى جانب أطراف مكملة لعملية التصكيك، وأطراف أخرى تقدم خدمات لهذه العملية بعقود منفصلة مثل مدير الاصدار، ومدير الاستثمار، وأمين الاستثمار، ووكيل الدفع، ووكالات التصنيف الائتمانية، وغيرها...¹.

أولاً: أطراف العقد الأصلية.

1. مُصدر الصك: قد يكون المصدر هو المنشئ نفسه أو من ينوب عنه.

1.1 منشئ الصكوك: وهو المتمول الذي يستخدم حصيلة الاكتتاب -تعد بمثابة مورد مالي خارجي- لحساب مالكي الصكوك، وقد يكون حكومات أو شركات كبيرة على الأغلب أو فرداً أو مؤسسة مالية (كالمصارف الإسلامية) أو غير مالية²، وقد يكون مالكاً للعين الموجودة أو الموصوفة في الذمة، كما قد يكون بائعاً لعين مؤجرة أو منفعة عين عن طريق الإجارة، وعن طريق إصدار الصكوك يتم تحصيل ثمن العين التي يبيعهها أو أجرة العين التي يؤجرها³.

¹ Obiyathulla Ismath BACHA & Abbas Mirakhor, **ISLAMIC CAPITAL MARKETS: A COMPARATIVE APPROACH**, Wiley Finance Series, John WILEY & Sons, 1st Edition, Singapore, 2013, p. 186

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مصدر سبق ذكره، ص 479، محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، ترجمة: سعيد الأيوبي، أكاديمية إنترناشيونال، بيروت، لبنان، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، دبي، الإمارات العربية المتحدة، د.ط، 2009م، ص 619.

³ فهد بن بادي المرشدي، الصكوك، أحكامها وضوابطها وإشكالياتها: دراسة شرعية نقدية، إصدارات المجموعة الشرعية (14) لمصرف الراجحي، دار كنوز إشبيلية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2014م، ص 33.

2.1.1. وكيل الإصدار: قد ينبوب عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية بسيطة يطلق عليها اسم "الشركة ذات الغرض الخاص" أو اختصاراً (**SPV***)، وذلك باتخاذ جميع إجراءات الإصدار مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر¹.

1.2.1. الصفة القانونية للشركة ذات الغرض الخاص: وتعد الشركة ذات الغرض الخاص شخصية اعتبارية مسجلة يؤسسها مصدر الصكوك كوعاء لاحتواء الموجودات محل التصكيك ونقل ملكيتها إليها، وللشركة ذات الغرض الخاص أصول مستقلة عن مصدر الصكوك وعليه هنا تتحقق الحماية للموجودات التي ستكون مملوكة لمالكي الصكوك. أما على صعيد التسجيل القانوني فهناك دول تسجلها متخذة صفة الشركة ذات المسؤولية المحدودة ويكون ملاكها عند الحد الأدنى المسموح به وهو اثنان كما هو الحال في المملكة العربية السعودية. أما في الدول الغربية وبعض الدول التي ورثت نظامها القانوني من إنجلترا فيمكن تسجيل ما يسمى بالترست لهذا الغرض، وقد أصدرت سلطة مركز دبي المالي العالمي قانوناً للشركات ذات الغرض الخاص يمكن من تأسيسها في المركز²، وهناك من يسجلها متخذة صفة شركة المساهمة العامة كما هو الحال في الأردن.

2.2.1. تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص: عندما تؤسس الشركة ذات الغرض الخاص تكون مالكة للموجودات، وعند إصدارها للصكوك تنتقل الملكية إلى مالكي الصكوك وتصبح وكيلاً عنهم في إدارة المشروع وتوزيع العوائد عن طريق وكيل الدفع، أما عند الإطفاء فتنتهي الشركة ذات الغرض الخاص وتشطب نهائياً.

وغالباً ما تؤسس هذه الشركة في مناطق تتمتع بإعفاءات ضريبية، مثل جزر كايمان** في الكاريبي، وجزيرة جيرسي بين فرنسا وبريطانيا، وجزيرة لابوان في ماليزيا. فمثلاً تكلفة تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص في جزر كايمان تبلغ 1 دولار أمريكي. ناهيك أن موطن إنشائها يعد الخطورة الكبرى لمالكي الصكوك كون أن الشركة قادرة على بيع موجودات المشروع، وهذا ما تداركه قانون

* SPV: Special Purpose Vehicle.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مصدر سبق ذكره، ص 479، "بتصرف".

² محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مصدر سبق ذكره.

** مثل صكوك مصرف أبوظبي الإسلامي (ADIB Sukuk invest 2، ADIB Sukuk company limited 1 & 2)، أنظر الرابط المختصر لموقع أرقام (تاريخ الاطلاع: 2016/07/31): <http://goo.gl/bPpxr1>.

الصكوك الأردني* باشتراط أن يكون لها مقر فعلي في المملكة الأردنية والحجز على موجودات المشروع بحصر استعمالها إلا لغرض إصدار الصكوك الإسلامية.

2. مالكو الصكوك: وهم المستثمرون الذين يشترون الصكوك المطروحة للاكتتاب العام¹، وبالتالي فهُم المالكين لموجودات الصكوك المكتتب فيها، قد يكونون مصارف مركزية، أو إسلامية، أو مؤسسات أو أفراد عاديين في الغالب² بمختلف أنواعهم، ويطلق عليهم أيضاً مصطلح حاملي الصكوك إلا أن الأنسب هو مالكي الصكوك كون أن الصك يصدر باسم صاحبه، أما حاملي الصكوك فيفضل أن يطلق على أصحاب الصكوك الذين لم تصدر الصكوك بأسماء أصحابها وإنما صدرت لحاملها. فمالك الصك يمتلك الأعيان، أو المنافع، أو منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، أو الخدمات، أو سلع السلم، أو المصنوع، أو سلعة المرابحة، أو غيرها من موجودات الصكوك (كل صك وما يمثله)، كما قد يكون بنكاً أو مؤسسة مالية ذات ملاءة مالية عالية (محلية أو عالمية)، حيث أنها قد تتمتع بمعدلات سيولة عالية غير مستغلة، الأمر الذي يشجعها على الاكتتاب في الصكوك³.

ثانياً: أطراف مكملة لعملية التصكيك.

- 1. مدير الإصدار:** هو الذي ينوب عن المكتتبين من مالكي الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار من خلال إدارة الموجودات المملوكة لهم مقابل أجر⁴، وغالباً ما يكون مصرفاً أو مؤسسة مالية.
- 2. مدير الاستثمار:** هو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار⁵.

* أنظر المادة (5) الفقرة (أ) من نظام الشركة ذات الغرض الخاص.

¹ أختار زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، ص 8.

² فيصل صالح الشمري، صكوك المضاربة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، دار الميمان، الرياض، السعودية، ط 1، 2014م، ص 360، محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، ص 619.

³ فهد بن بادي المرشدي، مصدر سبق ذكره، ص 34، حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية: بحوث ودراسات، جامعة الدول العربية، القاهرة، مصر، د.ط، 2012م، ص 217-218.

⁴ فهد بن بادي المرشدي، المرجع نفسه، المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مصدر سبق ذكره، ص 479.

⁵ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مصدر سبق ذكره، ص 479.

3. أمين الاستثمار: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح مالكي الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار¹.

4. وكيل الدفع: وهو من يتولى مهمة تجميع حصيلة الصكوك إما متبرعاً أو بأجر، ويشترط فيه أن يغطي مناطق جغرافية كبيرة كأن يكون بنكاً له فروع كثيرة، أو أن يكون مجموعة معينة من البنوك، وهذا ليتسنى لكل المواطنين الاكتتاب في الصكوك المصدرة. ولا بد لوكيل الدفع أن يتأكد بدايةً من أن كل مكتتب قد قرأ بنود نشرة الإصدار، وبعد عملية الاكتتاب يقتصر دوره على دفع المستحقات المالية كالأرباح الدورية.

ثالثاً: الأطراف الأخرى المتعاقد معها.

وهي الأطراف المساعدة في عملية التصكيك والتي تقوم بتأدية خدمات معينة، وتتمثل هذه الأطراف في:

1. مستشار الطرح: يتمثل دوره في ترتيب، وترويج، وطرح الصكوك في السوق المالي².
2. متعهد التغطية: ودوره يتمثل في التعهد بشراء الصكوك التي لم يتم الاكتتاب فيها (تغطية الجزء غير المكتتب فيه)³، فهو بذلك متعهد بأن يُيَمَّ الاكتتاب في جميع الصكوك المطروحة. كما أنه عبارة عن ضمان لإتمام عملية الاكتتاب وتسويقها عن طريق اطمئنان المستثمرين، فبمجرد وجوده فإن أي مكتتب في الصكوك سيضمن تحمله على الصكوك المكتتب فيها أو أقل (حسب التخصيص). وقد يكون متعهد التغطية نفسه وكيل الدفع إذا كان بنكاً.

ويتضح مما سبق أن المصرف الإسلامي قد يكون واحداً أو أكثر من الحالات التالية في عملية التصكيك، وهي: مصدرًا للصكوك، ومكتتباً في الصكوك، ومتعهد تغطية (طرف ثالث)، ووكيل دفع، ومدير إصدار.

¹ المرجع نفسه.

² فهد بن بادي المرشدي، مصدر سبق ذكره، ص 34.

³ المرجع السابق، ص 35.

مع الأخذ بعين الاعتبار الأحكام الشرعية، فهناك من الحالات الخمس السابقة ما لا يمكن أن تجتمعا مع بعض، مثل أن يكون مصدراً وضامناً في الوقت نفسه، أو أن يكون مكتتباً وضامناً في الوقت نفسه، لكن يمكن أن يكون مصدراً ووكيل دفع في الوقت نفسه لأنه ليس في ذلك مأخذ شرعي.

3. وكالات التصنيف الائتمانية*:

1.3. تعريف: وهي وكالات** متخصصة تقوم بإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للصكوك المطروحة للاكتتاب من خلال المصدر، وما تتمتع به من ضمانات وتحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها عن طريق جمع المعلومات وإعداد الدراسات والتحليلات اللازمة، حيث تشترط القوانين المنظمة للتصكيك ضرورة حصول الأصول محل التصكيك على شهادة بالتصنيف الائتماني لمحافظة التصكيك التي تصدر الصكوك في مقابلها، وهذا يتطلب مهم لحماية مالكي الصكوك ومرجع في اتخاذ قرار الاستثمار من طرف المكتتبين، حيث أنها توفر معلومات موثوقة وذات شفافية، وبناءً عليه فإن المكتتبين في الصكوك يقدمون على الاكتتاب¹. ويعيب على التصنيف الائتماني تحديد مواطن الاختلال إذ أنه يحدد الدرجة فقط.

2.3. خصوصية الصكوك الإسلامية في التصنيف الائتماني: الوكالات الغربية لا تعير أهمية لطبيعة الصكوك الإسلامية ومبادئها ولا تطبق معايير تقييم خاصة تناسب خصوصيتها². لذا فقد ظهرت وكالات تصنيف ائتمانية إسلامية تراعي هذه الخصوصية وتقدم إلى جانب هذا خدمات تصنيف الجودة الشرعية. ومن أمثلتها نجد: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA في البحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف RAM، وغيرها...³.

* **التصنيف الائتماني:** هو تقييم الجدارة الائتمانية للفرد أو المنشأة على أساس عوامل محددة تشمل القدرة والرغبة في سداد الالتزامات، Glenn Gaywaine MUNN & Others, **ENCYCLOPEDIA OF BANKING & FINANCE**, McGraw Hill Book Company, Illinois, U.S.A, 9th Edition, 1991, p. 232.

** أهم وكالات التصنيف الائتماني الغربية (الولايات المتحدة الأمريكية) هي: Fitch Ratings, Standard & Poor's, & Moody's.
¹ فهد بن يادي المرشدي، مصدر سبق ذكره، ص 35، محمد علي القرني، كيف تتوافق الصكوك في أحكام الشريعة، ورقة مقدمة للمؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 27 و 28 ماي 2008م، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، ص 3 بتصرف.

Nathif J. ADAM and Abdulkader THOMAS, **ISLAMIC BONDS : YOUR GUIDE TO ISSUING, STRUCTURING, AND INVESTING IN SUKUK**, Euromoney Books, London, p. 107.

² Joseph DIVANNA & Antoine SREIH, **A NEW FINANCIAL DAWN: THE RISK OF ISLAMIC FINANCE**, Leonardo and Francis Press, Cambridge, UNITED KINGDOM, 1st Edition, 2009, p. 54

³ عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، مصدر سبق ذكره، ص 7.

3.3. التصنيفات الممنوحة: أعلى تصنيف ائتماني تعطيه مؤسسة التصنيف هو AAA، وأقل تصنيف ائتماني مقبول هو BB، وكلما حصلت الشركة المصدرة للصكوك على تصنيف أعلى كلما تمكنت من إصدار عدد أكبر من الصكوك لأنه يعطي ثقة للمستثمرين للاكتتاب، أما التصنيف الائتماني بدرجة Baa فحالة عدم السداد فيه تقدر بـ10% وترتفع النسبة كلما اتجه التصنيف إلى C أين تبلغ نسبة عدم السداد 80%¹.

4.3. تصنيف الصكوك: تصنيف الصكوك ليس بهذه البساطة إذ يعتمد على عدة عناصر ولا يختص بالمخاطر الائتمانية فحسب، ومن أهم تلك العناصر صيغة العقد القائم بين مصدر الصكوك ومالكي تلك الصكوك*، لأن المخاطر التي يواجهها مالكو الصكوك مستمدة من طبيعة ذلك العقد. ففي حال صكوك الإجارة على سبيل المثال يتأثر تصنيف الصكوك بالوضع الائتماني للمصدر بصورة مشابهة للسندات التقليدية نظراً إلى أن هذا المصدر مدين لمالكي الصكوك بالأجرة التي تمثل العائد الدوري، كما أنه ملتزم بوعده بالشراء في نهاية العقد والوفاء بهذا الالتزام مرتبط أيضاً بالوضع الائتماني للواعد (مصدر الصكوك) أي المستأجر، وهذا هو وجه الشبه بالسندات من ناحية التصنيف، ولذلك نجد الصكوك تصنف بحسب تصنيف مصدرها وعلى سبيل المثال صكوك البنك الإسلامي للتنمية - الإصدار الأول - جرى تصنيفها AAA وهو تصنيف البنك لأنها تضمنت ضمان البنك للمدين في عقود المرابحة والإجارة². ومجمع الفقه الإسلامي الدولي لم يجز هذه الحالة من الإجارة³.

ومعظم عمليات التصكيك الإسلامية لم يتم تصنيفها ذلك أن وكالات التصنيف الائتماني الرئيسية لا ترغب في إصدار تصنيفات ائتمانية لهياكل الصكوك المحلية، خاصة وأن التصنيف الائتماني للصكوك يتم فقط بالنسبة للصكوك التي تكون مضمونة بشكل كامل من قبل الدولة⁴، وهناك

¹ خليل عليان عبد الرحيم، محددات استخدام الصكوك كأداة تمويلية من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالي السعودي في ظل الأزمة المالية العالمية: دراسة نوعية، مجلة التعاون، الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، السعودية، ع 72، 2014م، ص 66.

* سيتم بيانها في الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك.

² محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، ص 9.

³ قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، متوفر على

الرابط التالي (تاريخ النشر: 2012/09/18): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>

⁴ Andreas A. Jobst, **THE ECONOMICS OF ISLAMIC FINANCE AND SECURITIZATION**, WP/07/117, IMF Working Paper, International Monetary Fund, 2007, p. 28.

بعض أنواع الصكوك لا يوجد لها تصنيف مثل صكوك المشاركة والمضاربة¹ لأنها لا تمثل صكوك مديونية فهي قائمة على موجودات المشروع. وفي ضوء التعاملات الراهنة لا بد أن تحصل الصكوك الإسلامية المصدرة على أعلى درجات التصنيف من أجل التسويق الدولي وجذب المدخرات الدولية (المستثمرين الأجانب) مع المحافظة على توطين حصيلة الاكتتاب.

5.3. دور طبيعة الشركة ذات الغرض الخاص في التصنيف الائتماني: سبق وأن وضحنا أن التصنيف يعتمد على مدى الجدارة الائتمانية والمالية للمصدر، فلو تم تصنيف الشركة ذات الغرض الخاص سيعطى لها أعلى درجات التصنيف (AAA)، لأنها لا تواجه أي التزامات مالية، حتى لو لم تكن دراسة الجدوى مجدية، لذلك فيفضل أن يبنى القرار الاستثماري من طرف المقبلين على الاكتتاب على دراسة الجدوى، ويجب على القوانين النازمة للصكوك أن تشترط مكاتب موثوقة وطنياً للمصادقة على هذه الدراسة لإضفاء جانب المصادقية عليها.

وتجدر الإشارة أن الصكوك التي لا تنطوي على وعد بإعادة الشراء وإنما تتضمن حق الرجوع على المنشئ في حالات التعثر، يصاحبها تعزيز ائتماني يتحمل المخاطر من المصدر والذي يكون متفقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية، له انعكاسات إيجابية على التصنيف الائتماني للصكوك المصدرة والتي من شأنها الاستفادة من التصنيف الائتماني للمصدر إذا كان تصنيفه عالياً².

مما سبق يتضح أن التصنيف الائتماني متعلق بالملاءة المالية للجهة المصدرة (المدين) وليس للمشروع الاستثماري، وهذا يتناقض مع طبيعة عمل الصكوك الإسلامية، إذ إن نظرة المستثمر تكون بشكل منطقي إلى دراسة الجدوى من المشروع خاصة وأن إدارة الصكوك تتم من قبل الشركة ذات الغرض الخاص، وعليه كلما كان المشروع مجدياً اقتصادياً كلما ارتفعت درجته الائتمانية، لأن دراسة الجدوى تعكس الصورة الحقيقية للمشروع بالكامل.

¹ محمد علي القرني بن عيد، المرجع نفسه.

² المعيار رقم 7 بعنوان: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB، ص 8.

6.3. التصنيف الشرعي: وهو لا يتعلق بمدى الجدارة الائتمانية والمالية لمصدر الصك ولا بالكفاءة الإدارية وإنما يختص بإصدار رأي مستقل حول النوعية الشرعية¹، وهذا لا يعني الحكم على مشروعية المنتج كأن تصدر قرارات تصنيف بأن هذا المنتج حلال وهذا المنتج نصف حلال والآخر حلال جداً، لأن المنتجات الحرام لا تصنف أصلاً وهذا يهدد وجود المؤسسة المالية. ويقصد بالتصنيف الشرعي "مدى الالتزام بالإجراءات التي تؤدي إلى تحقيق الجودة الشرعية كوجود هيئة شرعية في المؤسسة المالية، ومدى تطبيق المنتجات الشرعية، وجودة الإجراءات الشرعية"، كما أن أحد الباحثين اقترح إلغاء تسمية هذا التصنيف بالشرعي لتجنب ارتباطه بالحلال والحرام وليُقصد منها الالتزام بالمتطلبات الإجرائية المتطابقة مع الشريعة الإسلامية، كما أن الواقع العملي لم يتوصل إلى طريقة لبناء نظام محكم للتصنيف الشرعي².

الفرع الثاني: المعقود عليه (محل التعاقد).

ويتمثل في عَوْضًا الصكوك، ويختلف باختلاف نوع العقد الشرعي الذي بني عليه عقد الصكوك، وبشكل عام هما:

أولاً: قيمة الصك.

وهو ما يدفعه المكنتب في الصك لمصدره³، والمتمثل في القيمة النقدية، ويختلف الحال هنا عن الاكتتاب في الأسهم مثلاً إذ يمكن أن يكون رأس المال المقدم عبارة عن أعيان.

ثانياً: ما يمثله الصك.

ويختلف باختلاف نوع الصكوك*، فقد يكون أعيان أو منافع أو خدمات أو نقود.

¹ عبد الستار أبو غدة، تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة، المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، يومي 3 و4 أكتوبر 2004م، المنامة، البحرين، ص 3.

² محمد علي القرني وآخرون، تعقيب لأبحاث جلسة "التصنيف الشرعي في الصناعة المالية الإسلامية وآليات التصنيف"، مؤتمر العمل المصرفي والمالي الإسلامي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع البنك الدولي، يومي 6 و7 ديسمبر 2015م، المنامة، البحرين، "بتصرف"، متوفر على الرابط التالي: <https://www.youtube.com/watch?v=684SPa40NcQ>، (تاريخ النشر: 2015/12/07م).

³ حامد ميرة، صكوك الإجارة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، دار الميمان، الرياض، السعودية، ط 1، 2008م، ص 349.
^{*} أنظر الجدول رقم (04).

الفرع الثالث: الصيغة.

هناك ثلاثة اتجاهات في تكييف الآلية التعاقدية لإصدار الصكوك وهي:

أولاً: نشرة الإصدار إيجاب والاكنتاب قبول.

يعتبر هذا الاتجاه أن الإيجاب يتم عن طريق إعلان نشرة الإصدار المتضمنة جميع أركان وشروط العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، أما القبول فإنه يتمثل في الاكنتاب في الصكوك المصدرة ودفع ثمنها، ويعد المكتتب قابلاً للدخول في العقد الذي تحدده نشرة الإصدار، بالشروط نفسها الواردة فيه وتترتب في حقه جميع آثار هذا العقد¹.

وهنا تواجه الجهة المصدرة مشكلة حصيلة الاكنتاب فلو فاقت قيمة الاستثمار فلن تستطيع تخصيص الصكوك بتقليص المساهمة النقدية لكل مستثمر فهو يعد بمثابة فسخ للعقد القائم بين مصدر الصك والمكتتبين، لأن كل مكتتب بعد صدور الإيجاب من الجهة المصدرة للصكوك (في نشرة الإصدار) صدر منه القبول بالاكنتاب في الصكوك وبالتالي كل ما تم الاكنتاب فيه أصبح ملكاً كاملاً له، لا يحق للجهة المصدرة أن تفسخ جزءاً منه إلا بالتراضي.

ثانياً: الاكنتاب إيجاب وموافقة الجهة المصدرة قبول.

وبه أخذ مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي، حيث أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار والتي لا بد أن تشمل على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في العقد، وبذلك فإن الإيجاب يعبر عنه الاكنتاب في هذه الصكوك وفق شروط النشرة، أما القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة².

بحيث تكون نشرة الإصدار عبارة عن افصاح لشروط التعاقد، والاكنتاب إعراب من المستثمر برغبته في المشاركة (طلب المشاركة)، وبعد قفل باب الاكنتاب تنتظر الجهة المصدرة لحصيلة الصكوك وهي أمام ثلاث حالات:

¹ حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، متوفر على موقع الأستاذ الدكتور حسين حامد حسان على الرابط التالي (تاريخ الإطلاع: 2015/11/16م): <http://www.hussein-hamed.com/pagedetails.aspx?id=92>.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مصدر سبق ذكره، ص 149.

1. إن تساوت مع ما هو مطلوب صدر منها القبول؛
2. إن لم يتم تحصيل القيمة وجب على متعهد التغطية الاكتتاب فيما لم يكتتب فيه الجمهور، وعندئذ يصدر القبول من الجهة المصدرة؛
3. إن فاقت الحصيلة القيمة المراد استثمارها وجب عليها القيام بالتخصيص وتقليص مساهمة كل شخص طبيعي أو شخص معنوي اكتتب في الصكوك وعند الانتهاء من التخصيص وإعلان حصة كل مساهم يعتبر هذا بمثابة قبول من الجهة المصدرة.

ثالثاً: الدمج بين الحالة الأولى والثانية.

وفيه تفصيل ويضم الحالتين السابقتين حيث أن: نشرة إصدار الصكوك تمثل الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين، ويمثل الاكتتاب في الصك إيجاباً، أما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الإصدار أنها إيجاب فتكون بذلك إيجاباً ويكون الاكتتاب قبولاً¹ وهذا لأن العقود الشرعية تنعقد بكل ما يدل على الرضا من غير اشتراط صيغة معينة، ولا مانع أن يكون الموجب واحداً والقابل عدداً كبيراً². وأخذ بهذا الاتجاه كل من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وسوق دبي المالي.

ويرى الدكتور عبد الستار أبو غدة في هذه المسألة إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت للنشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور الملزم لها طيلة فترة الاكتتاب وتخلت عن حقها في إبداء الرأي في قبول المشاركة أو عدم قبولها فإن النشرة تعتبر في حد ذاتها إيجاباً يكون القبول هو تقدم المكتتب للمشاركة من خلال توقيع الاستمارة وحده أو اقترانه بتحويل مبلغ المشاركة. وقد ينشأ حينئذ دور آخر للجهة المديرة للتخصيص إذا كانت كمية الاكتتاب أكبر من الحجم المطروح للاكتتاب، وهو تصرف واقعي ليس فيه تعبير عن إرادة الجهة، بل يمكن أن يعهد به إلى أي جهة أخرى، وربما تم أدائه عن طريق الحاسب الآلي وفق برنامج معدّ من البداية³.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مصدر سبق ذكره، ص 477.

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مصدر سبق ذكره، ص 488.

³ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مصدر سبق ذكره، ج 2، ط 1، 2002م، ص 89.

والراجع في رأي الباحث اعتبار الاتجاه الثالث بما تراه الجهة المصدرة مناسباً لها في عملية التخصيص إذا فاقت حصيلة الاكتتاب قيمة المشروع الاستثماري، وبما لا يعرض مصدر الصكوك مثلاً لنزاعات قضائية. أو أن يكون مقصد نشرة الإصدار واضحاً بأن تتضمن نصاً صريحاً تحدد فيه ما إذا كانت دعوة فقط للتعاقد بحسب الشروط أو هي مجرد إيجاب.

المطلب الثاني: خطوات إصدار الصكوك الإسلامية.

تشتمل عملية إصدار الصكوك على خطوات أولية مختلفة يطلق عليها تنظيم الإصدار أو ترتيب الإصدار، وهذه الخطوات لا تحصل بتسلسل موحد، فقد تتقدم خطوة على أخرى دون أن ينشأ عن ذلك خلل، وقد تتم جميع الخطوات أو يقتصر على بعضها وأحياناً توجد بدائل متعددة لاختيار أحدها¹، ولكن الوضع الطبيعي أن تقع هذه الخطوات على النحو التالي:

الفرع الأول: إعداد التصور والهيكل التنظيمي.

الهيكل التنظيمي والذي يمثل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، إلى جانب دراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وكل هذا لابد أن يذكر في نشرة الإصدار، وربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة، كما قد يكون إعدادها مسبقاً مع قانون الإصدار. ومن الأهمية حسن اختيار تلك الجهات لإيجاد عوامل الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين². وفي غالبية الأحوال تستعين الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، ويستعين المرتبون لعملية الإنشاء بشتى الخبرات وعلى رأسها هيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط الإسلامية من الخلل الشرعي³.

¹ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مصدر سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 46.

² المرجع نفسه.

³ المرجع نفسه.

والأصل في عملية التصكيك رغبة الجهة المصدرة المتمولة بتصكيك موجودات قائمة بذاتها أو إصدار صكوك لتمويل مشروع معين مسبقاً، لا أن تبدي رغبتها في خوض استثمار عن طريق التصكيك. ومن ميزة الاقتصاد الإسلامي أن له صيغاً استثمارية تناسب مختلف أوجه الاستثمار، والحال نفسه في عملية التصكيك فكل مشروع له صك أو أكثر تناسب طبيعته، كأن يكون المشروع قابلاً للتصكيك عن طريق إصدار صكوك مضاربة أو مشاركة مثلاً، فتقوم الجهة المصدرة بإحصاء إيجابيات وسلبيات كل مقترح، فقد لا تفضل مثلاً أن يشاركها طرف خارجي فترسى على صكوك المضاربة دون المشاركة وهكذا.

الفرع الثاني: تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص.

يتم تمثيل مالكي الصكوك (المستثمرين) من خلال تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص، وذلك لتمثلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم هذه الشركة بما يلي¹:

1. شراء الموجودات التي ستغطي الصكوك المصدرة، أي تحويل الموجودات المراد تصكيكها إلى الشركة ذات الغرض الخاص وبالتالي انتقال الذمة إليها، وذلك عن طريق البيع لتجنب الصورية في الموضوع؛

2. الالتزام بسداد قيمة الموجودات للمنشأة بمبلغ أقل من القيمة الأصلية لها، وإصدار الصكوك بالقيمة الكاملة للأصل وكسب الفرق؛

3. خدمة وضممان مستحقات مالكي الصكوك المالية.

وعليه فمن خلال هذه الحركة تكون الشركة المالكة للموجودات (المصدر)، قد استبعدت هذه الموجودات من أي التزام قد يطرأ عليها ومن احتمال افلاس المصدر، إلى جانب هذا فبالعودة للترجمة الحرفية لـ: Special Purpose Vehicle، فهي: "مركبة ذات غرض خاص" والمركبة تقوم بنقل

¹ محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، أبحاث مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، 1-5 جمادى الأولى 1430 هـ الموافق لـ 26-30 أبريل 2009م، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة ص 10، علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة: دراسة فقهية اقتصادية معاصرة، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، ص 5، عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 47.

الأشياء من مكان إلى مكان آخر وهو الهدف الحقيقي لهذه الشركة حيث أنها تقوم بنقل المخاطر من الجهة المصدرة للصكوك إلى مالكي الصكوك. وفي نظر الباحث فإن الشركة ذات الغرض الخاص هي صورية فقط، والأهداف المسطرة ما هي إلا ذريعة لإكساب هذه الشركة شرعية أمام مالكي الصكوك وتحميلهم لمخاطر كان من المفترض أن يتحملها المصدر. كما أن المكتتب لن يستطيع الوصول إلى الأصول ولن يتطرف بها لا سواءً ولا مجتمعاً مع كل حاملي الصكوك.

الفرع الثالث: ملكية حملة الصكوك.

أولاً: تعريف الملكية.

الملكية من الملك، ويُعرَّف المُلْكُ على أنه: "اتصالٌ شرعيٌّ بين الشخص وبين شيءٍ، يكون مطلقاً لتصرفه فيه، وحاجزاً عن تصرف غيره فيه"¹، وهو قدرة يثبتها الشرع ابتداءً على التصرف"².

وعرِّفَ أيضاً أنه: "اختصاص حاجز شرعاً يسوّغُ صاحبه التصرفُ إلا لمانع"³.

وجاء تعريفه على أنه: "اختصاص إنسان بشيء يخوله شرعاً الانتفاع والتصرف فيه وحده ابتداءً إلا لمانع"⁴.

وعليه فالملك يتضمن أساساً التصرف والانتفاع بالشيء المملوك من قبل المالك لوحده، إلا إذا ظهرت طوارئ عرضية على هذا التصرف كالجِرِّ مثلاً فهو يمنع التصرف والانتفاع في الشيء من قبل مالكه، وهذه العوارض لا تنفي المُلْك.

¹ علي بن محمد السيد الشريف الجرجاني (ت: 816هـ)، معجم التعريفات، تحقيق: محمد صديق المنشاوي، دار الفضيلة، القاهرة، مصر، د.ط، د.ت، ص 193.

² كمال الدين محمد بن عبد الواحد السيواسي المعروف بابن الهمام (ت: 861هـ)، فتح القدير، دار الفكر، بيروت، لبنان، د.ط، د.ت، ج 6، كتاب البيوع، ص 248.

³ مصطفى أحمد الزرقا، المدخل الفقهي العام، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2004م، ج 1، ص 333.

⁴ عبد السلام داود العبادي، الملكية في الشريعة الإسلامية: طبيعتها ووظيفتها وقبورها (دراسة مقارنة بالقوانين والنظم الوضعية)، مكتبة الأقصى، عمان، الأردن، ط 1، 1974م، ج 1، ص 180.

ثانياً: أقسام الملكية.

تنقسم الملكية بالنسبة للرقبة* والمنفعة إلى نوعين، تامة وناقصة¹:

1. الملكية التامة: أن يملك الشخص رقبة الشيء ومنفعته معاً، ويكون لصاحبها كامل التصرف، فالعين ومنفعتها تحت يده يتصرف فيها بكافة الأوجه الجائزة شرعاً كالبيع والهبة والإجارة والإعارة والوقف والوصية، وغير ذلك.

2. الملكية الناقصة:** وهي ملك الرقبة وحدها أو المنفعة*** وحدها، والتصرف فيها ليس كاملاً لمانع يمنع ذلك.

وجاء في "الفروق" للقرافي: "أعلم أن الملك أشكل ضبطه على كثير من الفقهاء، فإنه عام يترتب على أسباب مختلفة: البيع والهبة والصدقة والإرث وغير ذلك فهو غيرها، ولا يمكن أن يقال: هو التصرف؛ لأن المحجور عليه يملك ولا يتصرف، فهو حينئذ غير التصرف، فالتصرف والملك كل واحد منهما أعم من الآخر من وجه وأخص من وجه، فقد يوجد التصرف دون الملك كالوصي

* الرقبة: هي الشيء المملوك (العين)، أنظر: الموسوعة الفقهية، ج 23، ص 7.

¹ مصطفى أحمد الزرقا، المدخل الفقهي العام، ص 349-350، عبد السلام داود العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 234، محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، ط 2، 1996م، ج 1، ص 74-75.

** تنقسم الملكية الناقصة إلى: 1. ملك الرقبة وحدها: وهو نادر الوقوع وموقوف، وهو أن تكون ذات الشيء ومادته مملوكة وذلك كملك الأموال المنقولة وغير المنقولة. وله صورتين، الأولى عندما يوصي الشخص بتمليك الموصى له منفعة عين طوال حياته وتبقى العين لدى الموصي أو ورثته، وبوفاة الموصى له ترجع المنفعة للعين، والثانية أن يوصي بالعين لشخص والمنفعة لثالث مدى حياتهما، وترجع المنفعة هنا للثاني عند وفاة الثالث. 2. ملك المنفعة وحدها: فهو أن يملك الإنسان حق الاستفادة فقط من الشيء مع المحافظة على عينه، كقراءة الكتاب واستعمال الآلات والأدوات بطريق عقد الإجارة أو الإعارة أو الوقف أو الوصيفة لأحد بالمنفعة. مصطفى أحمد الزرقا، مرجع سبق ذكره، ص 349-351، بدران أبو العينين بدران، تاريخ الفقه الإسلامي ونظرية الملكية والعقود، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، د.ط، د.ت، ص 308-316، محمد أبو زهرة، مرجع سبق ذكره، ص 75-76.

*** فقهاء الشريعة فرقوا بين ملك المنفعة وحق الانتفاع كما يلي: 1. من حيث المعنى وحدوده: "ملك المنفعة" فيه ذلك الاختصاص الحاجز المبين في التعريف كحق المستأجر في منافع الأجور، فهو يعطي معنى الملكية وقوتها، أما "حق الانتفاع" فهو الرخصة والإباحة بالانتفاع ولا يعني التملك كحق استعمال الطرق. 2. من حيث المنشأ: ينشأ "ملك المنفعة" عن طريق عقد مُمَلِّك كالإجارة والإعارة والوقف والوصيف بالمنفعة، أما "حق الانتفاع" فهو يثبت ضمن ملك المنفعة بالعقود السابقة، ويثبت أيضاً بسبب لا يوجب الملك: الأول كون الأشياء المنتفع بها مخصصة لانتفاع الناس كافة أو لفريق منهم دون أن يملكها أحدهم خاصة كالمدراس المخصصة لطلبة العلم، والثاني إباحة المنفعة من مالك خاص بإعطاء رخصة بالاستهلاك أو الاستعمال دون الإباحة للغير. 3. من حيث الأثر: يسوغ لصاحب "ملك المنفعة" التصرف في المنفعة تصرف الملاك ضمن حدود العقد الذي ملكه إياها، ويحق له تملك المنفعة التي استعاد ملكيتها، أما صاحب "حق الانتفاع" فليس له سوى الانتفاع الشخصي دون التملك للغير. مصطفى أحمد الزرقا، مرجع سبق ذكره، ص 374-376. بينما فقهاء القانون لم يفرقوا بينهما، واعتبروا حق الانتفاع حقاً عينياً في الانتفاع بشيء مملوك للغير بشرط الاحتفاظ بذات الشيء لرده إلى صاحبه عند نهاية حق الانتفاع، وأخرجوا منه حق المستأجر، عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، د.ط، 1952م، ج 9، ص 1201.

والوكيل والحاكم وغيرهم يتصرفون ولا ملك لهم، ويوجد الملك بدون التصرف كالصبيان والمجانين وغيرهم يملكون ولا يتصرفون. ويجتمع الملك والتصرف في حق البالغين الرشد، النافذين الكلمة، الكاملين الأوصاف، وهذا هو حقيقة الأعم من وجهه، والأخص من وجهه أن يجتمعا في صورة وينفرد كل واحد منهما بنفسه في صورة كالحيوان والأبيض، والعبارة الكاشفة عن حقيقة الملك أنه حكم شرعي مقدر في العين أو المنفعة يقتضي تمكن من يضاف إليه من انتفاعه بالمملوك والعض عنه من حيث هو كذلك"¹.

ثالثاً: الملكية القانونية والملكية النفعية.

ظهر تقسيم الملكية بين القانونية والعدلية إلى النظام القانوني الأنجلوسكسوني في القرن الثالث عشر ميلادي*، فأطلق اسم الملكية القانونية على الملكية الظاهرة أو الملكية الرسمية لمن تم تسجيل العين باسمه في السجلات الرسمية الظاهرة للعموم، بحيث لا يستطيع التصرف بالعين إطلاقاً، وأطلق اسم الملكية العدلية على الملكية غير الظاهرة وهي الملكية الحقيقية التي تستوجب كافة تصرفات الملك، وتثبت هذه الشرعية عن طريق وثيقة عرفية تربط المالك الحقيقي غير الظاهر بالمالك القانوني الظاهر². وهذا التقسيم لا يوجد فيه أي شبهة شرعية إذا التزم فيه بما يلي:

1. أن يكون بيعاً حقيقياً لا صورياً؛

2. أن يتحقق فيه انتقال ملك العين وملك المنفعة معاً، فتثبت الملكية لغير المالك الأول.

¹ شهاب الدين أبي العباس أحمد بن إدريس بن عبد الرحمن الصنهاجي المشهور بالقرافي (ت: 684هـ)، كتاب الفروق أنوار البروق في أنواء الفروق، سلسلة دراسات مركز الدراسات الفقهية، تحقيق: محمد أحمد سراج وعلي جمعة محمد، دار السلام، القاهرة، مصر، ط 1، 2001م، ج 3، الفرق الثمانون والمائة: بين قاعدة الملك وقاعدة التصرف، ص 1009.

* في هذه الفترة ذهب فلاحون من إنجلترا وويلز للمشاركة في الحروب الصليبية ضد بيت المقدس، وكانوا قد باعوا أراضيهم بيعاً صورياً لمن يتقون فيهم مع إبرام اتفاق سري يثبت ملكية الأراضي للمزارعين، لكن فوجئ البعض بأن أراضيهم قد بيعت لطرف ثالث أو أنهم رفضوا الوفاء بالاتفاق المبرم بينهم، فاشتكى الفلاحون إلى ديوان العدالة التابع للبلاد الملكي والذي أسسه الملك هنري الثاني الذي أنصفهم بتقسيم الملكية إلى قسمين، ملكية ظاهرية (رسمية أو قانونية) وملكية خفية (قائمة على الاتفاق السري بين صاحب الملكية الظاهرة وصاحب الملكية غير الظاهرة) وسميت بالعدلية لأن سبب صدورها كان ديوان العدالة وقررت المحكمة أن المالك الحقيقي هو صاحب الملكية غير الظاهرة أما المالك الظاهر فليس له حق التصرف في المملوك حتى لو كان مسجلاً قانونياً باسمه إلا بما يحق لمصلحة المالك الحقيقي. محمد علي القري، تطبيق الملكية النفعية والملكية القانونية في التمويل الإسلامي، المؤتمر العالمي التاسع لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - البنك الإسلامي للتنمية، يومي 17 و18 محرم 1436هـ الموافق 10 و11 نوفمبر 2014م، ص 3-7.

² المرجع السابق، ص 8.

أما التسجيل القانوني فهو ليس ركناً من أركان العقد ولا شرطاً لصحته، ولا حتى سبباً منشئاً له، بل هو مجرد توثيق لعملية البيع، إلا إذا كانت القوانين الوضعية تلزم بهذا الإجراء فعند ذلك لا بد من التقيد به¹.

وتُعرّف الملكية القانونية (الرسمية/الظاهرة): أنها الملكية التي توافرت فيها شروطها الموضوعية، والشروط الشكلية إن كانت مطلوبة مثل التسجيل في الدوائر الرسمية الخاصة بالنسبة للعقارات ونحوها، حتى يتم الاعتراف بها في القانون².

أما الملكية العدلية (الحقيقية/غير الظاهرة): فهي تخضع للمالك العدلي وهو الذي لم تسجل ملكية الأصل باسمه ولكنه يتمتع بالحقوق المقررة للمالك على الملك³.

وتعد الملكية العدلية Equitable Ownership نفسها Beneficial Ownership من حيث المعنى، لأن تسمية "عدلية" نسبت إلى ديوان العدالة الملكي.

وبالنظر لمعنى كلمة Beneficial نجدها "النافع"⁴ وليس "النفعي" وهو خطأ في الترجمة وقع وعمل به إلى يومنا هذا وترجمت Beneficial Ownership على أساس أنها "ملكية نفعية" وليست "ملكية ناعمة/مفيدة" وترجمت أيضاً بمنفعة الملكية⁵، وبالتالي خرجت عن مفهومها الحقيقي وأصبحت مرتبطة بمنفعة الموجودات، حتى أن البعض عرّفها أنها: "حق يُمكن الإنسان شرعاً من الانتفاع بالشيء بنفسه وبغيره، بعبوض أو بدونه"⁶ وخرجت عن مفهوم الملكية التامة التي تقتصر فقط للتسجيل القانوني.

¹ المرجع السابق، ص 10-11.

² علي محي الدين القره داغي، الملكية القانونية والملكية النفعية من منظور شرعي وقانوني: الإطار العام والتحديات الرئيسية، المؤتمر العالمي التاسع لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية، ص 26.

³ Henry Campbell BLACK & Others, **BLACK'S LAW DICTIONARY, THE PUBLISHER'S EDITORIAL STAFF, WEST PUBLISHING CO, New York, U.S.A, 5th Edition, 1979, p. 996.**

⁴ **OXFORD LEARNER'S POCKET DICTIONARY**, Oxford University Press, Oxford, UNITED KINGDOM, 3rd Edition, 2005, p. 34.

⁵ Fadi FARHAT & Michel Ibrahim, **DICTIONARY OF BUSINESS AND FINANCE**, Dar Al-Kotob Al-Ilmiyah, Beirut, Lebanon, 1st Edition, 2007, p. 59.

⁶ علي محي الدين القره داغي، الملكية القانونية والملكية النفعية من منظور شرعي وقانوني: الإطار العام والتحديات الرئيسية، مرجع سبق ذكره، ص 22.

رابعاً: الملكية القانونية والملكية النفعية في هيكله الصكوك.

لكل عقد آثاره الخاصة، وإنشاء البيع يترتب عليه نقل الملكية من البائع للمشتري¹، وكما سبق وأشرنا فهناك نوعين من الصكوك وهما²:

1. الصكوك المدعومة بالموجودات Asset-backed sukuk: حيث تُنقل الملكية كاملةً (القانونية والنفعية) ومالكي الصكوك يتمتعون بها، والدليل على ذلك خروج الأصول من المركز المالي للمنشئ، وعليه وفي حالة عدم مقدرة المنشئ على السداد أو إفلاسه فإن مالكي الصكوك لا يحق لهم الرجوع على المنشئ، ويتحملون أية خسائر قد تلحق بالموجودات من تلف أو انخفاض في القيمة، وبالمقابل إذا أفلس المنشئ فإن دائنيه لن يتمكنوا من استيفاء دينهم من موجودات الصكوك.

2. الصكوك القائمة على الموجودات Asset-based sukuk: فقد تأسست فقط لتلبية المتطلبات الصورية للعقد في الشريعة الإسلامية كتحديد محل العقد، دون الرغبة في الرجوع إليه والاعتماد عليه في عملية السداد، حيث أن الموجودات لا تنتقل ملكيتها بالكامل لمالكي الصكوك* (تبقى محتفظة بها) وإنما تنتقل الملكية النفعية بالمفهوم الحديث دون القانونية (ملكية ناقصة: تعتمد فقط على منفعة الموجودات)، وعليه فإن الجدارة الائتمانية للمنشئ أو المصدر مهمة عند اتخاذ قرار الاستثمار في الصكوك المصنفة ضمن هذا النوع. ونميز منها صورتين، الأولى يصاحبها وعد ملزم بإعادة الشراء من المنشئ وعلى أساسه يقوم المصدر بشراء الموجودات من المنشئ وإعادة تأجيرها له ويصدر على أساسها الصكوك، أما الصورة الثانية فيشتري فيها المصدر الموجودات ويضعها في مجموعة موجودات بغرض التصكيك ويشترط من المنشئ أن يعطي لحملة الصكوك حق الرجوع إليه، غير أن المصدر يقدم تعزيزاً ائتمانياً متفق مع أحكام الشريعة الإسلامية من خلال ضمان التسديد في حالة عجز المنشئ.

¹ علي محي الدين القره داغي، المقدمة في المال والاقتصاد والملكية والعقد: دراسة فقهية قانونية اقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، 2009م، ص 538.

² سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، تقييم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، ص 115-116، "بتصرف"، المعيار رقم 7 بعنوان: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB، ص 4-5.

* أنظر الملحق رقم (01).

وتعقيباً على اعتبار الباحثين أن الصكوك القائمة على الموجودات جاءت لتلبية المتطلبات الصورية للعقد في الشريعة الإسلامية، فالشريعة الإسلامية شريعة مقاصد ومعاني وليست شريعة ألفاظ ومباني وحيل.

وهناك دراسة أجريت على 43 نشرة إصدار* بينت أن بنود نشرة الإصدار كانت تنص على أن "حامل الصك هو المالك المنتفع من الموجودات" لا المالك حيازةً، وهناك من عبر عنها بأن الصك "يمثل المصلحة الخاصة بحامله في أصول الصك"، كما أن البنود كانت تشير صراحةً بعدم وجود انتقال فعلي للملكية، وأن ما تم هو انتقال اسمي أو رمزي لملكية المنفعة**. ناهيك عن القيود التي أصبحت مفروضة على مالك الصك والتي تعيق من تصرفاته على ملكه***، فإن لم يكن باستطاعة مالكي الصكوك النفاذ للموجودات فإن حكمهم حكم باقي الدائنين¹.

كل هذا حول الملكية من نفعية إلى ملكية اقتصادية ينتظر صاحبها العائد الدوري لا أكثر² وبالتالي انتقت الملكية من مالكي الصكوك، حتى أن شرط تحقق القبض الحكمي وهو التخلية مع التمكين من التصرف³ أصبح غير محققٍ.

غير أن البعض أجازوا صورة انتقال الملكية النفعية وأقروا بأن العملية لا تؤدي إلى مفسدة⁴، وأن الحق المنتقل يجوز تصكيكه⁵، فأصبح التصكيك هنا متعلقاً بمنفعة الموجودات لا الموجودات ذاتها، وأصبح محل البيع "حق الانتفاع الشخصي" الذي أشرنا إليه سابقاً، وبهذا انحرفت الصكوك

* دراسة قام بها الدكتور سعيد محمد بوهراوة والدكتور أشرف وجدي دسوقي حول 43 نشرة إصدار، واعتمد أيضاً على عقد مقابلات مع منظمي إصدار الصكوك، ومصرفيين ومجالس قانونية وهيئات تصنيف وعلماء شريعة، ومن أهم ما توصل لها أن نسبة إصدارات الصكوك المدعومة بالأصول إلى غاية سنة 2009 شكلت 2% فقط من حجم الإصدارات الإجمالي.

** أنظر الملاحق من (02) إلى (07).

*** أنظر الملحق رقم (08).

¹ Ashraf Wajdi DUSUKI & Shabnam MOKHTAR, **CRITICAL APPRAISAL OF SHARI'AH ISSUES ON OWNERSHIP IN ASSET-BASED SUKUK AS IMPLEMENTED IN THE ISLAMIC DEBT MARKET**, RESEARCH PAPER N°8, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Kuala Lumpur, MALAYSIA, 2010, p. 19-20.

² محمد علي القرني، تطبيق الملكية النفعية والملكية القانونية في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 18، "بتصرف".

³ قرار رقم 53 (6/4) بشأن القبض: صورته وبخاصة المستجدة منها وأحكامها، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 197.

⁴ عصام خلف العنزي، الملكية القانونية والملكية النفعية من منظور شرعي وقانوني، المؤتمر العالمي التاسع لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية، ص 22، "بتصرف".

⁵ البيان الختامي وقرارات وتوصيات مؤتمر شوري الفقهي الخامس للمؤسسات المالية الإسلامية، شركة شوري للاستشارات الشرعية، 11 و 12 صفر 1435هـ الموافق 16 و 17 ديسمبر/كانون الأول 2013م، الكويت، الكويت، ص 10.

الإسلامية عن أصلها الذي أسست من أجله، ولم تصبح حصة شائعة في ملكية الموجودات أو المنافع أو الأعيان أو موجودات نشاط استثماري كما أقرتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

ويرى الدكتور عبد الجبار السبهاني أن الفصل بين الملكية القانونية والملكية العدلية هو نقطة الانطلاق للتلاعب بالصكوك والأصل هو احترام القانون لا التهرب منه.

وحسب ما تم عرضه يرى الباحث بأن الفصل بين الملكية القانونية والملكية العدلية جائز لا يأخذ شرعية فيه في ظل احترام القوانين المدنية السارية، أما ما آلت إليه الملكية في التطبيقات المعاصرة لهيكل الصكوك والاقتصار فقط على انتقال حق الانتفاع الشخصي وعض النظر عن الملكية العدلية، فهو غير جائز لما فيه من تناقض بين مقتضى عقد البيع ومستتبعاته فيما يخص الملكية. ولا بد من بحث هذا الموضوع أكثر والفصل فيه لإضفاء الشرعية على الصكوك المطروحة للاكتتاب وعدم إلباسها ثوب السندات الربوية، والتزام هيئات الرقابة الشرعية القائمة على عملية التصكيك بالتقيد بما هو شرعي في نقل الملكية. أما على صعيد إبقاء الملكية القانونية مسجلة باسم المالك الأصلي فلا بأس به مادام هناك وعد بالشراء ورجوع الصكوك إلى مصدرها تجنباً لازدواجية دفع رسوم التسجيل القانونية، وفي هذا تحقيق لمقصد شرعي وهو حفظ المال.

الفرع الرابع: طرح الصكوك للاكتتاب.

يهدف طرح الصكوك للاكتتاب إلى جمع الأموال التي سيُمَوَّلُ بها المشروع الاستثماري من خلال الموجودات الممثلة بالصكوك¹، وهذا يتم على مستوى الأسواق المالية حسب النظم والقواعد المتبعة لذلك، وتصدر الصكوك الإسلامية في السوق المالي الأولي بالاستناد إلى عقد شرعي عن طريق نشرة الإصدار التي تتضمن تفاصيل أركان وشروط هذا العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه². ولا بد من الدراية التامة بالشروط الشرعية للعقد - حسب كل صيغة استثمارية - لأنه الأساس وما الصكوك إلا ظلّ له.

¹ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 47.

² عبد الجبار السبهاني، الوجيز في التمول والاستثمار وضعياً وإسلامياً، مرجع سبق ذكره، ص 121.

الفرع الخامس: تسويق الصكوك.

يتم تسويق الصكوك إما بالطرح مباشرة إلى الجمهور وإما بالاكنتاب في الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملةً إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكاً أو مجموعة بنوك وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى مالكي الصكوك، والتسويق من شأنه إبراز الصكوك كورقة مالية إسلامية فيها إمكانية الحصول على السيولة، بالإضافة إلى توقع الربح والأمان. حيث تتولى تلك المؤسسات حث الراغبين في استثمار أموالهم على الاكنتاب في الصكوك المطروحة من خلال عدة مهام تقوم بها في هذا المجال، بصفتها وكيلة عن الجهة المنشئة للصكوك¹. ويشمل إصدار الصكوك تكاليف مختلفة مثل تكاليف التعهد بالشراء والتكاليف القانونية، وهذه التكاليف تقف عائقاً أمام المستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك باعتبارهم المتحمل لها، لأن هذه التكاليف قد تصل إلى مئات الآلاف من الدولارات للمعاملة الواحدة فهي تحتاج لموارد مالية ضخمة، إضافةً لصعوبة هيكلتها، ويمكن للجهات المستفيدة من إصدار هذه الصكوك مثل البورصات والأسواق المالية المساعدة في تحمل هذه التكاليف².

الفرع السادس: التعهد بتغطية الاكنتاب.

يلتزم متعهد تغطية الإصدار بشراء ما بقي من صكوك لم يكتتب فيها، وبيعه تدريجياً أو يحتفظ به كلياً أو جزئياً، ثم يتم شراء المستثمرين الآخرين الصكوك من المستثمر الرئيسي كلياً أو جزئياً، والتعهد هنا بمثابة ضمان لتمام الاكنتاب في رأس مال المشروع ولا يجوز تقاضي عمولة عنه³.

¹ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ج 11، ص 47-48.

² Nathif J. ADAM and Abdulkader THOMAS, ISLAMIC BONDS: YOUR GUIDE TO ISSUING, STRUCTURING, AND INVESTING IN SUKUK, p. 148, Elwaleed M. AHMED, SUKUK "ISLAMIC BONDS" THE FASTEST GROWING SECTOR IN ISLAMIC FINANCE: ITS UNIQUE FEATURE & THE CHALLENGES FACING ITS GROWTH, Available on "THE SUKUK ISLAMIC BONDS BLOG" on the following link: <http://sukukislamicbond.blogspot.com/2007/09/sukuk-islamic-bond-fastest-growing.html> (date of publication: 13/09/2007).

³ عبد الستار أبو غدة، المرجع نفسه.

الفرع السابع: تجاوز حصيلة الاكتتاب قيمة الإصدار المعلن عنها.

يجب أن يتميز الاكتتاب بالشفافية والنزاهة بحيث يكون لكل المواطنين الفرصة ذاتها للاكتتاب من حيث الأجل، لذلك لا بد من تحديد مدة الاكتتاب عند الإعلان عنه والاستمرار فيه حتى لو تم تجميع الحصيلة قبل قفل باب الاكتتاب. وبهذا يكون قد أتاح مصدر الصكوك لكل الفئات المستهدفة بالاكتتاب في الصكوك الإسلامية، إلا إذا تم التصريح بأن الاكتتاب في هذه الصكوك سيقفل إلى حين تجميع حصيلة الاكتتاب فهنا يسوغ له القفل المبكر للاكتتاب، إلا أن هذا غير مقبول قانونياً لأن عملية الاكتتاب إذا فتحت مدتها قد تستمر إلى سنة أو أكثر، ناهيك على أن مثل هذا التصريح قد لا يكون في صالح الجهة المصدرة لشبهة مفادها أن المشروع غير مجدي، فلو كان مجدياً لتهافت عليه الجمهور، لذلك يجب أن تحدد مدة الاكتتاب وأن يلتزم بها وأن تعالج وضعية الحصيلة بالشكل المناسب. فإذا كان قد تم تجميع حصيلة اكتتاب تفوق تكلفة المشروع الاستثماري المحددة في دراسة الجدوى، فمصدر الصك هنا أمام حالتين:

أولاً: التخصيص.

وذلك بتقليص الحصة النقدية للمكتتبين في الصكوك وليس نسبة ما اكتتبوا فيه، فمثلاً لو كانت تكلفة المشروع الاستثماري مليار دينار جزائري وكانت حصيلة الاكتتاب مليار ونصف دينار فإن حملة الصكوك سيتم تخفيض حصتهم من الصكوك المكتتب فيها بحيث يتم الإبقاء على النسبة نفسها لمساهمة كل مستثمر في الحصيلة الإجمالية.

فلو كان عدد المكتتبين 4 مستثمرين مثلاً* مساهمة كل واحد هي -بغض النظر عن عدد الصكوك- 375 مليون (25%)، 600 مليون (40%)، 300 مليون (20%)، 225 مليون (15%) دينار جزائري على التوالي، يلاحظ أن حصيلة الاكتتاب تفوق قيمة الاستثمار بـ 500 مليون (50% زيادة)، وبالتالي فإن عملية التخصيص تكون كالتالي:

1. لا بد من الحفاظ على نسبة المساهمة في الصكوك (كما في المثال)؛

* تم اختيار 4 مستثمرين لتبسيط الفكرة، مع أن العدد الإجمالي للمكتتبين يكون كبير جداً.

2. تقليص المشاركة النقدية لكل حامل صك بحيث يصبح المجموع 1 مليار، وعليه تصبح مساهمة المستثمرين على النحو التالي: المستثمر الأول تُرَجَع له قيمة 125 مليون وتصبح مساهمته بمقدار 250 مليون، والمستثمر الثاني تُرَجَع له قيمة 200 مليون وتصبح مساهمته بمقدار 400 مليون، والمستثمر الثالث تُرَجَع له قيمة 100 مليون وتصبح مساهمته بمقدار 200 مليون، والمستثمر الرابع تُرَجَع له قيمة 75 مليون وتصبح مساهمته بمقدار 150 مليون، وهكذا يتم الحفاظ على نسبة المساهمة ذاتها عند الاكتتاب وجمع حصيلة الاكتتاب المرغوب فيها وهي 1 مليار دينار جزائري؛

3. لا بد أن تحتوي نشرة الإصدار على حد أدنى للاكتتاب حتى لا تواجه الجهة المصدرة مشكلة في التخصيص، لأنه عند التخصيص يجب أن تكون الحصيلة النقدية عبارة عن مجموعة من الصكوك كل صك بقيمة اسمية، فمثلاً لو افترضنا أن هذا الشرط غير موجود وقام أحد الأشخاص بالاكتتاب بصك واحد فقط، فكيف سيتم تقليص حصته عند التخصيص؟ لذلك فإن اقتراح حد أدنى للاكتتاب يجنب مصدر الصك الوقوع في هذه المشكلة. أو أن يُستثنى صغار المكتتبين من التخصيص، والأرجح هو الحل الأول.

وقد تحل هذه المشكلة من بدايتها بأن يكون الاكتتاب في الصكوك اكتتاباً خاصاً* وليس اكتتاباً عاماً**، عندها فإن الجهة المصدرة ستضمن المكتتبين باعتبار أنهم حُدِّدوا مسبقاً وحددت أيضاً مساهمة كل جهة، إلا أن هناك بعض التشريعات التي تمنع الطرح الخاص مثل الأردن. لكن هناك مخرج من هذا بأن تطرح الجهة المصدرة الصكوك طرْحاً عاماً وتأخذ ببعض الشروط كرفع القيمة الاسمية للصك، عندها لن يكتتب فيها صغار المستثمرين بل سيكون موجهاً فقط لكبار المستثمرين، وبالتالي ستتخلص نوعاً ما من مشكلة التخصيص لكنها تحقق بهذا الطرح الخاص بشكل ضمني حتى لو كانت التشريعات النازمة للصكوك تمنعه.

ثانياً: رفع حجم الإصدار بشروط.

إذا أراد مصدر الصكوك المحافظة على الحصيلة المجمعة وإصدار صكوك إضافية حتى لو كانت تفوق قيمة الاكتتاب المعلن عنه فلا بد أن يذكر هذا الشرط في نشرة الإصدار شريطة ألا يتجاوز حجم المشروع الاستثماري الفعلي ليتم استثمار المبلغ وعدم الوقوع في فائض السيولة.

* الاكتتاب الخاص: طرح الأوراق المالية للاكتتاب مع تحديد الجهة المعنية بذلك.
** الاكتتاب العام: طرح الأوراق المالية للاكتتاب دون تحديد الجهة المعنية بذلك.

فلو كانت دراسة الجدوى للمشروع تستوجب فقط 1 مليار، فعلى الجهة المصدرة للصكوك أن تقوم بعملية التخصيص إجبارياً، لأن الاحتفاظ بالقيمة الزائدة وعدم استثمارها سيشكل خسارة على رأس المال كون أنه غير مستثمر بشكل كامل -وجود سيولة غير مستثمرة ورأس المال المستثمر سيوزع على السيولة أيضاً-، خاصة إذا كانت الصكوك مثلاً قائمة على المضاربة أو المشاركة مما يستوجب الاستثمار حسب متطلبات السوق. أما لو كانت قيمة الصكوك المصدرة أقل من متطلبات السوق، كأن تكون قيمة المشروع عند دراسة الجدوى مليار ونصف دينار مثلاً وتم طرح صكوك للاكتتاب بقيمة أقل مما هو معلن عليه في دراسة الجدوى فهنا قد لا تواجه الجهة المصدرة مشكلة التخصيص.

فعلى سبيل المثال، نصت نشرة إصدار صكوك التأجير الإسلامية الحكومية لدولة البحرين ضمن بنود ضوابط وشروط الإصدار في بند الاكتتاب بقيمة تزيد عن حجم الإصدار ما يلي: "في حالة تجاوز قيمة الاكتتاب قيمة الإصدار المحددة، فإنه يجوز لحكومة دولة البحرين ممثلة في وزارة المالية والاقتصاد الوطني إما (1) رفع حجم الإصدار وذلك بتخصيص صكوك إضافية في حدود القيمة الفعلية للأصول وتوزيعها على مقدمي الطلبات، وذلك لاستيفاء كل أو جزء من فائض الاكتتاب أو (2) عدم رفع حجم الإصدار وإجراء تخصيص للمشاركين بالنسبة والتناسب"¹.

الفرع الثامن: إجراءات أخرى مواكبة لعملية الإصدار.

أولاً: فترة السماح.

يقصد بفترة السماح، المدة التي يبدأ فيها الاستثمار ولا توزع فيها الأرباح على مالكي الصكوك، أما على أرض الواقع فهي فترة بناء المشروع يضاف لها مدة التشغيل التي يبدأ فيها جني الأرباح، وعليه فإن عمر الصكوك يبدأ مباشرة بعد انتهاء فترة السماح. وهذه الفترة تكون في بعض أنواع الصكوك التي تستوجب مدة معينة لإقامة هذا المشروع ثم مدة لانطلاق تشغيله. كان يكون المشروع

¹ نزيه حمّاد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2010م، ص 353، نقلاً عن: نشرة إصدار صكوك التأجير الإسلامية الحكومية لدولة البحرين، ضوابط وشروط الإصدار (غير متوفرة).

عبارة عن بناء مطار ثم وبعد اتمام البناء ينتظر مدة أخرى لبدء تحقيق الأرباح. ولا بد أن تتضمن نشرة الإصدار ذكر فترة السماح وتوضيحها تجنباً لأي مشاكل قد تصدر من طرف مالكي الصكوك.

ثانياً: تحميل مصروفات الصكوك.

نصت فتوة ندوة البركة بخصوص مصروفات المضاربة والتي تنطبق على الصكوك المدارة بها¹ على ما يلي:

1. المصروفات التي تلزم المضارب في مقابل حصته من الربح هي المصروفات التي تلزم لوضع الخطط ورسم السياسات واختيار مجالات الاستثمار، واتخاذ القرارات الاستثمارية ومتابعة تنفيذها وحساب الأرباح والخسائر وتوزيعها وتشمل مصروفات إدارات الاستثمار والأجهزة التي تعتمد قراراتها وإدارة المتابعة وإدارة المحاسبة. على أنه إذا اقتضت طبيعة المضاربة الاستعانة بخبرات في المجالات السابقة التي تلزم المضارب والتي لم تكن متاحة في هيكله الوظيفي وقت الدخول في المضاربة فإن تكلفة هذه الخبرات تكون من مال المضاربة.

2. أما بقية المصروفات اللازمة لتنفيذ العمليات فتحسب على مال المضاربة.

3. وبالنسبة للبنوك أو الشركات الاستثمارية التي تقوم بنشاط آخر بجانب عملها مضارباً، فيجب أن يراعى أن المضاربة لا تتحمل إلا نسبة من المصاريف الكلية تتناسب مع ما قامت به في سبيل تنفيذ عمليات المضاربة.

ثالثاً: تسعير الصكوك.

يستخدم معدل ليبور* في تقويم أسعار الفائدة في وقت محدد، وتستخدم هذه المعدلات كمدخلات لعقود أغلبها غير متفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، مثل الودائع لأجل، والسندات، والمشتقات

¹ فتوى رقم (2/7) بشأن: تحميل المصروفات في عقد المضاربة، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، مجموعة دله البركة، ندوة البركة السابعة للاقتصاد الإسلامي، الحلقة الفقهية الأولى للقضايا المصرفية المعاصرة، المنعقدة يومي 20-22 رمضان 1412 هـ الموافق 22-23 مارس 1992م، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 6، 2001م، ص 120.

* ليبور: هو سعر الفائدة المعروف بين البنوك في لندن، وهو عبارة عن السعر المرجعي للاقتراض بين البنوك في المدى القصير. أنظر: John KIFF, **WHAT IS LIBOR?**, Finance & Development, The International Monetary Fund, Washington, U.S.A, Vol 49, N°4, 2012, p. 32, David HOU & David SKEIE, **LIBOR: ORIGINS, ECONOMICS, CRISIS, SCANDAL, AND REFORM**, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 667, New York, U.S.A, 2014, p. 1.

المالية. وللأسف أصبحت تستخدم كسعر مرجعي في تسعير العديد من الأوراق المالية الإسلامية ومنها الصكوك الإسلامية خاصة ذات العائد المُعَوَّم¹. وجاء في توصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "الإسراع بإيجاد المؤشر المقبول إسلامياً الذي يكون بديلاً عن مراعاة سعر الفائدة الربوية في تحديد هامش الربح في المعاملات"². وبالرغم من هذه التوصية التي اتسمت بضرورة إيجاد حل على وجه السرعة إلا أن المؤسسات المالية الإسلامية بقيت مستخدمة لليبور مع ترديد مقولة مستمرة وهي أن هذا الاستخدام هو أمر مؤقت إلى حين إيجاد مؤشر إسلامي³ على الرغم من أن هناك مقترحات كثيرة مبنية على معدل الربح⁴. وحسب رأي الباحث فيفضل أن تسعر الصكوك بالقيمة الممثلة لموجودات المشروع ثم يترك الأمر لقوى العرض والطلب.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

الصكوك الإسلامية كغيرها من أدوات التمويل الإسلامي لا بد أن تخضع لضوابط وأحكام شرعية تجنبها الوقوع في المآخذ الشرعية من خلال بناء دعامة شرعية من حيث التطبيق، خاصة وأن هذه الأدوات المالية فيها ما يشترك مع السندات الربوية بنسبة كبيرة جداً، وقد سعت المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية إلى وضع ضوابط شرعية لتداول الصكوك كهيئة المحاسبة ومجمع الفقه الإسلامي الدولي وندوة البركة وغيرها من الدراسات الشرعية، ويعد المعيار الشرعي رقم 17 بعنوان: "صكوك الاستثمار"، الأكثر تفصيلاً.

¹ محمد بن ابراهيم السحبياني، آلية تحديد معدلات ليبور وإمكانية الاستفادة منها لحساب مؤشرات مالية إسلامية، مجلة جامعة الإمام، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية: العلوم الإنسانية والاجتماعية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ع 7، 1429هـ، ص 209، سليمان ناصر وربيعه بن زيد، ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة لليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها: دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي، مجموعة من المنظمين، اسطنبول، تركيا، من 9 إلى 13 سبتمبر/أيلول 2013م، ص 10.

² توصية رقم 7 من القرار رقم 76 (8/7) بشأن: مشكلات البنوك الإسلامية، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 264.

³ سليمان ناصر وربيعه بن زيد، مرجع سبق ذكره، ص 10.

⁴ محمد بن ابراهيم السحبياني، مرجع سبق ذكره، ص 207-208.

الفرع الأول: ضوابط عامة لإصدار الصكوك الإسلامية.

يجوز إصدار الصكوك على أساس عقد شرعي كالمضاربة والمشاركة والإجارة وغيرها، لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها، وذلك بتصكيك الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها كما ورد سابقاً. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها لغرض تداولها. وتترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك¹، فصكوك المضاربة تخضع لعقد المضاربة، وصكوك الإجارة تخضع لعقد الإجارة، وهكذا... وإن شروط ومتطلبات العقود التي تبنى عليها الصكوك هي التي تحكم طبيعة التعامل بالصك.

الفرع الثاني: العلاقة بين المصدر والمكتتبين.

تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين مصدر الصك والمكتتب فيه، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد، وتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية².

والجدول الموالي يبين طبيعة العلاقة بين مصدر الصك والمكتتب فيه حسب كل نوع.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 472.

² المرجع نفسه.

جدول رقم (4): طبيعة العلاقة بين مصدر الصك والمكتتبين حسب كل نوع.

طبيعة العائد	حصيلة الاكتتاب	المكتتبون	المصدر	نوع الصك	
الأجرة	ثمن شراء العين	المشتررون للعين	بائع العين	ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها	الصكوك القائمة على الإجارة
حصيلة إعادة بيع المنافع	ثمن شراء المنفعة	المشتررون للمنفعة	بائع المنفعة	ملكية منافع الأعيان الموجودة أو الموصوفة في الذمة	
	ثمن شراء الخدمة	المشتررون للخدمة	بائع الخدمة	ملكية الخدمات	
ثمن بيع البضاعة	تكلفة شراء البضاعة	المشتررون لبضاعة المرابحة	البائع لبضاعة المرابحة	المرابحة	الصكوك القائمة على البيوع
ثمن بيع السلعة	رأس مال السلم	المشتررون لبضاعة السلم	البائع لسلعة السلم	السلم	
ثمن بيع السلع الحالية أو الموصوفة في الذمة (موازي)	تكلفة المصنوع	المشتررون للمراد صنعها	الصانع	الاستصناع	
الموجودات والربح	رأس مال المضاربة	أرباب المال	المضارب	المضاربة	الصكوك القائمة على المشاركة
الربح	المبلغ الموكل في استثماره	الموكلون	الوكيل بالاستثمار	الوكالة بالاستثمار	
الربح	حصة المكتتبين في رأس مال المشاركة	الشركاء	طالب المشاركة	المشاركة	
الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض	تكاليف الزراعة	المزارعون (العمال بنفسيهم أو بغيرهم)	مالك الأرض أو مالك منافعها	المزارعة	
	ثمن شراء الأرض	أصحاب الأرض	المزارع (العامل)		
الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض	تكاليف العناية بالشجر	المساقون	مالك الأرض (التي فيها الشجر) أو مالك منافعها	المساقاة	
	ثمن سقاية الأرض	أصحاب الأرض	المساقى (صاحب العمل)		
الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر	تكاليف غرس الشجر	المغارسون	مالك أرض صالحة لغرس الأشجار	المغارسة	
	ثمن الغرس	أصحاب الأرض	المغارس (صاحب العمل)		

المصدر: المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية

الإسلامية، المنامة، البحرين، د. ط، 2015م ص 472-476.

الفرع الثالث: متطلبات نشرة الإصدار.

يراعى في نشرة الإصدار ما يلي¹:

1. ذكر كل شروط التعاقد والبيانات المتعلقة بالمشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وشروط تعيينهم وعزلهم؛
2. تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، وأنه مستوفي لشروطه وأركانه، وألا يتضمن شرطاً ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه؛
3. الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته؛ وأن حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات قائمة على صيغة من صيغ الاستثمار الشرعية؛
4. نسب توزيع الربح وتحمل الخسارة*، والأحكام المتعلقة بتغيير نسب توزيع الأرباح، وضرورة توافق نسب الأرباح مع رأس المال المشارك به (قيمة الاكتتاب في الصكوك) وكذا الأمر بالنسبة لنسب تحمل الخسارة، وآلية توزيع الأرباح (متغيرة أو ثابتة)، والأرباح التحفيزية، ... إلخ.
5. عدم ضمان مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرأً معيناً من الربح، لكن يجوز أن يتبرع بالضمان بلا مقابل طرف ثالث مستقل يكون من غير الأطراف المشاركة في عملية التصكيك، وتعد تغطية الخسارة**.
6. التعهد بتغطية ما لم يكتب فيه من طرف مؤسسة مثلاً بالقيمة الإسمية***، ويكون هذا الالتزام مبنياً على أساس الوعد الملزم، وبدون مقابل.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 477-479.
* أنظر: المعيار الشرعي رقم (12) بعنوان: الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة، البند 5/1/3، والمعيار الشرعي رقم (40) بعنوان: الحسابات الاستثمارية وتوزيع الربح في الحسابات الاستثمارية على أساس المضاربة، البند 5، والمعيار الشرعي رقم (47) بعنوان: ضوابط حساب ربح المعاملات، البندين 5 و6.

** ينظر إلى: المعيار الشرعي رقم (5) بعنوان الضمانات: البند 6/6، والمعيار الشرعي رقم (12) بعنوان: الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة، البند 3/4/1/3.

*** أنظر: البند 4/2/1/4 من المعيار الشرعي رقم (12) بعنوان: الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة.

المبحث الثاني: تداول الصكوك الإسلامية وضوابطه

بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدأ المشروع الاستثماري الذي أنشئت الصكوك من أجله، تأتي المرحلة الثانية في عملية التصكيك والتي تكون بالتوازي مع المشروع الاستثماري. ويختلف تداول الصكوك الإسلامية عن السندات الربوية باختلاف طبيعة الورقة المالية، فالسندات تمثل ديناً بينما الصكوك تمثل موجودات تختلف من فترة لأخرى وتتنوع بين الأعيان والمنافع والخدمات والديون والنقود، وعلى هذا لا بد أن يكون لها ضوابط يحكم تداولها.

وسيتم تناول هذا المبحث من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: التداول وآلياته.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل أعياناً ومنافعاً.

المطلب الرابع: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي يغلب عليها النقود أو الديون.

المطلب الأول: التداول وآلياته.

يُعدُّ تداول الأوراق المالية المرحلة المالية لعملية إصدارها، وتختلف آلياته عن آليات الإصدار لاختلاف الغرض من كل مرحلة.

الفرع الأول: التعريف بتداول الصكوك.

للتداول مفهوم خاص إذا تعلق بالأوراق المالية، فمفاده نقل ملكية الورقة المالية من مالكٍ لآخر بعقد من العقود الشرعية، كالبيع والهبة والإرث، وذلك عبر وسيلة من الوسائل التجارية المعتمدة¹. وهو جائز شرعاً ما لم يتعارض مع أصلٍ شرعي، وتنتقل هذه الملكية بأي طريقة من الطرق التجارية كالقيد في السجلات، أو المناولة أو بالوسائل الإلكترونية التقنية الحديثة كالتداول عبر شبكة الإنترنت وغيرها من الوسائل². هذا وقد أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي تداول الصكوك بالطرق المتعارف عليها كالقيد في سجل معين إذا كانت تحمل اسم حامل الصك، أو بكتابة اسم حاملها الجديد عليها كلما تغيرت ملكيتها، أو أن تنتقل الملكية بالتسليم إذا كانت الصكوك لحاملها³.

ويقصد بتداول الصكوك البيع في السوق الثانوية بعد شرائها عن طريق الاكتتاب من مُصدرها⁴، وبما أن الصك يمثل ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت من أجله، ويترتب على هذه الملكية طيلة المشروع التصرفات المقررة شرعاً من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها⁵ فإن هذه التصرفات الشرعية تنطوي أيضاً تحت مفهوم التداول باعتبارها تنقل الملكية من صاحبها إلى طرف آخر، إلا أن المقصود العام بتداول الصكوك الإسلامية والذي هو محل اهتمامنا ما يعرف ببيع الصكوك في السوق الثانوي مقابل ثمن (تسييل الصكوك)، خاصة وأن ثمن البيع يكون في بعض أنواع الصكوك سبب الحكم الشرعي.

¹ حامد ميرة، صكوك الإجارة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 363، نقلاً عن: سامي حسن حمود، التنمية عن طريق الأدوات التمويلية الإسلامية، ص 236.

² حامد ميرة، المرجع نفسه.

³ قرار رقم 137 (15/3) بشأن صكوك الإجارة، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 438.

⁴ معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، ص 304.

⁵ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 149.

الفرع الثاني: آلية تداول الصكوك.

كما سبق الذكر فإن المقصود بتداول الصكوك هو بيعها في السوق الثانوي، ويدخل في هذه العملية طرفان اثنان هما مالك الصك (المالك الأصلي والذي ينوي البيع مقابل بدل) والمشتري (المالك الجديد للصك)، وهنا قد يكون هذا المشتري مضارباً في البورصة ينوي الاستفادة من تغيرات سعر الصكوك (في بعض أنواع الصكوك وليس كلها) أو أن يكون مستثمراً عادياً ينوي شراء الصكوك بغرض التملك والاستفادة من أرباحها الدورية، فمهما كانت طبيعة المشتري فإن ملكية الصك تنتقل من طرف إلى آخر حتى إطفاء الصكوك حيث تنتقل الملكية من مالك الصك إلى المصدر.

ويخضع التداول في الأسواق المالية بشكل عام إلى مجموعة من الضوابط الشرعية كمنع الاحتكار، ومنع النجش، ومنع الغبن، ومنع الغش والغرر، وإمكانية تدخل ولي الأمر لمعالجة أي سلبات قد تطرأ على السير الحسن لتداول الأوراق المالية¹.

ولتوسيع نطاق تداول الصكوك الإسلامية لابد من إبرام اتفاقيات بين السوق المحلي التي تدرج فيه الصكوك الإسلامية وأسواق مالية أخرى، وهذا من شأنه أن يسهل عملية شراء الصك دون عناء الاتصال بمن يتولى عمليات الشراء والبيع. فلو كانت هناك اتفاقية بين بورصة الجزائر وسوق دبي المالي مثلاً فإن أية صكوك تدرج في سوق دبي المالي يمكن شراؤها من بورصة الجزائر، ويظهر في سجلات سوق دبي المالي ضمن النشرة اليومية التعاملات التي جرت على مستوى بورصة الجزائر الخاصة بالتداول على هذه الصكوك أو أي ورقة مالية مدرجة في سوق دبي المالي.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً أو ديوناً.

من خلال هذا المطلب سيتم التطرق إلى الضوابط الشرعية في مراحل هيكله الصكوك التي تكون فيها الموجودات الممثلة للصكوك نقوداً، إلى جانب المراحل التي تكون فيها الموجودات عبارة عن ديون.

¹ أحمد محي الدين حسن، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 1989م، ص 275.

الفرع الأول: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً.

بعد قفل باب الاكتتاب عادةً وجمع الحصيلة المخصصة للمشروع الاستثماري وقبل البدء في النشاط الفعلي له، فإن الصكوك الإسلامية تمثل في الوقت الراهن نقوداً، وصاحب الصك أصبح يحمل ما يمثل مساهمته في هذا المشروع من خلال صك واحد أو مجموعة من الصكوك، وكما سبق ذكره فإن له حقاً شرعياً إما لامتلاك هذه الصكوك أو بيع جزء منها أو بيعها كاملة.

وعموماً يتصور أن تكون الصكوك عبارة عن نقود في الحالات التالية والتي تمنع فيها لوائح الصكوك التداول خلالها إلا بالقيمة الاسمية وبمراعاة أحكام الصرف¹:

1. عند بداية طرح الصكوك للاكتتاب، وتسلّم الجهة المُصدرة للأموال؛
2. فترة ما بعد الاكتتاب وقبل بدء النشاط الاستثماري؛
3. في أي مرحلة تقوم فيها الشركة بالتنضيق الحقيقي لما تمثله الصكوك لتوزيع الأرباح الدورية*، أو بداية مشروع استثماري جديد**؛
4. عند نهاية المشروع وتصفيته وبيع موجوداته وتحصيل مستحقات مالكي الصكوك من ديون.

ويخضع التداول في هذه المرحلة لضوابط شرعية تتمثل في أحكام عقد الصرف لأن المبادلة هنا تكون بمثابة نقدٍ بنقد، وهذا ما نص عليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف"²، وكذا ما نصت عليه هيئة المحاسبة والمراجعة

¹ فيصل بن صالح الشمري، صكوك المضاربة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 368، عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

* وهي حالة نادرة الحصول على العموم، وسيتم توضيح هذه الفكرة أكثر في المبحث الثالث عند التطرق لتوزيع الأرباح.

** في حالة إصدار صكوك استثمارية إسلامية تتسم بالاستمرارية.

² لمزيد أنظر: قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، الدورة العشرون في وهران بالجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية من 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق من 13 إلى 18 سبتمبر 2012م، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/16): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17 (البند 1/2/5): "... أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، ..."¹، وفيما يلي الضوابط الواجب التقيد بها في هذه المرحلة.

أولاً: التقابض بين البدلين.

عند تداول الصكوك الإسلامية في هذه المرحلة لا بد من تقابض البدلين في مجلس العقد قبل الافتراق، ودليل ذلك حديث الرسول ﷺ: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"²، وكذا قوله ﷺ: "لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا منها غائباً بناجز إلا يدا بيد"³.

ثانياً: التماثل.

عند بيع الصكوك بنقد قبل بدء النشاط فإن البيع يجب أن يكون بالقيمة الاسمية للصك المكتتب فيه دون زيادة أو نقصان لكي لا تؤول العملية إلى ربا، ودليل ذلك ما تقدم من أحاديث الرسول ﷺ وقوله أيضاً ﷺ: "لا تبيعوا الدينار بالدينارين ولا الدرهم بالدرهمين"⁴، وهذا عند بيع الصكوك من جنس العملة التي تم بها الاكتتاب في الصكوك فلا بد من التماثل، أما لو بيعت بعملة أجنبية فيجوز التفاضل⁵، فلو كانت قيمة الصكوك المراد بيعها 10000 دينار جزائري والاكتتاب تم بالعملة الجزائرية، وأراد مالك الصك البيع بالدينار الجزائري وجب التماثل في البدلين، أما لو أراد البيع بعملة أجنبية كالدولار الأمريكي فلا يجب التماثل ولكن يجب تقابض البدلين قبل الافتراق.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

² حديث صحيح، مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري (ت: 261هـ)، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، د.ط، ج 3، د.ت، ص 1210، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، حديث رقم: 1587.

³ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1208، باب الربا، حديث رقم: 1584.

⁴ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1209، باب الربا، حديث رقم: 1585.

⁵ يوسف بن عبد الله الشيبلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق والودائع الاستثمارية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، د.ط، م 1، 2002م، ص 738-739، معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 304.

ثالثاً: الخلو من خيار الشرط.

إذا تم بيع الصكوك الإسلامية في هذه الفترة واشترط أحد المتعاقدين (البائع: المالك الأصلي للصك أو المشتري) خيار الشرط* فإن عقد الصرف يبطل على قول جمهور الفقهاء من المالكية والحنفية والشافعية¹، كأن يشترط أحد طرفي العقد على الأقل إعطاء مدة من الزمن للنظر في هذه العملية (شراء/بيع الصكوك) فإن هذا الشرط لا يجوز إذ يمنع من تحقق شرط التقابض².

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل ديوناً.

إذا تَمَحَّصَت موجودات الصكوك بعد بيعها ديوناً فلا بد من تطبيق أحكام التعامل بالدين، لأنه بيع دين بنقد، وهو لا يجوز باتفاق الفقهاء لاشتماله على الربا بنوعيه الفضل والنسيئة**، ومن ثم لا يجوز بيع الصكوك إلا بعد تحقق شروط بيع الدين³.

وتتمثل في ضوابط الدين المؤجل من غير المدين، وهي:

أولاً: البيع بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا⁴، فمثلاً في صكوك المرابحة عند بيع بضاعتها تتحول موجودات الصكوك إلى ديون في ذمة

* خيار الشرط: فهو أن يشترط أحد المتعاقدين أو كل منهما أن له الخيار -أي حق فسخ العقد أو إمضائه- خلال مدة معلومة. عبد الحق حميش والحسين شواط، *فقه العقود المالية*، دار البيارق، عمان، الأردن، ط 1، 2001م، ص 62.

¹ شمس الدين محمد بن محمد الحطاب الرُّعيني (ت: 954هـ)، *مواهب الجليل في شرح مختصر خليل*، دار الفكر، دم، ط 3، ج 4، 1412هـ، 1992م، ص 308، علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني (ت: 587هـ)، *بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع*، دار الكتب العلمية، دم، ط 2، ج 5، 1406هـ، 1986م، ص 219، أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني (ت: 558هـ)، *البيان في مذهب الإمام الشافعي*، تحقيق: قاسم محمد النوري، دار المناهج، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، ج 5، ص 176.

² عثمان بن علي بن محجن البارعي فخر الدين الزيلعي الحنفي (ت: 743هـ)، *تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق وحاشية الشُّلبي*، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، مصر، ط 1، 1313هـ، ج 4، ص 136.

** ربا الفضل: بيع المال الربوي بجنسه مع زيادة في أحد العوضين، ربا النسيئة: بيع المال الربوي مع تأخير بدله، ربا النسيئة في الديون: الزيادة المشترطة في القرض عند العقد أو عند حلول الأجل مقابل التأخير، أو هو الزيادة في الدين نظير التأجيل، أنظر: عبد الحق حميش والحسين شواط، مرجع سبق ذكره، ص 92-99.

³ أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، *تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية*، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 9.

⁴ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.

مشتري البضاعة وعليه يصبح حامل الصك دائناً، فلا يجوز أن يبيع صكه إلى طرف ثالث (مشتري جديد) بثمن حال (معجل) لأنه غرر وهو غير جائز على رأي الحنفية¹ والحنابلة²، أما المالكية فأجازوه بشروط³. ويجوز البيع إما بعملة أجنبية حالة، تختلف عن عملة الدين ويسعر يومها، أو بسلعة معينة، أو بمنفعة عين معينة⁴.

ثانياً: البيع بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ⁵، وقد نهى عنه الرسول ﷺ⁶، وهو بيع الرجل ديناً له على رجل بدين على رجل آخر (طرف ثالث)⁷. وصورته أن يبيع مالك الصك صكوكه إلى طرف ثالث دون قبض الثمن حالاً وإنما لأجل.

وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة أنواع الصكوك التي لا يجوز تداولها إلا بمراعاة أحكام الدين وهي⁸:

1. صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة بعد إعادة إجارتها لأن الصك هنا يصبح عبارة عن الأجرة (دين في ذمة المستأجر الثاني)؛

¹ علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، مرجع سبق ذكره، ج 6، ص 43.
² منصور بن يونس بن ادريس البهوتي (ت: 1051هـ)، شرح منتهى الإرادات: دقائق أولي النهى لشرح المنتهى، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 2000م، ص 222.
³ عبد الباقي بن يوسف بن أحمد الزرقاني المصري (ت: 1099هـ)، شرح الزرقاني على مختصر خليل، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1422هـ، 2002م، ص 88.
⁴ قرار رقم 158 (17/7) بشأن بيع الدين، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 514.
⁵ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.
⁶ حديث ضعيف، النيسابوري، محمد بن عبد الله أبو عبد الله الحاكم (ت: 405هـ)، المستدرک علی الصحیحین، تحقيق: مصطفى عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1411هـ، 1990م، ص 66، وردت درجة الحديث في كتاب ضعيف الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير للشيخ الألباني، ط 3، حديث رقم: 6061، ص 873.
⁷ أبو عبد الله الأصحبي مالك بن أنس (ت: 179هـ)، الموطأ، تحقيق: محمد مصطفى الأعظمي، مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، ج 4، 1425هـ، 2004م، ص 954.
⁸ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

2. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
 3. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين بعد إعادة إجارتها حيث يصبح الصك في هذه الفترة يمثل الأجرة وهو دين في ذمة المستأجر الثاني؛
 4. صكوك الاستصناع عندما تدفع حصيلة الاكتتاب ثمناً في استصناع موازٍ، أو عندما تسلم العين المصنعة للمستصنع؛
 5. صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري (الأمر بالشراء) لأنها تصبح ديناً في ذمة المشتري؛
 6. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل وذلك قبل بدو صلاح الزرع أو الثمر؛
- أما صكوك السلم فلا يجوز تداولها، على رأي الجمهور من الحنابلة¹ والأحناف² والشافعية³، لأن المسلم فيه لا يجوز التصرف فيه قبل قبضه بنحو بيع وشراكة ومرابحة وتولية ولو ممن هو عليه⁴.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي يغلب عليها النقود أو الديون.

هناك بعض أنواع الصكوك التي تكون في مجملها خليطاً بين المنافع والأعيان والخدمات والديون والنقود ولكن الغالب عليها نقود أو ديون وذلك بنسبة كبيرة تفوق الـ50%، وهذه الحالة محل خلاف بين المعاصرين في النظر إلى الصكوك نظراً كلية بمجموع هذا الخليط والانضباط بأحكام

¹ أبو محمد عبد الله ابن قدامة (ت: 620هـ)، المغني، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي وعبد الفتاح محمد الحلو، دار عالم الكتاب، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 3، ج 6، 1417هـ، 1997م، ص 415.

² علاء الدين أبو بكر بن مسعود الكاساني الحنفي (ت: 587هـ)، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط2، ج 12، 1406هـ، 1986م، ص 132.

³ أبو اسحاق الشيرازي (ت: 476هـ)، المهذب في فقه الإمام الشافعي، تحقيق وتعليق: محمد الزحيلي، دار القلم، دمشق، سورية، الدار الشامية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 3، 1417هـ، 1996م، ص 179.

⁴ محمد أمين بن عمر عابدين (ت: 1252هـ)، رد المحتار على الدر المختار وشرح تنوير الأبصار، تحقيق: عادل أحمد عبد الموجود وعلي محمد معوض، دار عالم الكتب، الريا، المملكة العربية السعودية، طبعة خاصة، ج 7، 1423هـ، 2003م، ص 467.

الديون إذا كانت هي الغالب، أو الانضباط بأحكام الصرف وبيع الدين إذا كانت النقود أو الديون هي الغالب من خلال قاعدتي الكثرة والغلبة¹، أو ينظر إلى كل مكون على حدة من خلال قاعدة الأصالة والتبعية².

الفرع الأول: الأخذ بقاعدتي الكثرة، والغلبة*.

يرى أصحاب هذا الاتجاه جواز تداول الصكوك الإسلامية التي يغلب عليها الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو كلها معاً، وفقاً لسعر التراضي ولو بالتفاضل بين الثمن وقيمة الحصة أو بتأجيل الثمن³. وقد ذهب إلى هذا الرأي مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية للصرف والديون"⁴.

وقد تم تحديد النسبة التي تضي على الصك ضرورة الأخذ بالضوابط الشرعية للصرف والتعامل بالديون إذا تجاوزت النقود والديون 70% (الأعيان والمنافع أقل من الثلث)⁵، أما مجمع الفقه فأقر أن العبرة بالغالب (50%)⁶، بينما حددها سوق دبي المالي بـ10%⁷.

¹ علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، بحث رقم 61 من بحوث المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ص 53.

² علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ يقصد بالكثرة على رأي الدكتور حسين حامد حسان ما زاد عن الـ50%، أما الغلبة هي ما يقرب من الكل كالـ80% والـ90%، حسين حامد حسان، مكونات الأسهم وأثرها على تداولها، بحث مقدم لندوة البركة العشرين للاقتصاد الإسلامي، من 3 إلى 5 ربيع الآخر 1422هـ، كوالالامبور، ماليزيا، ص 43.

⁴ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

⁵ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/17م): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

⁶ المعيار الشرعي رقم (21) بعنوان: الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 584.

⁷ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، تحديد نسبة 50% على مصطلح الغالب تعليق ل: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، القضايا المتبقية في الصكوك من الناحيتين الفقهية والاقتصادية، بحث مقدم لمؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية والعشرون من 15 إلى 19 محرم 1435هـ الموافق من 18 إلى 22 نوفمبر 2013م، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009م، ص 1654.

⁷ معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص 20.

الفرع الثاني: الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية.

يرى أصحاب هذا الاتجاه أن الصكوك الإسلامية عند بدء النشاط إذا تحولت إلى خليط من الأعيان والمنافع والخدمات والحقوق والديون والنقود وكان غالبها نقوداً أو ديوناً، فإن تداولها لا يخضع لأحكام الصرف أو أحكام الدين (حسب الحالة)، وذلك أنهم نظروا لقاعدة الأصالة والتبعية، ويقصد بالأصالة "ما كان الشيء بذاته هو المقصود الأساس في العقد"، أما التبعية فيقصد بها "كون الشيء مرتبطاً بغيره"¹، ففي مبدأ الأصالة تكون النية خاصةً بأساس العقد لوحده، أما في التبعية فالنية تكون خاصةً بأساس العقد وملحقاته²، بحيث يكون مالك الصك اشترى هذه الورقة باعتبارها أداة استثمارية تمثل أعيان ومنافع وخدمات دون النظر إلى ما ستؤول إليه من نقود وديون، وعليه فإن الديون والنقود هنا هي تابعة وليست أصيلة.

ويرجع الترجيح في القضية للهيئة الشرعية الخاصة بالأسواق المالية، فجل القوانين الصادرة المنظمة لعملية التصكيك نصت بضرورة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ولم تلزم الجهة المصدرة بقرارات المجمع أو معايير هيئة المحاسبة، وبالتالي إما الالتزام بما قرره المجمع أو الهيئة (أو كليهما في المواضيع المتفق عليها)، أو الاجتهاد كما فعلت به الهيئة الشرعية لسوق دبي المالي. ولعل الأرجح في الأمر هو الاجتهاد تجنباً للوقوع في المحذور، خاصة وأن بعض الباحثين انتقدوا اعتماد الهيئة على مبدأ الثلث قياساً على الوصية.

المطلب الرابع: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل أعياناً أو منافعاً أو خدمات.

بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط³ الاستثماري الذي أصدرت من أجله، فإن حصيلة الاكتتاب لم يبق في شكل نقود وإنما أصبحت تشكل أعياناً ومنافعاً وخدمات، ويجوز هنا تداول هذه الصكوك بنقود معجلة سواء كان ذلك بأقل من قيمتها السوقية أو أكثر أو مساوية، ولا حرج أيضاً في أن يشتري المساهم الجديد حصة المساهم الخارج فهي من قبيل بيع الأعيان بالنقود المعجلة والمسالمة لا تنطوي على شبهة الربا أو الغرر⁴.

¹ أحمد محمد أحمد كليب، مرجع سبق ذكره، ص 102.

² ينظر في موضوع التبعية إلى: الموسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، ج 10، د.ط، الكويت، د.ت، ص 93-100.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

⁴ عجيل النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، بحث مقدم للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

وهذا ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي حيث نص على أنه: "إذا تمخضت موجودات الورقة المالية للأعيان أو المنافع أو الحقوق، فيجوز التداول بالسعر المتفق عليه"¹، أما هيئة المحاسبة والمراجعة فنصت أيضاً أنه: "يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط"².

وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تداول³:

1. صكوك المشاركة باعتبارها تمثل حصة في أصل منتج؛
2. صكوك المضاربة التي تمثل حصة في مشروع معين؛
3. صكوك الوكالة في الاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في المنافع والأعيان؛
4. صكوك المرابحة بعد شراء بضاعة المرابحة وقبل تسليمها للمشتري؛
5. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها، لأنها تمثل حصة في ملكية أصل معين بذاته؛
6. صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجازة تلك الأعيان فقط؛
7. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة بعد تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
8. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازتها؛
9. صكوك الاستصناع إذا تحولت فيها النقود إلى أعيان مملوكة لمالكي الصكوك خلال مدة الاستصناع؛

¹ قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/17م): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

10. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض؛

11. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل بشرط بُدُو صلاح الزرع أو الثمر؛

12. صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض أو من الملتزمين بالغرس.

هذا وقد ذكر رفيق المصري أن كل هذه الأمور (الحالات الأربعة لضوابط التداول) تعقيدات ما أنزل الله بها من سلطان، بل يمكن أن يستعاض عنها بمنع التداول خلال الفترة الأولى (السنة الأولى) للمشروع والفترة الأخيرة منه بافتراض وجود موجودات مختلطة في فترة عمل المشروع لا حاجة للتعرض لأوزانها النسبية¹. والراجح في المسألة ما سبق من تفصيل ولا بد لكل طرف مشارك في عملية التصكيك، أن يكون على دراية بهذه الضوابط قبل أن يقبل على التداول، أو أن يأخذ رأي هيئة الرقابة الشرعية. والأمر ليس بالسهل خاصة على صعيد الجانب التكنولوجي فلا بد لأجهزة البورصة أن تستوعب هذه الحالات.

¹ رفيق يونس المصري، مراجعة علمية لكتاب صكوك الإجارة (رسالة ماجستير في الفقه والقانون تأليف حامد ميرة)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، م 23، ع 1، 2010م، ص 117.

المبحث الثالث: توزيع الأرباح وإطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه الشرعية

من بين أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية طبيعة العائد المنتظر، فعلى عكس مالك السند الذي يوزع عليه عائد ربوي ثابت فإن مالك الصك قد يتحمل خسارة وقد يوزع عليه ربح حسب سياسة التوزيع التي يتبناها مصدر الصك. وبعد انتهاء مدة المشروع فما يبقى لمالك الصك إلا إطفاء ما يملكه ورَدُّ الصكوك المكتتب فيها إلى مصدرها وفق أحكام شرعية تضبط هذه العملية، وفي هذه المسألة تفصيل نتناوله في المطالب التالية:

المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.

المطلب الثاني: إطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه.

المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.

يحتمل المشروع الاستثماري الذي صككت موجوداته نهاية كل دورة مالية ربحاً أو خسارة، أو خلال الدورة نفسها قد تكون الخسارة وقد يحدث ربح يجبر هذه الخسارة وزيادة، ومالك الصك استناداً لقاعدة الغنم بالغرم قد يستحق الربح أو الربح - كصكوك الإجارة - كما قد يتحمل الخسارة، ولا بد أن تتضمن نشرة الإصدار توضيحاً لطريقة توزيع الأرباح وتحمل الخسائر لمنع الجهالة والنزاع، إلى جانب أوقات التوزيع فلا بد أن يكون الربح مشاعاً معلوماً والخسارة على أرباب المال بقدر حصتهم في المشروع، خاصة وأن توزيع الأرباح يخضع لعدة اعتبارات كعمر الصك وحجم المشروع*، إضافة لما سبق لا بد أيضاً من ذكر حالات التعثر الممكن حدوثها. كما أن دراسة الجدوى تتضمن تقدير الربح أو العائد المتوقع من وراء هذا الاستثمار، وهذا التقدير لا يعني بالضرورة الوصول إليه.

الفرع الأول: توزيع الأرباح.

تتسم طبيعة نشاط الصكوك الإسلامية بالجماعي نظراً لاشتراك عدد كبير من المساهمين فيها من مالكي الصكوك، وتقوم الجهة المصدرة بتوزيع الأرباح (العوائد) بشكل دوري بإحدى الطريقتين التاليتين:

أولاً: توزيع الربح تحت الحساب.

توزع الأرباح هنا تحت الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للمشروع، فتعدل التوزيعات حينئذ وفقاً للنتائج الفعلية المتحققة¹. أي أنه ينظر للأرباح الكاملة للمشروع مقارنة بما تم توزيعه، فلو حقق المشروع أرباحاً تعادل ما وزع فلن يكون لمالكي الصكوك ربح في نهاية المشروع، ولو كان الربح أكبر مما وزع عليهم فإنهم يستحقون الفرق، أما لو كانت النتيجة الإجمالية للمشروع خسارة فإنهم ملزمون بتأدية الفارق ويعتبر ديناً في ذمتهم، والمتأثر الكبير بالنتيجة هو مالك الصك الأخير.

* إذا كان حجم المشروع كبير لا يعقل أن يتم إجراء عملية تنضيف حكمي كل سنة، أو كل سداسي، خاصة وأن العملية تتطلب مدة قد تصل إلى 3 أشهر.

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 651.

وقد صدرت فتوى بهذا الخصوص في ندوة البركة السادسة مفادها أنه: "لا مانع شرعاً من التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة ثابتة من رأسمال المضاربة على حساب الأرباح على أن تتم التسوية والسداد لاحقاً مع التزام البنك بتحمل الخسارة إذا وقعت"¹.

أما مجمع الفقه الإسلامي الدولي فقد أقر هذا المبدأ في دورته الرابعة حين نص على أنه: "يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتضييض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يُدرُّ إيراداً أو غلةً فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التضييض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب"².

ثانياً: توزيع الربح بشكل نهائي.

ذكرنا سابقاً أن نشرة الإصدار لابد أن تحتوي على كل المعلومات المفصلة حول الأرباح التي من شأنها تجنب الوقوع في الجهالة، ويجب أن يذكر في نشرة الإصدار معدل الربح المتوقع المحسوب على أساس دراسة الجدوى، وقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة بهذا الخصوص إلى أنه يسوغ لمدير المشروع أن يأخذ ما زاد عن الربح المتوقع كحافز له³.

وفي رأي الباحث أنه يجب أن يكون هذا الحافز للسنة الأولى فقط على أساس الجعالة، لأنه لو أُخذ بهذا الأمر سنوياً فإن نسبة الربح قد تكون ثابتةً وتؤول بذلك العملية من صكوك إلى سندات. ويتم توزيع الربح على مالكي الصكوك بشكل نهائي دورياً بحيث تعتبر نتائج هذه الدورات المالية مستقلة عن الدورات اللاحقة، وبذلك يكون لكل دورة حساباتها المالية المستقلة بها، ويستقر الربح في ملك صاحبه⁴. ويقصد هنا الربح النهائي المتحقق كل دورة مالية (ثلاثية، نصف سنوية،

¹ فتوى رقم (9/6) بشأن: عقود المضاربة والمشاركة مع التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة من رأس المال على الحساب، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة السادسة للاقتصاد الإسلامي، من 5 إلى 9 شعبان 1410هـ الموافق من 2 إلى 6 مارس 1990م، الجزائر، ص 92.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

³ المعيار الشرعي رقم (40) بعنوان: توزيع الربح في الحسابات الاستثمارية على أساس المضاربة، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 1016.

⁴ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سبق ذكره، ص 652.

سنوية، ...)، وهذه الطريقة قد تعتبر أنجع من سابقتها لأنها تكون منفصلة عن انتهاء المشروع خاصة لو كانت مدته طويلة.

وهنا تواجه هذه المشروعات مشكلة فقهية تتعلق بالربح، لأن شرط استقرار الربح في ملك صاحبه هو تصفية المضاربة واستعادة رأس مالها، وللخروج من هذا الإشكال يتم تقييم المشروع عن طريق التتضيض الحكمي كبديل للتتضيض الفعلي (تسييل الموجودات) وبالتالي يمكن معرفة الربح الكامل كما لو تمت تصفية المشروع حقيقة¹.

كما أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي هذا بنصه على: "أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح، إما بالتتضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد على رأس المال عند التتضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين مالكي الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد"².

إلى جانب هذا صدرت فتوى ندوة البركة مفادها أن: "للتتضيض الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة العقد حكم التتضيض الفعلي للموجودات، شريطة أن يتم التقويم وفقاً للمعايير المحاسبية المتاحة، ويجوز شرعاً توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم"³.

وعادة ما يتم توزيع أرباح الصكوك حسب ما تم الاتفاق عليه في نشرة الإصدار، إما بشكل سنوي، أو نصف سنوي، وتختلف طبيعة الأرباح الموزعة حسب كل صك، فمثلاً أرباح صكوك المضاربة والمشاركة تكون حسب نسبة الأرباح الناتجة من المشروع الاستثماري، أما أرباح صكوك المرابحة فتكون حسب نسبة المبيعات بعد اقتطاع تكلفة البضاعة، وفيما يخص صكوك الإجارة فأرباحها تكون ثابتة لأنها تمثل قيمة الأجرة.

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سبق ذكره، ص 652.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

³ فتوى رقم (2/8) بشأن: التتضيض الحكمي بطريق التقويم الدوري بغرض توزيع الأرباح أو تحديد أسعار تداول الوحدات، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة التامة للاقتصاد الإسلامي، الحلقة الفقهية الثانية للقضايا المصرفية المعاصرة، 8 و9 رمضان 1413هـ الموافق 1 و2 مارس 1993م، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 134، "بتصرف".

الفرع الثاني: مواجهة مخاطر الاستثمار.

أما بخصوص مواجهه مخاطر الاستثمار فيمكن إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك¹. كما يمكن أيضاً تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار لمواجهة الخسائر المحتملة ومن خلاله يمكن جبر الخسارة التي قد تقع، أو أن يُكوّن احتياطي معدل الأرباح لمواجهة تقلبات الأرباح الموزعة، وذلك باقتطاع* جزء من أرباح مالكي الصكوك القابلة للتوزيع². وكلا الاحتياطين قد يكونان عاملاً لتسويق الصكوك أثناء مدة حياة الصك، فعند التداول فإن المقبل على شراء الصك قد يأخذ جزءاً من هذين الاحتياطين عند توزيعه والذي أقتطع سابقاً من أرباح لم تكن من حقه.

وقد نص مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة مالكي الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيف دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال"³.

أما ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي فقد أجازت اقتطاع مخصص لوقاية رأس المال وذلك بأن يكون من حصة أرباح المال في ربحهم وحدهم⁴، وأجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لمصدر الصك اقتطاع نسبة معينة من العائد للتحوط من المخاطر⁵.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

* إذا تم الاقتطاع من الأرباح الإجمالية التي تتضمن حصة المضارب كعمولة للإدارة فإن هذا محذور شرعاً لأنه يدخل تحت ضمان رأس المال.

² عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، مرجع سبق ذكره، ص 263، المعيار المحاسبي رقم 11: المخصصات والاحتياطات، معايير المحاسبة والمراجعة والأخلاقيات، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، النمامة، البحرين، 2015م، ص 392.

³ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

⁴ فتوى رقم (3/8) بشأن: اقتطاع المخصصات في شركة المضاربة، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 135.

⁵ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

ولابد للجهات المصدرة للصكوك أن تنص في نشرة الإصدار على هذا الاحتياطي باقتطاع جزء من أرباح مالكي الصكوك في حال توافر فوائض عن التوزيعات الدورية، وإيداعها في حساب مستقل لمواجهة المخاطر المحتملة في فترات التوزيع القادمة¹ على أن يوزع في نهاية المدة على جميع مالكي الصكوك.

ويرى البعض أنه يجب رد ما تبقى من احتياطي مخاطر الاستثمار لمالكي الصكوك كلِّ وما اقتطع من ربحه عند انسحابه من العملية الاستثمارية، لأنه لم يرض بهذا الاقتطاع تبرعاً وإنما ليستفيد منه لاحقاً ولم يتركه للآخرين بل تركه لنفسه ليناله، بدليل أن العملية كلها عملية استثمارية تهدف لتعظيم المال². وعلى هذا الرأي فإن مُصدر الصك عليه أن يرجع الحصة المقابلة لكل صك تم التنازل عليه من هذا الاحتياطي عند التداول أو عند إطفاء الصكوك، ولو أن الحالة الأولى أصعب نوعاً ما كون التنازل عن الحصة قد يكون قبيل الإعلان عن النتائج والتي قد تكون خسارة مثلاً وبالتالي فإذا باع أحد مالكي الصكوك ما لديه وتحصل على نصيب من الاحتياطي قد يزيد من حدة الخسارة، لذا فالعملية صعبة في مثل هذه الحالة، لكن يمكن وضع شروط بأن الحصول على الحصة من الاحتياطي تكون بعد توزيع الأرباح أو تحمل الخسائر مباشرة. أما بالنسبة لحالة إعادة نصيب مالك الصك من الاحتياطي عند إطفاء الصكوك فهي أسهل كون الحصيلة النهائية ستكون لمن تبقى من مالكي الصكوك.

وعملية توزيع الاحتياطي هنا سهلة جداً مقارنة باحتياطي مخاطر الاستثمار الخاص بالبنوك الإسلامية، لأن عدد الصكوك بقي ذاته وإنما تغير المالك فقط بينما في المصارف الإسلامية فإن المستثمر مع حسابه قد ينسحب وبالتالي فإن الحساب الاستثماري يفقد حقه من الاحتياطي على عكس الصك الذي يبقى قائماً.

غير أن البعض يرى بأن هذا الاقتطاع يعد تبرعاً بما يجبر الخسارة أو نقصان الربح فقط وما فاض عن ذلك فهو من حق مالكي الصكوك، أو يكون التبرع مطلقاً وبالتالي لا يستحق مالكو الصكوك شيئاً من هذا الاحتياطي، وعليه فإن الحصيلة النهائية تصرف في أوجه الخير ولا تعاد

¹ فيصل صالح الشمري، مرجع سبق ذكره، ص 625.

² معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 318.

لمالكي الصكوك كما هو الحال في الاحتياطي الخاص بالحسابات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، ولا بد أن يذكر في نشرة الإصدار ما يحدد محل التبرع، ونسبته، وصفته الشرعية، وكيفية التصرف فيه¹.

ونجد في بعض نشرات الإصدار أن ما تبقى من احتياطي مخاطر الاستثمار بعد التصفية يُدفع إلى مدير موجودات الصكوك (المصدر حسب هذه النشرة) كحافز أتعاب لإدارة موجودات الصكوك*.

والراجح في رأي الباحث أن كلا الاحتياطين هما محاولة لإقناع المكتتب بأن المشاريع الاستثمارية الإسلامية حتى لو خسرت حقيقة فهي لن تخسر، فما فائدة جزء من الأرباح يقتطع منك اليوم عند وفاة الأرباح ليعود إليك غداً عندما تقل الأرباح أو تتعدم، هو مجرد تلاعب بعقل المستثمر (مالك الصك) لا أكثر، والأرجح ألا يؤخذ بهذا الاحتياطي نهائياً.

وهناك مسألة طرحت وهي الاقتراض لتعويض الخسائر على سبيل القرض الحسن كما حدث في السودان، لكن من غير المنطقي أن يتم الأخذ بهذا البديل كون أن هذا القرض سيكون التزاماً يدفع مستقبلاً من أرباح مالكي الصكوك، ويرى الباحث في هذه المسألة أنها مجرد تحايل على تفكير مالكي الصكوك والأولى ألا يؤخذ به ويتم توعيتهم عند الاكتتاب بأن المشروع قد يخسر لأي ظروف خارجة عن التعدي والتقصير وهذه من سمات الاقتصاد الإسلامي، ووجود ربح متوقع في دراسة الجدوى لا يعني أيضاً بالضرورة تحققه.

¹ أنظر: حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، ع 4، 1988م، ص 1874، "بتصرف".
* أنظر الملحق رقم (09).

المطلب الثاني: إطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه.

تعد مرحلة إطفاء الصكوك آخر مراحل حياة الصك بعد عمليتي الإصدار والتداول، ويطلق عليها أيضاً بالاسترداد لما فيه من رد الصك إلى مصدره. وتختلف طريقة الإطفاء حسب السياسة المتبعة من طرف مصدر الصك، كما أن فيها بعض القضايا الشرعية التي أثّرت.

الفرع الأول: تعريف إطفاء الصكوك.

يُعرّف الإطفاء على أنه: "إعادة شراء الصك عند الاستحقاق من قبل الجهة المصدرة"¹، كما يُعرّف على أنه: "شراء الحصة الاستثمارية في الصك من المستثمرين في تواريخ استحقاقها، ثم ردها إلى الوعاء الاستثماري، ومن ثم خروج المسترد منه"². قريب من بيع الوفاء / بيع يشترط فيه الرد / بيع عهدة.

وقد عُرِفَ مصطلح الاسترداد عند الفقهاء في باب التركات (مصطلح التخارج)، فجاء في البناية شرح الهداية على أن التخارج هو: "إخراج بعض الورثة عما يستحقه في التركة بمال يدفع إليه"³.

وجاء أيضاً في ندوة البركة العاشرة أن: "التخارج عبارة عن حصة في أعيان مشتركة بالشروع على سبيل التسامح في تكافؤ المبيع مع الثمن، وهو من قبيل الصلح. ومع أن الأصل تطبيقه في التركات فإن الحاجة تدعو إلى تطبيقه في الشركات، فيجوز التخارج بين الشركاء في الحسابات الاستثمارية أو الصناديق كما يجوز التخارج بين صاحب الحصة والمؤسسة أو شخص غير شريك مع مراعاة الضوابط الشرعية المطلوبة في بيع النقود والديون، ..."⁴.

¹ REUTERS FINANCIAL GLOSSARY, p. 173.

² عبد الستار أبو غدة، الاسترداد والتخارج للصناديق الاستثمارية، بحوث الندوة الفقهية للشركة الأولى للاستثمار، 31 أكتوبر و1 نوفمبر 2001م، الكويت، ص 80.

³ أبو محمد محمود بن أحمد بن موسى الغيتابي الحنفي بدر الدين العيني (ت: 855هـ)، البناية شرح الهداية، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 10، 1420هـ، 2000م، ص 38.

⁴ فتوى رقم (8/10) بشأن: التخارج في الحسابات الاستثمارية والصناديق وحسابات الأرباح، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة العاشرة للاقتصاد الإسلامي، الحلقة الفقهية الرابعة للقضايا المصرفية المعاصرة، يومي 9 و10 رمضان 1405هـ الموافق 8 و9 فبراير 1995م، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 178.

الفرع الثاني: طرق استرداد (إطفاء) الصكوك الإسلامية (آلية الإطفاء).

تسبق عملية الإطفاء تعهد يصدر من طرف مُصدر الصكوك بشراء الصكوك بإحدى القيم الجائزة شرعاً ويسمى تعهداً بالشراء (في حالة الصكوك القائمة على الموجودات)، وتعهد يصدر من طرف مالكي الصكوك أو من ينوب عنهم ببيع موجودات الصكوك للمتمول عند انتهاء مدتها المحددة في نشرة الإصدار ويسمى تعهداً بالبيع¹. ويعد كل من التداول والإطفاء بمثابة التصرف في الصكوك، غير أن التداول يكون بين مالك الصك وبين شخص آخر يريد تملكه، أما الإطفاء فتكون العلاقة فيه بين مالك الصك وبين مُصدره، وهناك طريقتان يتم بهما استرداد الصكوك الإسلامية وإنهاء الصفة الاستثمارية لها بتحويلها إلى نقود، وكلا الطريقتين تكونان إما بالقيمة السوقية أو بما يتفق عليه:

أولاً: طريقة الإطفاء التدريجي.

يتم إطفاء الصكوك من طرف الجهة المصدرة لها عن طريق شراء هذه الصكوك بالتقسيط أو استردادها بالتدرج، فالأرباح التي يجنيها المشروع الاستثماري تقسم إلى قسمين، الأول من حق مالكي الصكوك والثاني يعود إليهم مقابل الإطفاء الجزئي لقيمة الصك (مثل المشاركة المتناقصة)، وبعد المدة المحددة للإطفاء يكون صاحب الصكوك قد استرد قيمتها الاسمية* وزيادة.

وعلى قول محمد عثمان شبير فإن هذا التصرف من شأنه أن يحول العملية إلى قرض، فكأن الجهة القائمة على المشروع قد استقرضت من المكتتبين أموالاً وتعهدت بإرجاعها لهم على التدرج مع زيادة سنوية تسمى ربحاً وهذا يعتبر رباً محرماً شرعاً². وقال الصديق الضيرر بهذا الصدد أن هذا الإجراء يحول المعاملة من عقد مضاربة إلى عقد آخر، وإنه عقد قرض اشترط فيه المقترض للمقرض زيادة على ما اقترضه منه، ووثق العقد بكفيل³.

¹ Prospective, **PRONONUNCEMENT OF THE AL-HILAL BANK, FATWAAND SHARIAH SUPERVISORY BOARD FOR ITS CERTIFICATES ISSUANCE PROGRAMME,2013, P5**

* طرحت القضية عندما أرادت وزارة الأوقاف الأردنية طرح سندات المقارضة.

² محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 6، 2007م، ص 230.

³ الصديق محمد الأمين الضيرر، سندات المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، ع 4، 1988م، ص 1408، "بتصرف".

وهذه من القضايا الشرعية التي أثارت حول التعهد بإطفاء الصكوك الإسلامية بالقيمة الاسمية، لأن هذا بمثابة ضمان لرأس المال.

لذا فإن إطفاء الصكوك يكون بإحدى القيم التالية¹:

1. القيمة السوقية لموجودات الصكوك (تخضع للعرض والطلب)؛
2. القيمة العادلة (تخضع لتقييم الموجودات وتقدر من طرف الخبراء)؛
3. سعر يتفق عليه وقت تنفيذ الشراء لا قبل (وقت تنفيذ الاسترداد)؛
4. سعر يحدده الواعد عند الوعد؛
5. صافي قيمة الأصول.

فأما الاطفاء بالقيمة السوقية لموجودات الصكوك أو القيمة العادلة أو السعر المتفق عليه وقت تنفيذ الاسترداد أو صافي قيمة الأصول فهو جائز عند الفقهاء المعاصرين لأنه لا ينطوي ضماناً لرأس المال، على خلاف الاسترداد بالقيمة الاسمية أو بالسعر الذي يحدده الواعد عن الوعد فهو ضمان لرأس المال. وفي هذا أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: "لا يجوز للمضارب أو الشريك أو الوكيل أن يتعهد بشراء الصكوك أو أصول الصكوك بقيمتها الاسمية أو بقيمة محددة سلفاً بما يؤدي إلى ضمان رأس المال أو إلى نقد حال بنقد مؤجل أكثر منه. ويستثنى من ذلك حالات التعدي والتفريط التي تستوجب ضمان حقوق مالكي الصكوك"²، وكان المجمع قد أكد على أنه لا يجوز ضمان رأس مال الصكوك وأن الاسترداد يتم بقيمة مقدرة من طرف الخبراء³.

¹ معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 313، محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص18، "بتصرف".

² قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/16): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

³ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص151، "بتصرف".

كما أقر مجمع الفقه بجواز قيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من الربح بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه¹.

وقد أجاز المجمع ضمان طرف ثالث في حالة خسارة المشروع، حيث ورد في نص القرار أنه: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد"².

ونصت هيئة المحاسبة والمراجعة أنه: "في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار، بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الإسمية للصك"³.

وجاء في الفتوى رقم (1/32) لندوة البركة أنه: "لا يجوز التعهد من مصدر الصكوك ومديرها بشراء موجودات الصكوك أو استردادها بالقيمة الإسمية، لأن ذلك يؤدي إلى الضمان في حالة هبوط القيمة ولو لم تتعرض موجودات الصكوك للتلف الكلي أو الجزئي"⁴. هذا وينبغي مراعاة أحكام التداول التي سبق عرضها عند عملية الإطفاء التي تعتمد على ما تمثله موجودات الصكوك (نقوداً بحتة، أو ديوناً بحتة، أو أعيان ومنافع وخدمات، أو مزيجاً من الكل ويغلب عليها النقود والديون).

¹ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 151.

² المرجع السابق، ص 152.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480.

⁴ فتوى رقم (1/32) بشأن: إصدار الصكوك الاستثمارية بمراعاة المقاصد والمآلات وملكية حملتها وضمائنها، غير منشورة.

ثانياً: طريقة الإطفاء دفعة واحدة.

يقوم مُصدر الصك عند طرحه للصكوك بالتعهد بإعادة شرائها عند الطلب بالسعر الذي تقومها به في مواعيد دورية معينة، وقد يحصل هذا التعهد عن طريق مؤسسات مالية أخرى...، ويتطلب الاسترداد والتعهد بإعادة الشراء توفير السيولة عند الطلب مما يقتضي الحصول على ربح من العملية. كما أن هذا التعهد ملزم لمن صدر عنه طيلة الوقت المحدد له (فترة التصكيك)¹. ويتم بتكوين مخصص من طرف جهة الإصدار يدفع مرة واحدة في تاريخ الاستحقاق المعلن عنه.

الفرع الثالث: التعهد بالتبرع لجبر الخسارة في الاستثمار.

هناك حالات أجازت لضمان رأس المال وهي:

أولاً: تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح.

يقصد بالضمان هنا الالتزام على سبيل التطوع وهو ما يطلق عليه المالكية الوعد الملزم (ملزم في عقود التبرعات لا المعاوضات)²، وذلك بأن يتم النص في نشرة الإصدار على أن هناك طرفاً ثالثاً -شخصية حقيقية أو معنوية تهدف لتشجيع نشاط معين- لا علاقة له بالمشروع الاستثماري ولا بمدير الاستثمار ولا بمالكي الصكوك خارجاً عن أطراف عقد التصكيك سيضمن رأس المال أو نسبة من الربح. فغاية الأمر هنا أن هذا الشخص يعلق التزامه على تلف رأس المال أو بعضه أو نقص في الأرباح³.

وقد نص على هذا مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو الصكوك على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً

¹ عيد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مرجع سبق ذكره، ج 2، ص 108-109.

² محمد بن يوسف بن أبي القاسم العبدري (ت: 897هـ)، التاج والإكليل شرح مختصر خليل، دار الفكر، بيروت، لبنان، ط 1، ج 5، 1419هـ، 1998م، ص 270، شمس الدين الشيخ محمد عرفة الدسوقي (ت: 1230هـ)، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، دار إحياء الكتب العربية، القاهرة، مصر، د.ط، ج 3، د.ت، ص 71.

³ حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مرجع سبق ذكره، ص 1875.

مستقلاً عن العقد، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لمالكي الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطان العقد أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد"¹.

وأجازت هيئة المحاسبة والمراجعة تعهد طرف ثالث شريطة استقلاله عن العقد ويكون متبرعاً للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد والعقد².

ثانياً: تبرع الدولة بضمان رأس المال أو الربح.

وإذا قامت الدولة بالإعلان عن التزامها بضمان رأس المال أو نسبة من الربح لمالكي الصكوك في مشروع استثماري معين، وتضمنت نشرة الإصدار هذا الالتزام، يعتبر هذا الإعلان ملزماً للدولة، والدولة هنا لا تضمن المضارب بل تقوم بتعويض مالكي الصكوك ما يصيبهم من ضرر ذلك أنها تشرف على النشاط الاقتصادي ولديها من الوسائل ما تحفظ به مصالح مالكي الصكوك فيما يدخل ضمن خطة التنمية لها³.

الفرع الرابع: انتهاء الصكوك.

تبدأ عملية التصكيك بالإصدار والمراحل السابقة له، مروراً بالتداول وانتهاءً بالإطفاء (الاسترداد)، وتعد الصكوك والتي تمثل المكون الأساسي في هذه العملية ورقة مالية قائمة على أساس عقد شرعي كما سبق الذكر. وانتهاء عملية التصكيك يكون بانتهاء العقد الذي بنيت على أساسه، وهذا يعني فقدان قيمتها وصفتها الاستثمارية بتحويلها من أوراق مالية إلى نقود سائلة وذلك في آجالها المحددة في نشرة الإصدار⁴.

¹ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص152.

² المعيار الشرعي رقم (5) بعنوان: الضمانات، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 136، المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 478.

³ حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مرجع سبق ذكره، ص 1876.

⁴ أنظر: عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مرجع سبق ذكره، ج2، ص 110، منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، بحث رقم 28 من بحوث المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2000م، ص 86-87 "بتصرف".

وقد لا يتم تسهيل موجودات الصكوك وإنما إجراء تنضيض حكمي إذا كانت الجهة المصدرة للصكوك ستتملك الموجودات، كما هو الحال عند إصدار صكوك حكومية تكون موجوداتها ملكاً للدولة (كالفكرة التي طرحت حول تصكيك قناة السويس) فعند الاطفاء تعود الموجودات للحكومة عن طريق التنضيض الحكومي. وينتج عن إطفاء الصكوك عدة مستتبعات كانتهاء الشركة ذات الغرض الخاص وشطبها، وانتهاء مهام أطراف عقد التصكيك.

ومما سبق فإن الصكوك الإسلامية بشكل عام تنتهي لعدة أسباب منها¹:

1. إرادة العاقدين، أو بإرادة أحدهما؛
2. انتهاء العمر القانوني للمؤسسة المصدرة؛
3. انتهاء مدتها وتصفية المشروع وتسييل موجوداته التي تمثل الصكوك ببيعها لطرف خارجي، أو تقويمها حكماً (تنضيض حكمي)، وأيلولتها إلى الجهة المصدرة بالبيع، وقد يتم التملك أيضاً بالهبة أو بثمان رمزي أو بالقيمة المتبقية (كما هو الحال في صكوك الإجارة)؛
4. هلاك الموجودات.

¹ فيصل صالح الشمري، مرجع سبق ذكره، ص 393-394، عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مرجع سبق ذكره، ج 2، ص 110.

خلاصة:

عملية هيكله الصكوك تمر بعدة مراحل وهي:

1. مرحلة الإصدار التي يجب أن تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، سواءً من حيث شرعية العقد المبني عليه وأطرافه المتعددة أو من حيث شرعية خطواته، والتي تشرف عليها هيئة شرعية، ولعل أبرز الاشكالات التي تدور حول مرحلة الإصدار هي طبيعة ملكية حملة الصكوك التي آلت في التطبيق إلى حق الانتفاع فقط، إلى جانب قضية الشركة ذات الغرض الخاص والحقيقة من إنشائها، وأخيراً قضية موضع نشرة الإصدار بين الإيجاب والقبول؛

2. مرحلة تداول الصكوك التي يجب أن تتماشى مع ما يمثله الصك من أعيان، ومنافع، وديون، ونقود كلِّ وضوابطه الشرعية؛

3. مرحلة توزيع الأرباح وإطفاء الصكوك، حيث أن توزيع الأرباح يخضع لعدة متغيرات كدراسة الجدوى وتقلبات الأوضاع الاقتصادية الذي نتج عنهم تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار واحتياطي تذبذب عوائد الصكوك. أما مرحلة إطفاء الصكوك فقد أحدثت جدلاً حول القيمة التي يتم بها الإطفاء على أن لا تكون القيمة الاسمية، وله هو الآخر متغيرات يخضع لها وأطراف تساهم في ذلك خاصة من ناحية التعهد بجبر الخسارة والضمانات المقدمة من طرف الدولة.

الفصل الثالث



الأهمية الاقتصادية للكوك الإسلامية

المبحث 1:

أهمية الكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي

المبحث 2:

أهمية الكوك الإسلامية
بالنسبة لسوق الأوراق المالية

المبحث 3:

أهمية الكوك الإسلامية بالنسبة لأطراف الإصدار

تمهيد:

تأتي أهمية الصكوك الإسلامية من الدور الرائد الذي تلعبه أساساً، فقد حققت إضافة نوعية في مختلف المجالات سواءً على مستوى الاقتصاد الكلي أو على مستوى الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية وغيرها من المجالات، ناهيك عن اعتبارها أداةً للاستثمار الشرعي وبديلاً لسبل التمويل الربوية.

والناظر للنجاح الذي حققته صناعة الصكوك الإسلامية يدرك المكانة التي وصلت إليها سواءً على المستوى المحلي أو على المستوى العالمي، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي شهدت طفرةً في إصدارات الصكوك، لذا وجب علينا دراسة الأدوار الاقتصادية التي تؤديها الصكوك الإسلامية.

وعليه سَتَتَنَاوَلُ في الفصل الثالث الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية من خلال المباحث

التالية:

المبحث الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي.

المبحث الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لأطراف الإصدار.

المبحث الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي

إن طرح الصكوك الإسلامية البعيدة عن التعاملات الربوية يستوعب القدرات الاقتصادية الكبيرة القائمة في مجتمعنا، وبهذا تتسق الصيغ الاقتصادية المطروحة مع عقيدة الأمة الإسلامية وتطلعاتها الدينية ومبادئها، بالإضافة إلى التطلعات الاقتصادية والاجتماعية التي يقدمها الاقتصاد البعيد عن الربا، ناهيك عن قدرة هذه الأداة المالية -باعتبارها مورداً خارجياً- على النهوض بالاقتصاد الإسلامي فهي استكمال لبقية الأدوات التي يتطلبها الاقتصاد الإسلامي¹. ومن ثم فإن الصكوك الإسلامية تتمتع بأهمية بالغة على مستوى الاقتصاد الكلي في الإمكانيات التي تتميز بها لتمويل المشاريع سواءً الاستثمارية أو الخاصة بالبنى التحتية، إلى جانب قدرتها على حشد المدخرات وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة والتوزيع العادل للثروة وكذا محاربة البطالة، إلى جانب أدوار أخرى، والتي سيتم تناولها في هذا المبحث من خلال التطرق إلى:

المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في حشد المدخرات والموارد المالية.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية والبنى التحتية.

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السياسات الاقتصادية الحكومية.

¹ محمد شكري الجميل العدوي، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014م، ص 491، علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية وتمويل البنية التحتية، مؤتمر الدوحة الثاني للمال الإسلامي: الصيرفة الإسلامية بين الواقع والمأمول، شركة بيت المشورة للاستشارات المالية، 11 أكتوبر 2011م، ص 71، عبد الحميد الغزالي، التنمية الاقتصادية بين التمويل الربوي والتمويل الإسلامي، الملتقى الدولي حول أخلاقيات الإسلام واقتصاد السوق من 27 إلى 29 صفر 1427هـ الموافق من 27 إلى 29 مارس 2006م، منشورات المجلس الإسلامي الأعلى، الجزائر، 2007م، ص 127-129.

المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في حشد المدخرات والموارد المالية.

سيتم تناول هذا الدور من خلال إبراز أهمية حشد المدخرات والموارد المالية ودور المؤسسات المالية في ذلك والنتائج المترتبة على هذا الدور.

الفرع الأول: أهمية حشد المدخرات والموارد المالية.

تُعَدُّ تعبئة وحشد الموارد من الأهداف التي يسعى النظام الاقتصادي في الإسلام لتحقيقها، ولأن الإسلام يحرم اكتناز الأموال وجب على أصحابها توجيهها واستخدامها استخداماً منتجاً في إطار تحقيق الأهداف الاقتصادية في الإسلام، وقد لا يكون بمقدور الفرد أن يقوم بإدارة أمواله واستثمارها إما نقلتها أو لعدم كفاءته الإدارية، وهنا لابد للمؤسسات المالية الإسلامية التي تتوفر فيها الجاهزية المناسبة للاستثمار أن تبادر بحشد هذه الأموال وتوجيهها للاستخدامات الإنتاجية نحو القطاعات الحيوية كقطاع الصناعة وقطاع الزراعة وقطاع الإسكان، بما يوافق فقه الأولويات وبما يقدم إضافة نوعية للاقتصاد الإسلامي¹ وتطويره لا أن تلعب دور الوسيط المالي وتبني الاقتصاد المالي على حساب الاقتصاد الحقيقي.

الفرع الثاني: دور المؤسسات المالية في حشد المدخرات والموارد المالية.

تعمل المؤسسات المالية الإسلامية وفق آلية المشاركة والوساطة بين وحدات الفائض (أصحاب المدخرات) الذين يريدون استثمار أموالهم مقابل عائد متغير ومرتبطة بنشاط المشروع، وبين وحدات العجز (المستثمرين) الذين يريدون تمويلاً لمشروعاتهم². وقد لعبت هذه المؤسسات بشكل عام والمصارف الإسلامية بشكل خاص دوراً فعالاً في تعبئة المدخرات الحقيقية من خلال إصدار الصكوك الإسلامية، ولهذا الأمر عدة آثار نوجزها في النقاط التالية:

¹ محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل: دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام، ترجمة: سيد محمد سكر، سلسلة إسلامية المعرفة 3، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، فيرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، دار البشير، عمان، الأردن، ط 2، ص 64، علي محي الدين القره داغي، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية مقارنة بالاقتصاد الوضعي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، ج 2، 2010م، ص 534.

² صالح حميد العلي، المؤسسات المالية الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، سلسلة دراسات في الاقتصاد الإسلامي (2)، دار النوادر، دمشق، سورية، ط 3، 2012م، ص 506-507.

أولاً: نشر الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين.

فالصكوك الإسلامية تسعى لاستثمار مدخرات الأفراد الصغيرة وحسن توظيفها من خلال نشر الوعي الادخاري وبالتالي زيادة الوعي الاستثماري، بدلاً من اكتنازها وتناقص قيمتها مع تقدم الزمن، إما بفقدان قوتها الشرائية أو بما يجب فيها من الزكاة¹، وهذا لا يعني أن الاستثمار عن طريق الاكتتاب في الصكوك سيفقد حق مستحقي الزكاة بل سيزيد من ذلك، لان رأس المال سينمو عن طريق استثماره وبالتالي ستزيد قيمة الزكاة المستحقة.

فالاهتمام بالصكوك الإسلامية من شأنه أن يساهم في الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب بصورة تجتذب العديد من فئات المجتمع المعزولة عن المساهمة في التنمية².

ثانياً: تنوع الموارد المالية.

من خلال حشد الموارد وإصدار الصكوك وتعامل المؤسسات المالية الإسلامية بها تنتج مرونة في تعديل هيكل الموارد وتركيبية المحفظة الاستثمارية³، إضافة إلى أنه يصبح بوسع المؤسسة المالية الاعتماد على موارد خارجية دون عناء اللجوء لمواردها المالية أو الودائع الاستثمارية، خاصة وأن الصكوك الإسلامية تعد مورداً مالياً خارج الميزانية.

فيمكن للمصرف الإسلامي أن يصدر صكوكاً لتعبئة الموارد المالية التي يحتاج إليها، كأن يصدر صكوك إجارة مقابل التمويل الذي قدمه على سبيل الإجارة المنتهية بالتملك⁴ أو صكوك مضاربة مقابل ما قدمه من تمويل على أساس المضاربة وهكذا، وبالتالي سيسترد المبالغ المالية التي مؤل بها الغير لتكون فرصة استثمارية في مجالات أخرى. وباعتبار أن الصكوك قائمة على مختلف

¹ أحمد محمد أحمد كليب، مرجع سبق ذكره، ص 44، عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم للمؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سورية، 2009م، ص 8.

² سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، بحث رقم 38، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2014م، ص 120.

³ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، من 31 ماي إلى 3 جوان 2009م، ص 35.

⁴ نزيه حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2010م، ص 316.

الصيغ الإسلامية فإن إصدارها لحشد الموارد المالية سيُتَوَجَّع من سبل الاستثمار وعدم الاقتصار على المرابحة التي طغى استعمالها على المصارف الإسلامية.

ثالثاً: توسيع قاعدة المشروعات.

فحشد المدخرات المالية عن طريق الصكوك الإسلامية يساهم في نمو معدلات الاستثمار والتكوين الرأسمالي، فضلاً عن تحقيق معدلات لا بأس بها من الأرباح¹، ويمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية أيضاً في تنمية الاستثمارات الحقيقية من خلال توفير موارد مالية ملائمة لهذه الاستثمارات من حيث الآجال المطلوبة، ودرجة المخاطر، ونوعية القطاعات، وطريقة التمويل الملائمة، وهذا ما ينتج عنه زيادة حجم المدخرات المخاطرة وبالتالي زيادة تمويل الأنشطة الاستثمارية المنتجة واتساع قاعدة المشروعات الممولة في الاقتصاد القومي، مما يؤدي إلى حدوث زيادة في حجم الاستثمار القومي².

كما أن الصكوك الإسلامية تتميز بشموليتها لجميع أنواع الاستثمار كونها قائمة على الصيغ الإسلامية كالمضاربة والمشاركة والإجارة والسلم وغيرها، وبالتالي سيكون لكل نوع صك استثماري أصحابه والراغبين في الاستثمار عن طريقه، الأمر الذي يوسع قاعدة الاستثمار الإسلامي³.

رابعاً: توفير مورد مالي طويل الأجل.

تعاني المصارف الإسلامية من مشكلة في الاستثمارات طويلة الأجل، ففي حين أن أغلب الودائع المصرفية تعد قصيرة الأجل فإن المصارف تسعى لإيجاد موارد أخرى لتوظيفها مدة أطول⁴، والحل يكمن في استخدام الصكوك الإسلامية -باعتبارها حسابات استثمارية ثابتة- في حشد المدخرات سيساعد على إقامة هيكل مالي واستخدامه بكفاءة من خلال المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات،

¹ عبد الحميد محمود البعلي، بحوث اقتصادية ومصرفية في الإسلام: دراسة مقارنة وموازنة، سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية (5)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2002م، ص 213.

² أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014م، ص 221.

³ علي محي الدين القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، 2009م، ص 332.

⁴ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي: ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، تنظيم المعهد العالمي للفكر الإسلامي وجامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر 2010م، ص 5.

وتخفيض مخاطر السحوبات المفاجئة لأصحاب الحسابات الاستثمارية على مستوى المصارف الإسلامية، فهي توفر مورداً طويلاً للأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل¹، حيث يؤثر الانسحاب المفاجئ لأصحاب الحسابات الاستثمارية على نتيجة المشروع الاستثماري، بينما إذا استعملت الصكوك الإسلامية في التمويل طويل الأجل فإن انسحاب مالك الصك من العملية الاستثمارية لن يؤثر على المشروع، لأن قيمة رأس المال بقيت على ما هي عليه، والتغير الحاصل طرأ على هوية مالك الصك المنسحب فقط.

خامساً: استقطاب رؤوس الأموال المهاجرة.

لعل أبرز جانب في حشد المدخرات والموارد المالية عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية هو جذب الأموال المهاجرة المستثمرة في الغرب، فانتشار الصكوك في البلدان الإسلامية ومع المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في البلدان الغربية تأتي الأهمية الاقتصادية للصكوك لكي تعود هذه الأموال إلى مواطنها الأصلية لتستفيد بها الأمة الإسلامية². كما يمكن للصكوك أن تساهم في انتقال رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية، وعليه فمن واجب مخططي السياسات الاقتصادية إعطاء هذا الجانب أهمية بالغة لأنه يساهم في دعم مشاريع التنمية³.

سادساً: التكامل بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي.

تلعب الصكوك الإسلامية من حيث قيامها بحشد المدخرات وتخصيص الاستثمارات دوراً هاماً بحيث تُعدُّ حلقة وصلٍ بين الادخار المصرفي وأسواق الاستثمار بطريقة مباشرة ومرتبطة بالعوامل الانتاجية البحتة، وتجسد التكامل بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي⁴، ولأن التصكيك الإسلامي يشترط الموجودات دون الديون لتمام عملية التصكيك وهذا من شأنه أن يحدث توازناً بين الاقتصاديين⁵.

¹ أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013م، ص 38، محمود حسين الوادي وآخرون، الاقتصاد الإسلامي، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط 1، 2010م، ص 212.

² المرجع السابق، ص 221-222.

³ محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سبق ذكره، ص 491.

⁴ أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجوهرة، القاهرة، مصر، ط 1، 2014م، ص 98.

⁵ عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية والبنى التحتية.

من خلال هذا المطلب سيتم تبين دور الصكوك في تمويل المشاريع سواءً الاستثمارية أو مشاريع البنى التحتية.

الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية.

أولاً: مقصد الشرع من الاستثمار.

إن مقصود الشرع من الخلق خمسة وهو أن يحفظ عليهم دينهم ونفسهم وعقلهم ونسلهم ومالهم، فكل ما يتضمن حفظ هذه الأصول الخمسة فهو مصلحة وكل ما يُفوّت هذه الأصول فهو مفسدة¹، فحفظ المال يُعدُّ أحد الضروريات الخمس لمقاصد الشريعة الإسلامية²، فلا بد للإنسان بصفته مستخلفاً في الأرض لملك الله عز وجل أن يستثمر هذا المال على الوجه المطلوب وفقاً لأهداف الاستثمار في الإسلام.

ويهدف الاستثمار في الإسلام إلى شموله للأنشطة الاقتصادية الضرورية للمجتمع والتي تهدف لتحقيق التنمية، حيث أنها تعد فرض كفاية وجب على الحكومة القيام بها، لضرورتها في عملية التنمية، ولذا تعطى الأولوية في خطط التمويل لهذه الأنشطة دون المشاريع الثانوية حتى لو كانت تدر ربحاً كبيراً³.

ولابد من انتهاج سياسة عدالة توزيع مشاريع التنمية بين الأقاليم وألاً تكون حكرًا على اقليم على حساب البقية، مما يحقق عدالة توزيع الدخل بين أفراد المجتمع من خلال انتهاج سياسة معينة للإنتاج والتوزيع والاستهلاك⁴

¹ أبو حامد محمد بن محمد الغزالي (ت: 505هـ)، المستصفى من علم الأصول، تحقيق: محمد عبد السلام عبد الشافي، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، 1413هـ، ص 174.

² وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته: الشامل للأدلة الشرعية والآراء المذهبية وأهم النظريات الفقهية وتحقيق الأحاديث النبوية وتخريجها، دار الفكر، دمشق، سورية، ط 4، ج 7، ص 5130.

³ أميرة عبد اللطيف مشهور، الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مكتبة مدبولي، القاهرة، مصر، ط 1، 1990، ص 49.

⁴ Muhammad Nejatullah SIDDIQI, ECONOMIC ENTERPRISE IN ISLAM, Markazi Maktaba Islami, Delhi, INDIA, 1st Edition, 1972, p. 84.

ثانياً: الدور التمويلي للصكوك الإسلامية.

يمكن إبراز الدور التمويلي للصكوك الإسلامية بشكل موجز في النقاط التالية:

1. توفير موارد مالية للاستثمار طويل الأجل: وتعاني الدول النامية ومنها الإسلامية من شح في الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات الإنتاجية طويلة الأجل التي تهدف لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ويمكن للصكوك المساهمة في هذا الدور من خلال تنمية الاستثمارات الحقيقية عبر توفير موارد مالية ملائمة لكل أوجه الاستثمار دون اللجوء للقروض الربوية، وهذا من شأنه أن يحدث زيادة ملموسة في حجم الاستثمارات وبالتالي زيادة في حجم الإنتاج، الذي يؤثر إيجاباً بالتخفيف من حدة البطالة التي يعاني منها المجتمع الإسلامي¹.

2. تخفيض سيطرة المصارف على منح التمويل: كما أن التَّمَوُّل عن طريق الصكوك الإسلامية سيخفف من سيطرة المصارف كمزود وحيد للتمويل²، وهذا لا يقلل من شأن المصارف الإسلامية والدور الكبير الذي تلعبه في مختلف المجالات، لكن المشكلة تظهر أكثر في البلدان الغربية أو حتى الإسلامية أين تغيب المصارف الإسلامية وتهيمن التقليدية على الجهاز المصرفي، فهنا لا بد من وجود بديل شرعي، حيث يمكن اللجوء إلى الصكوك الإسلامية لترفع الحرج عن الكثير من رجال الأعمال المسلمين الراغبين في استثمار أموالهم بطريقة شرعية، مع أن الأولى لهم استثمارها في البلدان الإسلامية.

كما تسعى الحكومات لتوسيع استثماراتها من خلال برامج الرفاه الاجتماعي، وضمان رفع الكفاءة البشرية للمواطنين، وبالتالي التمويل المتزايد لأنشطة البحث العلمي مثلاً، وهذا يتطلب المزيد من النفقات العامة وبالتالي البحث عن مصادر تمويل أخرى خلافاً للموارد السيادية كالضرائب، وهنا يأتي دور الصكوك الإسلامية أيضاً التي أثبتت كفاءتها التمويلية والاستثمارية على المستوى العالمي³

¹ نيفين فرج إبراهيم، دور الهندسة المالية الإسلامية في توفير التمويل اللازم للاستثمار في مصر، مؤتمر الاقتصاد الإسلامي: الفلسفة والنظام والتطبيقات المعاصرة، كلية التجارة - بنين، جامعة الأزهر، ومركز الدراسات المعرفية، يومي 20 و21 أبريل 2013م، القاهرة، مصر، ص 346.

² فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية، بحث مقدم لمنندى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2008م، ص 12.

³ عبد الملك منصور المصعبي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

والدليل على ذلك لجوء الكثير من دول الغرب لهذه الأداة مثل ألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وحتى اليابان.

3. التوزيع العادل للثروة: وتعد الصكوك الإسلامية وسيلةً للتوزيع العادل للثروة، فهي تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج من المشاريع بنسب عادلة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق واسع دون أن تكون دولة بين الأغنياء¹، وهو هدف سامي يسعى الاقتصاد الإسلامي لتحقيقه، ويتم تحقيقه إذا ما أصدرت الصكوك بقيم إسمية تمكن صغار المدخرين من الاستثمار فيها عن طريق الاكتتاب العام، فلو طبق عن طريق الاكتتاب الخاص أو رفع قيمة الصك فهذا يصعب تحقيقه.

ثالثاً: تطبيقات الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية.

ويمكن أن تساهم صكوك المضاربة الحكومية في تمويل المشاريع الاستثمارية فتكون الحكومة مضارباً والمكتتبين في الصكوك هم أرباب المال، فتقوم الحكومة بتوظيف حصيلة الاكتتاب في مشروع مدرٍ للربح² بحيث تُقَسَّم الأرباح حسب الاتفاق، وإن حدثت خسارة فإن الحكومة ستتحمل تبعات تقصيرها باعتبارها مضارباً، وإلا فإن أرباب المال هم من سيتحملون هذه الخسارة.

كما يمكن للحكومة أيضاً أن تصدر الصكوك الإسلامية في إطار ترشيد الانفاق العام لتمويل إقامة المشاريع ذات النفع العام كالمستشفيات، والمرافق العامة، والمدارس والجامعات، والحدائق والمتنزهات، وغيرها من المشاريع التي لا تجني من ورائها الحكومة أرباحاً ولا تتخذها للاستثمار، بدلاً من اللجوء للاقتراض الربوي بسبب عدم كفاية الإيرادات الضريبية وغيرها من الإيرادات السيادية³. ويمكن للحكومة أن تطفئ الصكوك عن طريق الإيرادات الضريبية وأرباح المشاريع الأخرى.

فعلى سبيل المثال يمكن للحكومة أن تُصدر صكوك الإجارة لتلبية عدة حاجات منها:

¹ عادل عبد الفضيل عيد، صكوك الاستثمار الإسلامية: دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2015م، ص 29.

² عبد القوي ريمان محمد عثمان، مرجع سبق ذكره، ص 19.

³ منذر قحف، الإجارة المنتهية بالتمليك وصكوك الأعيان المؤجرة، بحث مقدم لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر العالمي، الدورة الثانية عشر من 21 إلى 27 سبتمبر/أيلول 2000م، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص 33، علي أحمد السالوس، فقه البيع والاستيثاق والتطبيق المعاصر: دراسة في الفقه الإسلامي مقارناً بالقانون مع تهذيب وترتيب وتبويب المغني لابن قدامة وتخرير أحاديثه، مكتبة دار القرآن، القاهرة، مصر، ط 8، 2009م، ص 855.

1. أن تكون بديلاً عن سندات القرض العام أو سندات الخزينة، والتي لازالت تُصدر لغاية الآن في بعض الدول الإسلامية رغم نجاعة الصكوك وكفاءتها في ان تكون بديلاً لهذه الأدوات. فعن طريق هذه الصكوك يمكن للحكومة أن تُموّل اقتناء الموجودات الثابتة لإقامة أي مشروع حكومي إنتاجياً كان أم خدمياً، وفي هذه الحالة تكون الحكومة بمثابة المستأجر بعد أن تُتمّ بناء هذه المشاريع، ومالكو الصكوك يكونون بمثابة المؤجر (مالكي الأعيان المؤجرة للحكومة)، ثم تقوم الحكومة بإباحة هذه المشاريع للنفع العام، وتدفع الأجرة (العائد الثابت) لمالكي الصكوك إلى أن يتم إطفاء هذه الصكوك في تاريخ استحقاقها¹.

وبذلك فإن جزءاً من الإنفاق الحكومي الذي كان سيوجه لهذه الأغراض يمكن الاستفادة منه في مشاريع حكومية أخرى، أو تأجيله لتمويلات مستقبلية أو لخدمة الأجيال القادمة، وعليه فالصكوك الإسلامية تلعب دوراً هاماً أيضاً في تحقيق التنمية المستدامة.

2. أحياناً تلجأ الحكومة لاقتناء موجودات تدفع ثمنها بالعملة الصعبة، وبما أن صكوك الإجارة يمكن أن تصدر لاقتناء آلات وأجهزة وإنشاءات تدفع قيمتها بالعملة الصعبة، فإنه يمكن إصدار صكوك إجارة دولية يتم الاكتتاب فيها بالعملة الصعبة مما يجعلها منافساً قوياً للاقتراض الخارجي²، ولتحقيق هذا لابد أن يؤخذ بعين الاعتبار ما يلي:

- أن تحظى الصكوك الإسلامية بتصنيف عالٍ لا بأس به لتسويقها خارجياً، وهذا من شأنه أن يستقطب رؤوس الأموال الأجنبية؛

- أن تكون هناك اتفاقيات بين السوق المالي المحلي والأسواق المالية العالمية ليتم إدراج هذه الصكوك في الأسواق العالمية؛

- أن تكون هذه الصكوك المصدرة لهذه الأغراض تشترط عدم انتقال الملكية القانونية إذا كانت تلبى احتياجات مشاريع حكومية وهذا للمصلحة العامة، مع تحويل كامل الملكية العدلية للمكتتبين وليس كما هو مطبق حالياً بتحويل الملكية النفعية.

¹ منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، بحث رقم 28، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2000م، ص 100، منذر قحف، الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة، ص 33.

² منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سبق ذكره، ص 101.

ولا شك أن وجود الحكومة كطرف مستثمر في النشاط الاقتصادي أمر يعود بالمنفعة على الاقتصاد الوطني والمصالح العامة للأمة، كزيادة الدخل القومي، وزيادة مداخيل الخزينة العمومية، وتنمية الموارد البشرية، والحد من البطالة، كما سبق ذكره، وكذا تغطية حاجات المواطنين بإقامة مشاريع استثمارية شاملة التوسع في الإنتاج الضروري¹.

وتلعب الصكوك الإسلامية دوراً هاماً في تلبية الاحتياجات التمويلية الحكومية، ففي الوقت الذي تسعى فيه الحكومات لتمويل احتياجاتها سواءً عن طريق الإنفاق الحكومي أو الاقتراض عن طريق السندات الربوية أو الاقتراض الخارجي، تقدم الصكوك الإسلامية بديلاً يتسم بالشرعية والكفاءة في الوقت نفسه. إضافة لما سبق فإن الصكوك هي بديل عن خصخصة المشاريع التي لا يمكن للحكومة الانفاق عليها.

الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية.

تُعدُّ مشروعات البنى التحتية من الضروريات الاستثمارية لإقامة المشروعات الإنتاجية الكبيرة وذات النفع العام، والتي تقع على عاتق القطاع العام ممثلاً في الحكومة² ويمكن للصكوك الإسلامية أن تُموّل مجالات البنى التحتية كالطاقة والاتصال والمواصلات وإقامة شبكات الكهرباء وغيرها³ فهذه المرافق مثلاً تتطلب تمويلاً كبيراً قد يتقل كاهل موازنة الدولة فيكون التصكيك الدافع لإنشائها⁴.

هناك عدة أنواع للصكوك الإسلامية التي يمكن أن تساعد في تمويل مشاريع البنى التحتية، وسنقتصر هنا على تقديم أمثلة ثلاثة أنواع فقط وهي صكوك عقد امتياز البناء والتشغيل ونقل الملكية (B.O.T) عن طريق المضاربة، وصكوك الإجازة المنتهية بالتمليك، والصكوك الهجينة التي تتضمن عقدي الاستصناع ثم المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك، كما يلي:

¹ نزيه حماد، قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2012م، ص 563.
² حسن عبد القادر صالح، التخطيط ودوره في التنمية الاقتصادية في الإسلام، بحوث مؤتمر الإسلام والتنمية، جمعية الدراسات والبحوث الإسلامية، يومي 13 و14 محرم 1406هـ الموافق 28 و29 سبتمبر 1985م، عمان، الأردن، 1992م، ص 345.
³ معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 329.
⁴ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ج 11، ص 41.

أولاً: صكوك عقد امتياز البناء والتشغيل ونقل الملكية (B.O.T) عن طريق المضاربة.

1. التعريف بعقود الـB.O.T:

يشهد السوق العربي وجود العديد من المجالات والتقنيات الاستثمارية ومن بينها السوق العقاري والذي تبدوا أهميته في تفعيل أنشطة البناء ثم التشغيل ثم نقل الملكية أو ما يعرف بالـB.O.T اختصاراً لـ: Build Operate Transfer¹، وهو تعهد من الحكومة أو أحد الوزارات أو الهيئات التابعة لها إلى مؤسسة خاصة محلية أو أجنبية أو مشتركة، باتباع وسائل معينة لإنشاء مرفق عام لإشباع حاجة عامة كالطرق، والمطارات، والموانئ، ومحطات الطاقة وغيرها، وذلك على حساب هذه المؤسسات (الإنشاء Build)، ثم تقوم هذه المؤسسة بإدارة المرفق وتؤدي الخدمة للجمهور المستفيد من ذلك لمدة معينة بشروط محددة تحت إشراف الجهة المتعاقدة ورقابتها (التشغيل Operate)، لتقوم بعد ذلك بنقل موجودات المرفق أو المشروع للدولة أو الجهة المتعاقدة في حالة جيدة قابلة لاستمرار تشغيله (التحويل Transfer)². وتسعى الحكومة لمثل هذه الأساليب التمويلية عندما تحتاج لإنشاء مشاريع ضخمة قد تعجز مواردها عن تمويله³، وقد شاع استخدام تعبير B.O.T ليعبر عن عائلة كبيرة تشتمل على عدد من الأنواع من العقود⁴، لعل أبرزها⁵:

- عقد الـB.O.O.T البناء والتشغيل والتملك ثم نقل الملكية: ويتميز عن الأول بأنه في فترة الامتياز تكون الجهة المخولة بالبناء هي المالكة للمشروع (بصفة مؤقتة) وليس الحكومة.
- عقد الـB.R.T البناء والاستئجار والتحويل: ويتميز عن الأنواع السابقة أنه مباشرة بعد الانتهاء من الإنشاء تقوم الجهة المخولة بالإنشاء باستئجاره لفترة محدودة.

¹ أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام، القاهرة، مصر، ط 1، 2007م، ص 193.

² أمل نجاح البشبيشي، نظام البناء والتشغيل والتحويل، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، محافظة العاصمة، الكويت، ع 35، 2004م، ص 4.

³ محمد عبد الحليم عمر، الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، التابع للبنك الإسلامي، من 15 إلى 18 أكتوبر 2000م، الإسكندرية، مصر، ص 19.

⁴ محمد محمود عبد الله يوسف، المخاطر الاقتصادية والمالية لمشروعات الـB.O.T مع التعرض لتجارب عربية، ص 1، متوفر على موقع مركز الدراسات التخطيطية والمعمارية، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/08/11م): www.cpas-egypt.com/pdf/Mohamed_Yossef/Research_Other/PDF/009.pdf

⁵ محمد محمود عبد الله يوسف، المخاطر الاقتصادية والمالية لمشروعات الـB.O.T مع التعرض لتجارب عربية، مرجع سبق ذكره، ص 1-2، أمل نجاح البشبيشي، نظام البناء والتشغيل والتحويل، مرجع سبق ذكره، ص 5.

وما يميز عقد البناء والتشغيل ونقل الملكية B.O.T أنه يسمح بمساهمة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي والتنمية الوطنية لمدة محدودة بعد أن كانت حكراً على القطاع العام¹، وقد تضمني هذه الشراكة الكفاءة في إعداد المشروع وتسييره لأن القطاع الخاص قد يحوي قدرات بشرية قد لا تتوفر في القطاع العام، إلى جانب أن ميزة التشغيل والإدارة هي الأساس في هذا العقد الذي تلجأ إليه الحكومات.

2. التكيف الشرعي لعقد الـB.O.T:

اختلف الباحثون المعاصرون في تكيف عقد البناء والتشغيل ونقل الملكية B.O.T، ومنهم من استقر على تكيف واحد ومنهم من لم يستقر على تكيف واحد، لكن بالمجمل فقد وردت 6 آراء وهي²:

الرأي الأول: يكيف على أنه عقد مستحدث لا مثيل له في العقود الفقهية المعروفة (ليس من العقود المسماة)، وذهب بهذا الرأي كل من: الدكتور عبد الوهاب أبو سليمان³، والدكتور أحمد محمد أحمد بخيت⁴، وتبناه مجمع الفقه الإسلامي الدولي⁵.

الرأي الثاني: أنه عقد استصناع، وذهب بهذا الرأي كل من: الشيخ محمد تقي العثماني⁶، والدكتور عبد الستار أبو غدة⁷، والشيخ خالد بن سعود بن عبد الله الرشود⁸، والشيخ محمد عبده عمر⁹، والدكتور أحمد محي الدين أحمد¹⁰، والدكتور عبد الوهاب أبو سليمان¹¹، والدكتورة ناهد علي حسن

¹ موسى خليل المتري، تمويل المشاريع: هيكله الـB.O.T، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سورية، م 21، ع 2، 2005، ص 127.

² المؤتمر التاسع عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، 2009م.

³ عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، عقد البناء والتشغيل وإعادة الملك الـB.O.T، ص 19.

⁴ أحمد محمد أحمد بخيت، تطبيق عقد البناء والتشغيل وإعادة الـB.O.T في تعميم الأوقاف والمرافق العامة، ص 37.

⁵ قرار رقم 182 (19/8) بشأن تطبيق نظام البناء والتشغيل وإعادة الـB.O.T في تعميم الأوقاف والمرافق العامة، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 590.

⁶ محمد تقي العثماني، عقود البناء والتشغيل ونقل الملكية من الناحية الشرعية، ص 11.

⁷ عبد الستار أبو غدة، عقد البناء والتشغيل وإعادة الـB.O.T وتطبيقه في تعميم الأوقاف والمرافق العامة، ص 14.

⁸ خالد بن سعود بن عبد الله الرشود، تطبيق عقد البناء والتشغيل وإعادة الـB.O.T في تعميم الأوقاف والمرافق العامة، ص 15.

⁹ محمد عبده عمر، تطبيق نظام البناء والتملك الـB.O.T في تعميم الأوقاف والمرافق العامة، ص 30.

¹⁰ أحمد محي الدين أحمد، تطبيق نظام البناء والتملك الـB.O.T في تعميم الأوقاف والمرافق العامة، ص 30.

¹¹ عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 23.

السيد¹، وتبينته ندوة البركة الثالثة والعشرون للاقتصاد الإسلامي²، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية³.

الرأي الثالث: أنه عقد جعالة، وذهب بهذا الرأي: الدكتور عبد الستار أبو غدة أيضاً⁴.

الرأي الرابع: أنه عقد إجارة، وذهب بهذا الرأي كل من: الشيخ مرتضى الترابي⁵، والدكتور أحمد محي الدين أحمد⁶، والدكتور عبد الوهاب أبو سليمان⁷، والدكتورة ناهد علي حسن السيد⁸.

الرأي الخامس: أنه عقد امتياز، وذهب بهذا الرأي الدكتور أحمد محي الدين أحمد⁹.

الرأي السادس: أنه عقد شراكة مؤقتة، وأخذت به والدكتورة ناهد علي حسن السيد¹⁰.

والراجع من الآراء هو الرأي الثاني بأن عقد البناء والتشغيل ونقل الملكية B.O.T. كيف على أنه عقد استصناع، لأنه يتضمن طلب باستصناع مشروع معين دون تقديم تكاليف البناء، ويتم استيفاء هذه التكاليف من انتفاع الهيئة المنشئة للمشروع أثناء فترة الامتياز.

مثال حول صكوك عقد امتياز البناء والتشغيل ونقل الملكية (B.O.T) عن طريق المضاربة:

تعد صكوك المضاربة صيغة مناسبة لتمويل المشاريع الكبيرة وطويلة الأجل التي تحتاجها المشاريع الاقتصادية الكبرى الضرورية للبلدان النامية، وتعتبر صيغة المضاربة بحد ذاتها متميزة عن باقي الصيغ حيث أن هناك استقلالية في إدارة المشروع، فلا يحق لرب المال أن يتدخل في عمل المضارب بعد تحديد الشروط، وبما أن صكوك المضاربة مبنية على هذا العقد فهي تتميز باستقلال

¹ ناهد علي حسن السيد، حقيقة نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية، ص 35.

² أنظر: موقع الشيخ علاء الدين زعتري (تاريخ النشر: 2010/05/30م): <http://www.alzatari.net/research/428.html>.

³ المعيار الشرعي رقم (11) بعنوان: الاستصناع والاستصناع الموازي، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 300.

⁴ عبد الستار أبو غدة، عقد البناء والتشغيل وإعادة B.O.T وتطبيقه في ترميم الأوقاف والمرافق العامة، مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁵ مرتضى الترابي، عقد البناء والتشغيل وإعادة التكييف الفقهي والحكم الشرعي، ص 34.

⁶ أحمد محي الدين أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 30.

⁷ عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 22-23.

⁸ ناهد علي حسن السيد، مرجع سبق ذكره، ص 35-36.

⁹ أحمد محي الدين أحمد، المرجع نفسه.

¹⁰ ناهد علي حسن السيد، مرجع سبق ذكره، ص 36.

الإدارة عن ملكية المال وعلى هذا يجد المضارب الحرية في العمل بما يرجع بالنفع على أطراف المضاربة.

ويمكن أن تصدر الحكومة صكوك المضاربة على هذا الأساس لإقامة مشاريع معينة إذا كانت في حاجة تمويلية وقد توكل الأمر لشركات المقاولات بإنشاء المشروع الاستثماري وفق عقد الـ B.O.T مثلاً، ولنفترض أن الحكومة ستلجأ للاحتمال الثاني الذي سيوفر عليها عناء جمع التمويل وإدارة المشروع في الوقت ذاته، وليكن المشروع على سبيل المثال هو إقامة مشروع جَمَازة (ترامواي).

من المعروف أن مثل هذه المشاريع يتقدم لها الكثير من شركات المقاولات الخاصة وكل شركة تقدم الميزانية المالية لإعداده ولأن هذه المشاريع تتميز كما سبق ذكره بضخامة رؤوس أموالها، فحتى شركات القطاع الخاص قد تلجأ إلى الاقتراض الربوي لتوفير التمويل اللازم، وكما هو معروف فإن الحكومة تطلب من كل من يريد أن يخوض مجال المقاولات بعقد الـ B.O.T أن يقدم كفالة حسن التنفيذ (خطاب الضمان)، وإذا رسي المشروع على إحدى شركات المقاولات الخاصة يقوم المصرف بتمويلها، وقد تلجأ شركة المقاولات الخاصة التي ستتولى بناء المشروع إلى إصدار صكوك مضاربة مثلاً، وعلى هذا تتحدد العلاقات في هذه العملية الاستثمارية على النحو التالي:

العلاقة الأولى: عقد استئجار.

تكون بين الجهة صاحبة العطاء (الحكومة) وتكون بمثابة المستئجر الذي طلب إنشاء مشروع "الترامواي"، أما الصانع فهي شركة المقاولات الخاصة - قد تكون أجنبية وليست محلية - التي ستقوم بإنشاء المشروع والتي حازت على الامتياز. وتتم العملية دون تسليم رأس المال إلى الصانع على أن يستوفيه من إيرادات المشروع أثناء تشغيله في فترة الامتياز.

العلاقة الثانية: عقد تصكيك.

وتتمثل أطرافه فيما يلي:

أ. المنشئ: ويكون ممثلاً في شركة المقاولات التي أخذت العطاء من طرف الحكومة، حيث ستستفيد هذه الشركة من إدارة المشروع والاستفادة منه خلال فترة محددة (مدة الامتياز)، وتقوم بإصدار الصكوك عن طريق الشركة ذات الغرض الخاص وجمع حصيلة الاكتتاب حسب الحالات التالية:

الحالة الأولى: إصدار الصكوك لتنفيذ المشروع.

أي أن المصدر هنا يريد أن يستعمل حصيلة الاكتتاب لتنفيذ المشروع، وهنا لابد أن يشار في نشرة الإصدار إلى "فترة السماح" والتي لن يتقاضى خلالها مالكو الصكوك أية أرباح، بسبب طول مدة إنشاء المشروع.

الحالة الثانية: إصدار الصكوك لبيع منفعة المشروع.

وفي هذه الحالة تكون شركة المقاولات قد قامت بإنشاء المشروع دون اللجوء للصكوك، لكن تريد استيفاء ما أنفقتته مع الربح من خلال تصكيك منفعة المشروع لمالكي الصكوك طيلة مدة الامتياز، كما قد تصدر الصكوك لبيع جزء من هذه المنفعة، وتكون قد استغلت المشروع لفترة معينة من مدة الامتياز والفترة المتبقية صككتها.

ب. الشركة ذات الغرض الخاص S.P.V: وسيط يقوم بإصدار الصكوك نيابة عن المنشئ، وتكون بمثابة مضارب.

ج. مالكو الصكوك: وهم المكتتبين ويمثلون أرباب المال.

والشكل الموالي يوضح هيكله صكوك الB.O.T عن طريق المضاربة، وسيتم الاقتصار على الأطراف الأصلية لإصدار الصكوك لتمام وضوح الفكرة، وسنعتبر أن إصدار الصكوك كان بغرض تحصيل تكاليف البناء والتشغيل.

الفرع الأول: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً.

بعد قفل باب الاكتتاب عادةً وجمع الحصيلة المخصصة للمشروع الاستثماري وقبل البدء في النشاط الفعلي له، فإن الصكوك الإسلامية تمثل في الوقت الراهن نقوداً، وصاحب الصك أصبح يحمل ما يمثل مساهمته في هذا المشروع من خلال صك واحد أو مجموعة من الصكوك، وكما سبق ذكره فإن له حقاً شرعياً إما لامتلاك هذه الصكوك أو بيع جزء منها أو بيعها كاملة.

وعموماً يتصور أن تكون الصكوك عبارة عن نقود في الحالات التالية والتي تمنع فيها لوائح الصكوك التداول خلالها إلا بالقيمة الاسمية وبمراعاة أحكام الصرف¹:

1. عند بداية طرح الصكوك للاكتتاب، وتسلّم الجهة المُصدرة للأموال؛
2. فترة ما بعد الاكتتاب وقبل بدء النشاط الاستثماري؛
3. في أي مرحلة تقوم فيها الشركة بالتنضيق الحقيقي لما تمثله الصكوك لتوزيع الأرباح الدورية*، أو بداية مشروع استثماري جديد**؛
4. عند نهاية المشروع وتصفيته وبيع موجوداته وتحصيل مستحقات مالكي الصكوك من ديون.

ويخضع التداول في هذه المرحلة لضوابط شرعية تتمثل في أحكام عقد الصرف لأن المبادلة هنا تكون بمثابة نقدٍ بنقد، وهذا ما نص عليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف"²، وكذا ما نصت عليه هيئة المحاسبة والمراجعة

¹ فيصل بن صالح الشمري، صكوك المضاربة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 368، عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

* وهي حالة نادرة الحصول على العموم، وسيتم توضيح هذه الفكرة أكثر في المبحث الثالث عند التطرق لتوزيع الأرباح.

** في حالة إصدار صكوك استثمارية إسلامية تتسم بالاستمرارية.

² لمزيد أنظر: قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، الدورة العشرون في وهران بالجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية من 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق من 13 إلى 18 سبتمبر 2012م، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/16): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17 (البند 1/2/5): "... أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، ..."¹، وفيما يلي الضوابط الواجب التقيد بها في هذه المرحلة.

أولاً: التقابض بين البدلين.

عند تداول الصكوك الإسلامية في هذه المرحلة لا بد من تقابض البدلين في مجلس العقد قبل الافتراق، ودليل ذلك حديث الرسول ﷺ: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"²، وكذا قوله ﷺ: "لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا منها غائباً بناجز إلا يدا بيد"³.

ثانياً: التماثل.

عند بيع الصكوك بنقد قبل بدء النشاط فإن البيع يجب أن يكون بالقيمة الاسمية للصك المكتتب فيه دون زيادة أو نقصان لكي لا تؤول العملية إلى ربا، ودليل ذلك ما تقدم من أحاديث الرسول ﷺ وقوله أيضاً ﷺ: "لا تبيعوا الدينار بالدينارين ولا الدرهم بالدرهمين"⁴، وهذا عند بيع الصكوك من جنس العملة التي تم بها الاكتتاب في الصكوك فلا بد من التماثل، أما لو بيعت بعملة أجنبية فيجوز التفاضل⁵، فلو كانت قيمة الصكوك المراد بيعها 10000 دينار جزائري والاكتتاب تم بالعملة الجزائرية، وأراد مالك الصك البيع بالدينار الجزائري وجب التماثل في البدلين، أما لو أراد البيع بعملة أجنبية كالدولار الأمريكي فلا يجب التماثل ولكن يجب تقابض البدلين قبل الافتراق.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

² حديث صحيح، مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري (ت: 261هـ)، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، د.ط، ج 3، د.ت، ص 1210، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، حديث رقم: 1587.

³ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1208، باب الربا، حديث رقم: 1584.

⁴ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1209، باب الربا، حديث رقم: 1585.

⁵ يوسف بن عبد الله الشيبلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق والودائع الاستثمارية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، د.ط، م 1، 2002م، ص 738-739، معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 304.

ثالثاً: الخلو من خيار الشرط.

إذا تم بيع الصكوك الإسلامية في هذه الفترة واشترط أحد المتعاقدين (البائع: المالك الأصلي للصك أو المشتري) خيار الشرط* فإن عقد الصرف يبطل على قول جمهور الفقهاء من المالكية والحنفية والشافعية¹، كأن يشترط أحد طرفي العقد على الأقل إعطاء مدة من الزمن للنظر في هذه العملية (شراء/بيع الصكوك) فإن هذا الشرط لا يجوز إذ يمنع من تحقق شرط التقابض².

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل ديوناً.

إذا تَمَحَّصَت موجودات الصكوك بعد بيعها ديوناً فلا بد من تطبيق أحكام التعامل بالدين، لأنه بيع دين بنقد، وهو لا يجوز باتفاق الفقهاء لاشتماله على الربا بنوعيه الفضل والنسيئة**، ومن ثم لا يجوز بيع الصكوك إلا بعد تحقق شروط بيع الدين³.

وتتمثل في ضوابط الدين المؤجل من غير المدين، وهي:

أولاً: البيع بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا⁴، فمثلاً في صكوك المرابحة عند بيع بضاعتها تتحول موجودات الصكوك إلى ديون في ذمة

* خيار الشرط: فهو أن يشترط أحد المتعاقدين أو كل منهما أن له الخيار -أي حق فسخ العقد أو إمضائه- خلال مدة معلومة. عبد الحق حميش والحسين شواط، *فقه العقود المالية*، دار البيارق، عمان، الأردن، ط 1، 2001م، ص 62.

¹ شمس الدين محمد بن محمد الحطاب الرُّعيني (ت: 954هـ)، *مواهب الجليل في شرح مختصر خليل*، دار الفكر، دم، ط 3، ج 4، 1412هـ، 1992م، ص 308، علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني (ت: 587هـ)، *بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع*، دار الكتب العلمية، دم، ط 2، ج 5، 1406هـ، 1986م، ص 219، أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني (ت: 558هـ)، *البيان في مذهب الإمام الشافعي*، تحقيق: قاسم محمد النوري، دار المناهج، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، ج 5، ص 176.

² عثمان بن علي بن محجن البارعي فخر الدين الزيلعي الحنفي (ت: 743هـ)، *تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق وحاشية الشُّلبي*، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، مصر، ط 1، 1313هـ، ج 4، ص 136.

** ربا الفضل: بيع المال الربوي بجنسه مع زيادة في أحد العوضين، ربا النسيئة: بيع المال الربوي مع تأخير بدله، ربا النسيئة في الديون: الزيادة المشترطة في القرض عند العقد أو عند حلول الأجل مقابل التأخير، أو هو الزيادة في الدين نظير التأجيل، أنظر: عبد الحق حميش والحسين شواط، مرجع سبق ذكره، ص 92-99.

³ أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، *تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية*، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 9.

⁴ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.

مشتري البضاعة وعليه يصبح حامل الصك دائناً، فلا يجوز أن يبيع صكه إلى طرف ثالث (مشتري جديد) بثمن حال (معجل) لأنه غرر وهو غير جائز على رأي الحنفية¹ والحنابلة²، أما المالكية فأجازوه بشروط³. ويجوز البيع إما بعملة أجنبية حالة، تختلف عن عملة الدين ويسعر يومها، أو بسلعة معينة، أو بمنفعة عين معينة⁴.

ثانياً: البيع بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ⁵، وقد نهى عنه الرسول ﷺ⁶، وهو بيع الرجل ديناً له على رجل بدين على رجل آخر (طرف ثالث)⁷. وصورته أن يبيع مالك الصك صكوكه إلى طرف ثالث دون قبض الثمن حالاً وإنما لأجل.

وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة أنواع الصكوك التي لا يجوز تداولها إلا بمرعاة أحكام الدين وهي⁸:

1. صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة بعد إعادة إجارتها لأن الصك هنا يصبح عبارة عن الأجرة (دين في ذمة المستأجر الثاني)؛

¹ علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، مرجع سبق ذكره، ج 6، ص 43.
² منصور بن يونس بن ادريس البهوتي (ت: 1051هـ)، شرح منتهى الإرادات: دقائق أولي النهى لشرح المنتهى، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 2000م، ص 222.
³ عبد الباقي بن يوسف بن أحمد الزرقاني المصري (ت: 1099هـ)، شرح الزرقاني على مختصر خليل، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1422هـ، 2002م، ص 88.
⁴ قرار رقم 158 (17/7) بشأن بيع الدين، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 514.
⁵ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.
⁶ حديث ضعيف، النيسابوري، محمد بن عبد الله أبو عبد الله الحاكم (ت: 405هـ)، المستدرک علی الصحیحین، تحقيق: مصطفى عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1411هـ، 1990م، ص 66، وردت درجة الحديث في كتاب ضعيف الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير للشيخ الألباني، ط 3، حديث رقم: 6061، ص 873.
⁷ أبو عبد الله الأصحبي مالك بن أنس (ت: 179هـ)، الموطأ، تحقيق: محمد مصطفى الأعظمي، مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، ج 4، 1425هـ، 2004م، ص 954.
⁸ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

2. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
 3. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين بعد إعادة إجارتها حيث يصبح الصك في هذه الفترة يمثل الأجرة وهو دين في ذمة المستأجر الثاني؛
 4. صكوك الاستصناع عندما تدفع حصيلة الاكتتاب ثمناً في استصناع موازٍ، أو عندما تسلم العين المصنعة للمستصنع؛
 5. صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري (الأمر بالشراء) لأنها تصبح ديناً في ذمة المشتري؛
 6. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل وذلك قبل بدو صلاح الزرع أو الثمر؛
- أما صكوك السلم فلا يجوز تداولها، على رأي الجمهور من الحنابلة¹ والأحناف² والشافعية³، لأن المسلم فيه لا يجوز التصرف فيه قبل قبضه بنحو بيع وشراكة ومرابحة وتولية ولو ممن هو عليه⁴.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي يغلب عليها النقود أو الديون.

هناك بعض أنواع الصكوك التي تكون في مجملها خليطاً بين المنافع والأعيان والخدمات والديون والنقود ولكن الغالب عليها نقود أو ديون وذلك بنسبة كبيرة تفوق الـ50%، وهذه الحالة محل خلاف بين المعاصرين في النظر إلى الصكوك نظراً كلية بمجموع هذا الخليط والانضباط بأحكام

¹ أبو محمد عبد الله ابن قدامة (ت: 620هـ)، المغني، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي وعبد الفتاح محمد الحلو، دار عالم الكتاب، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 3، ج 6، 1417هـ، 1997م، ص 415.

² علاء الدين أبو بكر بن مسعود الكاساني الحنفي (ت: 587هـ)، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط2، ج 12، 1406هـ، 1986م، ص 132.

³ أبو اسحاق الشيرازي (ت: 476هـ)، المهذب في فقه الإمام الشافعي، تحقيق وتعليق: محمد الزحيلي، دار القلم، دمشق، سورية، الدار الشامية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 3، 1417هـ، 1996م، ص 179.

⁴ محمد أمين بن عمر عابدين (ت: 1252هـ)، رد المحتار على الدر المختار وشرح تنوير الأبصار، تحقيق: عادل أحمد عبد الموجود وعلي محمد معوض، دار عالم الكتب، الريا، المملكة العربية السعودية، طبعة خاصة، ج 7، 1423هـ، 2003م، ص 467.

الديون إذا كانت هي الغالب، أو الانضباط بأحكام الصرف وبيع الدين إذا كانت النقود أو الديون هي الغالب من خلال قاعدتي الكثرة والغلبة¹، أو ينظر إلى كل مكون على حدة من خلال قاعدة الأصالة والتبعية².

الفرع الأول: الأخذ بقاعدتي الكثرة، والغلبة*.

يرى أصحاب هذا الاتجاه جواز تداول الصكوك الإسلامية التي يغلب عليها الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو كلها معاً، وفقاً لسعر التراضي ولو بالتفاضل بين الثمن وقيمة الحصة أو بتأجيل الثمن³. وقد ذهب إلى هذا الرأي مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية للصرف والديون"⁴.

وقد تم تحديد النسبة التي تضي على الصك ضرورة الأخذ بالضوابط الشرعية للصرف والتعامل بالديون إذا تجاوزت النقود والديون 70% (الأعيان والمنافع أقل من الثلث)⁵، أما مجمع الفقه فأقر أن العبرة بالغالب (50%)⁶، بينما حددها سوق دبي المالي بـ10%⁷.

¹ علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، بحث رقم 61 من بحوث المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ص 53.

² علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ يقصد بالكثرة على رأي الدكتور حسين حامد حسان ما زاد عن الـ50%، أما الغلبة هي ما يقرب من الكل كالـ80% والـ90%، حسين حامد حسان، مكونات الأسهم وأثرها على تداولها، بحث مقدم لندوة البركة العشرين للاقتصاد الإسلامي، من 3 إلى 5 ربيع الآخر 1422هـ، كوالالامبور، ماليزيا، ص 43.

⁴ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

⁵ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/17م): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

⁶ المعيار الشرعي رقم (21) بعنوان: الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 584.

⁷ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، تحديد نسبة 50% على مصطلح الغالب تعليق ل: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، القضايا المتبقية في الصكوك من الناحيتين الفقهية والاقتصادية، بحث مقدم لمؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية والعشرون من 15 إلى 19 محرم 1435هـ الموافق من 18 إلى 22 نوفمبر 2013م، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009م، ص 1654.

⁷ معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص 20.

الفرع الثاني: الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية.

يرى أصحاب هذا الاتجاه أن الصكوك الإسلامية عند بدء النشاط إذا تحولت إلى خليط من الأعيان والمنافع والخدمات والحقوق والديون والنقود وكان غالبها نقوداً أو ديوناً، فإن تداولها لا يخضع لأحكام الصرف أو أحكام الدين (حسب الحالة)، وذلك أنهم نظروا لقاعدة الأصالة والتبعية، ويقصد بالأصالة "ما كان الشيء بذاته هو المقصود الأساس في العقد"، أما التبعية فيقصد بها "كون الشيء مرتبطاً بغيره"¹، ففي مبدأ الأصالة تكون النية خاصةً بأساس العقد لوحده، أما في التبعية فالنية تكون خاصةً بأساس العقد وملحقاته²، بحيث يكون مالك الصك اشترى هذه الورقة باعتبارها أداة استثمارية تمثل أعيان ومنافع وخدمات دون النظر إلى ما ستؤول إليه من نقود وديون، وعليه فإن الديون والنقود هنا هي تابعة وليست أصيلة.

ويرجع الترجيح في القضية للهيئة الشرعية الخاصة بالأسواق المالية، فجل القوانين الصادرة المنظمة لعملية التصكيك نصت بضرورة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ولم تلزم الجهة المصدرة بقرارات المجمع أو معايير هيئة المحاسبة، وبالتالي إما الالتزام بما قرره المجمع أو الهيئة (أو كليهما في المواضيع المتفق عليها)، أو الاجتهاد كما فعلت به الهيئة الشرعية لسوق دبي المالي. ولعل الأرجح في الأمر هو الاجتهاد تجنباً للوقوع في المحذور، خاصة وأن بعض الباحثين انتقدوا اعتماد الهيئة على مبدأ الثلث قياساً على الوصية.

المطلب الرابع: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل أعياناً أو منافعاً أو خدمات.

بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط³ الاستثماري الذي أصدرت من أجله، فإن حصيلة الاكتتاب لم يبقى في شكل نقود وإنما أصبحت تشكل أعياناً ومنافعاً وخدمات، ويجوز هنا تداول هذه الصكوك بنقود معجلة سواء كان ذلك بأقل من قيمتها السوقية أو أكثر أو مساوية، ولا حرج أيضاً في أن يشتري المساهم الجديد حصة المساهم الخارج فهي من قبيل بيع الأعيان بالنقود المعجلة والمسالمة لا تنطوي على شبهة الربا أو الغرر⁴.

¹ أحمد محمد أحمد كليب، مرجع سبق ذكره، ص 102.

² ينظر في موضوع التبعية إلى: الموسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، ج 10، د.ط، الكويت، د.ت، ص 93-100.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

⁴ عجيل النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، بحث مقدم للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

وهذا ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي حيث نص على أنه: "إذا تمخضت موجودات الورقة المالية للأعيان أو المنافع أو الحقوق، فيجوز التداول بالسعر المتفق عليه"¹، أما هيئة المحاسبة والمراجعة فنصت أيضاً أنه: "يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط"².

وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تداول³:

1. صكوك المشاركة باعتبارها تمثل حصة في أصل منتج؛
2. صكوك المضاربة التي تمثل حصة في مشروع معين؛
3. صكوك الوكالة في الاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في المنافع والأعيان؛
4. صكوك المرابحة بعد شراء بضاعة المرابحة وقبل تسليمها للمشتري؛
5. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها، لأنها تمثل حصة في ملكية أصل معين بذاته؛
6. صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجازة تلك الأعيان فقط؛
7. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة بعد تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
8. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازتها؛
9. صكوك الاستصناع إذا تحولت فيها النقود إلى أعيان مملوكة لمالكي الصكوك خلال مدة الاستصناع؛

¹ قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/17م): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

10. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض؛

11. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل بشرط بُدُو صلاح الزرع أو الثمر؛

12. صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض أو من الملتزمين بالغرس.

هذا وقد ذكر رفيق المصري أن كل هذه الأمور (الحالات الأربعة لضوابط التداول) تعقيدات ما أنزل الله بها من سلطان، بل يمكن أن يستعاض عنها بمنع التداول خلال الفترة الأولى (السنة الأولى) للمشروع والفترة الأخيرة منه بافتراض وجود موجودات مختلطة في فترة عمل المشروع لا حاجة للتعرض لأوزانها النسبية¹. والراجح في المسألة ما سبق من تفصيل ولا بد لكل طرف مشارك في عملية التصكيك، أن يكون على دراية بهذه الضوابط قبل أن يقبل على التداول، أو أن يأخذ رأي هيئة الرقابة الشرعية. والأمر ليس بالسهل خاصة على صعيد الجانب التكنولوجي فلا بد لأجهزة البورصة أن تستوعب هذه الحالات.

¹ رفيق يونس المصري، مراجعة علمية لكتاب صكوك الإجارة (رسالة ماجستير في الفقه والقانون تأليف حامد ميرة)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، م 23، ع 1، 2010م، ص 117.

المبحث الثالث: توزيع الأرباح وإطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه الشرعية

من بين أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية طبيعة العائد المنتظر، فعلى عكس مالك السند الذي يوزع عليه عائد ربوي ثابت فإن مالك الصك قد يتحمل خسارة وقد يوزع عليه ربح حسب سياسة التوزيع التي يتبناها مصدر الصك. وبعد انتهاء مدة المشروع فما يبقى لمالك الصك إلا إطفاء ما يملكه ورَدُّ الصكوك المكتتب فيها إلى مصدرها وفق أحكام شرعية تضبط هذه العملية، وفي هذه المسألة تفصيل نتناوله في المطالب التالية:

المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.

المطلب الثاني: إطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه.

المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.

يحتمل المشروع الاستثماري الذي صككت موجوداته نهاية كل دورة مالية ربحاً أو خسارة، أو خلال الدورة نفسها قد تكون الخسارة وقد يحدث ربح يجبر هذه الخسارة وزيادة، ومالك الصك استناداً لقاعدة الغنم بالغرم قد يستحق الربح أو الربح - كصكوك الإجارة - كما قد يتحمل الخسارة، ولا بد أن تتضمن نشرة الإصدار توضيحاً لطريقة توزيع الأرباح وتحمل الخسائر لمنع الجهالة والنزاع، إلى جانب أوقات التوزيع فلا بد أن يكون الربح مشاعاً معلوماً والخسارة على أرباب المال بقدر حصتهم في المشروع، خاصة وأن توزيع الأرباح يخضع لعدة اعتبارات كعمر الصك وحجم المشروع*، إضافة لما سبق لا بد أيضاً من ذكر حالات التعثر الممكن حدوثها. كما أن دراسة الجدوى تتضمن تقدير الربح أو العائد المتوقع من وراء هذا الاستثمار، وهذا التقدير لا يعني بالضرورة الوصول إليه.

الفرع الأول: توزيع الأرباح.

تتسم طبيعة نشاط الصكوك الإسلامية بالجماعي نظراً لاشتراك عدد كبير من المساهمين فيها من مالكي الصكوك، وتقوم الجهة المصدرة بتوزيع الأرباح (العوائد) بشكل دوري بإحدى الطريقتين التاليتين:

أولاً: توزيع الربح تحت الحساب.

توزع الأرباح هنا تحت الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للمشروع، فتعدل التوزيعات حينئذ وفقاً للنتائج الفعلية المتحققة¹. أي أنه ينظر للأرباح الكاملة للمشروع مقارنة بما تم توزيعه، فلو حقق المشروع أرباحاً تعادل ما وزع فلن يكون لمالكي الصكوك ربح في نهاية المشروع، ولو كان الربح أكبر مما وزع عليهم فإنهم يستحقون الفرق، أما لو كانت النتيجة الإجمالية للمشروع خسارة فإنهم ملزمون بتأدية الفارق ويعتبر ديناً في ذمتهم، والمتأثر الكبير بالنتيجة هو مالك الصك الأخير.

* إذا كان حجم المشروع كبير لا يعقل أن يتم إجراء عملية تنضيف حكمي كل سنة، أو كل سداسي، خاصة وأن العملية تتطلب مدة قد تصل إلى 3 أشهر.

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 651.

وقد صدرت فتوى بهذا الخصوص في ندوة البركة السادسة مفادها أنه: "لا مانع شرعاً من التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة ثابتة من رأسمال المضاربة على حساب الأرباح على أن تتم التسوية والسداد لاحقاً مع التزام البنك بتحمل الخسارة إذا وقعت"¹.

أما مجمع الفقه الإسلامي الدولي فقد أقر هذا المبدأ في دورته الرابعة حين نص على أنه: "يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتضييض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يُدرُّ إيراداً أو غلةً فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التضييض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب"².

ثانياً: توزيع الربح بشكل نهائي.

ذكرنا سابقاً أن نشرة الإصدار لابد أن تحتوي على كل المعلومات المفصلة حول الأرباح التي من شأنها تجنب الوقوع في الجهالة، ويجب أن يذكر في نشرة الإصدار معدل الربح المتوقع المحسوب على أساس دراسة الجدوى، وقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة بهذا الخصوص إلى أنه يسوغ لمدير المشروع أن يأخذ ما زاد عن الربح المتوقع كحافز له³.

وفي رأي الباحث أنه يجب أن يكون هذا الحافز للسنة الأولى فقط على أساس الجعالة، لأنه لو أُخذ بهذا الأمر سنوياً فإن نسبة الربح قد تكون ثابتةً وتؤول بذلك العملية من صكوك إلى سندات. ويتم توزيع الربح على مالكي الصكوك بشكل نهائي دورياً بحيث تعتبر نتائج هذه الدورات المالية مستقلة عن الدورات اللاحقة، وبذلك يكون لكل دورة حساباتها المالية المستقلة بها، ويستقر الربح في ملك صاحبه⁴. ويقصد هنا الربح النهائي المتحقق كل دورة مالية (ثلاثية، نصف سنوية،

¹ فتوى رقم (9/6) بشأن: عقود المضاربة والمشاركة مع التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة من رأس المال على الحساب، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة السادسة للاقتصاد الإسلامي، من 5 إلى 9 شعبان 1410هـ الموافق من 2 إلى 6 مارس 1990م، الجزائر، ص 92.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

³ المعيار الشرعي رقم (40) بعنوان: توزيع الربح في الحسابات الاستثمارية على أساس المضاربة، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 1016.

⁴ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سبق ذكره، ص 652.

سنوية، ...)، وهذه الطريقة قد تعتبر أنجع من سابقتها لأنها تكون منفصلة عن انتهاء المشروع خاصة لو كانت مدته طويلة.

وهنا تواجه هذه المشروعات مشكلة فقهية تتعلق بالربح، لأن شرط استقرار الربح في ملك صاحبه هو تصفية المضاربة واستعادة رأس مالها، وللخروج من هذا الإشكال يتم تقييم المشروع عن طريق التتضيض الحكمي كبديل للتتضيض الفعلي (تسييل الموجودات) وبالتالي يمكن معرفة الربح الكامل كما لو تمت تصفية المشروع حقيقة¹.

كما أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي هذا بنصه على: "أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح، إما بالتتضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد على رأس المال عند التتضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين مالكي الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد"².

إلى جانب هذا صدرت فتوى ندوة البركة مفادها أن: "للتتضيض الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة العقد حكم التتضيض الفعلي للموجودات، شريطة أن يتم التقويم وفقاً للمعايير المحاسبية المتاحة، ويجوز شرعاً توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم"³.

وعادة ما يتم توزيع أرباح الصكوك حسب ما تم الاتفاق عليه في نشرة الإصدار، إما بشكل سنوي، أو نصف سنوي، وتختلف طبيعة الأرباح الموزعة حسب كل صك، فمثلاً أرباح صكوك المضاربة والمشاركة تكون حسب نسبة الأرباح الناتجة من المشروع الاستثماري، أما أرباح صكوك المرابحة فتكون حسب نسبة المبيعات بعد اقتطاع تكلفة البضاعة، وفيما يخص صكوك الإجارة فأرباحها تكون ثابتة لأنها تمثل قيمة الأجرة.

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سبق ذكره، ص 652.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

³ فتوى رقم (2/8) بشأن: التتضيض الحكمي بطريق التقويم الدوري بغرض توزيع الأرباح أو تحديد أسعار تداول الوحدات، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة التامة للاقتصاد الإسلامي، الحلقة الفقهية الثانية للقضايا المصرفية المعاصرة، 8 و9 رمضان 1413هـ الموافق 1 و2 مارس 1993م، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 134، "بتصرف".

الفرع الثاني: مواجهة مخاطر الاستثمار.

أما بخصوص مواجهه مخاطر الاستثمار فيمكن إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك¹. كما يمكن أيضاً تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار لمواجهة الخسائر المحتملة ومن خلاله يمكن جبر الخسارة التي قد تقع، أو أن يُكوّن احتياطي معدل الأرباح لمواجهة تقلبات الأرباح الموزعة، وذلك باقتطاع* جزء من أرباح مالكي الصكوك القابلة للتوزيع². وكلا الاحتياطين قد يكونان عاملاً لتسويق الصكوك أثناء مدة حياة الصك، فعند التداول فإن المقبل على شراء الصك قد يأخذ جزءاً من هذين الاحتياطين عند توزيعه والذي أقتطع سابقاً من أرباح لم تكن من حقه.

وقد نص مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة مالكي الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيف دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال"³.

أما ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي فقد أجازت اقتطاع مخصص لوقاية رأس المال وذلك بأن يكون من حصة أرباح المال في ربحهم وحدهم⁴، وأجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لمصدر الصك اقتطاع نسبة معينة من العائد للتحوط من المخاطر⁵.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

* إذا تم الاقتطاع من الأرباح الإجمالية التي تتضمن حصة المضارب كعمولة للإدارة فإن هذا محذور شرعاً لأنه يدخل تحت ضمان رأس المال.

² عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، مرجع سبق ذكره، ص 263، المعيار المحاسبي رقم 11: المخصصات والاحتياطات، معايير المحاسبة والمراجعة والأخلاقيات، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2015م، ص 392.

³ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

⁴ فتوى رقم (3/8) بشأن: اقتطاع المخصصات في شركة المضاربة، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 135.

⁵ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

المبحث الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية

إن جوهر السوق المالية التقليدية هو التعامل في مطالبات مالية تؤدي إلى بيع الدين من خلال التعامل بالسندات، لأن التعامل لا يقع على سلع وخدمات بمقابل نقدي، وهذا ما يجعل السوق النقدية قائمة على التعامل بالديون، وقد خرجت عن هذا الصكوك الإسلامية التي تمثل أصولاً وتداول لإعادة نقل ملكية ما تمثله من موجودات لا ما تمثله من ديون¹، وهذا من شأنه أن يشكل محور اهتمام المؤسسات المالية الإسلامية وكل من له علاقة بالسوق المالي لإيجاد حل لمشكلاتهم.

وسيتم التطرق إلى أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية من خلال ما يلي:

المطلب الأول: مدخل إلى سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: تفعيل الصكوك الإسلامية على مستوى السوق المالي.

¹ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: تطوير سوق إسلامية موحدة للمنتجات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ج 2، ص 149.

المطلب الأول: مدخل إلى سوق الأوراق المالية.

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى تعريف سوق الأوراق المالية وأهميتها، ووظائفها، إلى جانب الأوراق المالية التي يتعامل بها على مستواها لتكون مدخلاً لتبرير أهمية الصكوك الإسلامية في هذه السوق.

الفرع الأول: سوق الأوراق المالية وأهميتها.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية.

تُعرَّفُ سوق الأوراق المالية على أنها: "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية"¹.

وتعرف أيضاً على أنها: "المكان الذي يتلاقى فيه المصرفيون وسماسرة الأوراق المالية لإجراء المعاملات في الأوراق المالية"².

فأسواق الأوراق المالية تركز على وجود مكان للتعامل بالأوراق المالية بين أطرافها، وبشكل منظم.

وتتنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

1. السوق الأولية: وهي السوق التي تُطرح فيها الأوراق المالية لأول مرة عند إصدار من طرف الشركات أو المؤسسات المالية أو الحكومة من أجل الاكتتاب³، وتوجه حصيلة الاكتتاب لتلبية الحاجات المالية لمصدرها.

2. السوق الثانوية: هي السوق التي يعاد فيها بيع وشراء الأوراق المالية⁴.

¹ أحمد محمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، إربد، الأردن، ط 1، 2008م، ص 19.

² حسين عمر، موسوعة المصطلحات الاقتصادية، مكتبة القاهرة الحديثة، القاهرة، مصر، ط 2، 1967م، ص 158.

³ أحمد محمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁴ عبد العزيز فهمي هيكل، مرجع سبق ذكره، ص 767.

ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية.

تتمثل أهمية سوق الأوراق المالية في عدة جوانب أهمها¹:

1. توفر مكان السوق الذي يُمكن فيه التقاء عدد كبير من البائعين والمشتريين، من أجل تداول الأوراق المالية؛

2. تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمار على النحو الذي يلبي الاحتياجات المالية للشركات، فسوق الأوراق المالية تُعدُّ بمثابة قناة لانتقال الأموال من وحدات الفائض (الوحدات المدخرة) إلى وحدات العجز؛

3. توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.

4. تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة؛

5. تجنب الآثار التضخمية الناتجة عن التمويل بالائتمان المصرفي، حيث تتيح للحكومة إيجاد تمويل من شأنه أن يساهم في إقامة مشروعاتها دون اللجوء للاقتراض من المصارف، خاصة المشاريع التي تتطلب تمويلاً ضخماً من شأنه أن يؤثر على الموازنة العامة للدولة.

6. توفر سوق الأوراق المالية مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار، ويرى بعض الخبراء الاقتصاديين والباحثين أن حجم العمليات والمستوى النسبي للأسعار يعتبر مؤشراً لقوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه أو لقطاع من قطاعاته، فهي بذلك تعبر عن الوضع الاقتصادي القومي.

¹ بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 1، 2013م، ص107-108، أحمد عبد الفتاح الأشقر، نحو سوق مالية إسلامية في مرحلة انتقالية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، م 1، ع 1، 1995م، ص 100، شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سورية، ط 1، 2002م، ص 47-48، سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، دراسات في الاقتصاد الإسلامي 2، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ط 1، ص34.

الفرع الثاني: الأوراق المالية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية.

أولاً: الأوراق المالية التقليدية.

ويمكن تقسيمها إلى ثلاث أقسام¹:

1. الأوراق المالية ذات الدخل الثابت: وهي أوراق مالية تتميز بدخل نقدي محدد مسبقاً، ويدفع على فترات دورية، وتعتبر السندات أكثر الأوراق المالية شيوعاً، ولها عدة أنواع حسب عدة معايير في تصنيفها، وهي كالتالي:

أ. على أساس الجهة المصدرة:

- **السندات الحكومية:** فقد تصدر الحكومة أو إحدى هيئاتها (وزارات) سندات تتميز السندات الحكومية عن باقي أنواع السندات بمخاطر أقل، ولهذا فإن أسعار فوائدها تكون منخفضة عن أسعار فوائد السندات التي تصدرها المؤسسات المالية والشركات الأخرى غير التابعة للقطاع الحكومي.

- **سندات الشركات:** تلجأ بعض المنظمات كبيرة الحجم إلى إصدار سندات وهو ما يمثل اقتراضاً طويل الأجل، ويوجد أكثر من نوع نذكر منها على سبيل المثال:

- **السندات غير المضمونة:** في هذا النوع من السندات يحصل صاحب السند على فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل عند ميعاد الاستحقاق.

- **سندات الرهن:** وهذه السندات تشبه السندات السابقة من حيث الحقوق، إلا أنها تكون مضمونة بأصل ثابت من موجودات الشركة، ولهذا تستوفي قيمتها إذا حدثت تصفية للشركة من الأصل الضامن لها. والهدف منها تخفيض سعر الفائدة وتشجيع المستثمرين للاكتتاب فيها.

¹ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، د.ط، 2007م، ص 133 وما بعدها، محمد ابراهيم الشبلي وطارق ابراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الناشر: محمد ابراهيم الشبلي، ط 1، 2000م، ص 105-109، جون وايت، الاستثمار في السندات والأسهم، ترجمة: خالد العامري، دار الفاروق، القاهرة، مصر، ط 2، 2006م، ص 165-173، محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط 1، 2009م، ص 68-72.

- **سندات الدخل:** ويشترط في هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة للسند أرباحاً، وليس لأصحاب السندات بالنسبة لهذا النوع أية حقوق أخرى. وهناك سندات الدخل المتراكمة التي تستحق أرباح السنة الماضية إذا حققت خسارة أنذاك.

ب. على أساس طبيعة الفائدة:

- **سندات بدون فائدة:** وتعرف بسندات الكوبون الصفري، وهي سندات لا تحمل فائدة ولكنها تصدر بأقل من قيمتها الاسمية، وتسدد بتاريخ استحقاقها بالقيمة الاسمية، وبذلك يحقق حاملها هامش ربح من فرق القيمتين.

- **سندات الفائدة الثابتة:** وهي سندات تستحق فائدة ثابتة لا تتغير طوال عمر السند، سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائر.

- **سندات ذات الفائدة العائمة:** وهي سندات يتميز سعر الفائدة فيها بالتغير كل نصف أو ربع سنة حسب التغير في نسبة فائدة الإيداع لآجال نصف السنة أو ربعها. وتسعر نسبة الفائدة في هذا النوع من السندات على أساس نسبة معينة مضافاً إليها سعر الاقراض بين البنوك في سوق لندن "الليبور"، او حسب الاتفاق بين المصدر والمكاتب.

ج. اعتبارات اخرى:

- **السندات القابلة للتحويل:** وتتميز هذه السندات بجميع خصائص السندات كالحصول على فوائد دورية، ورد القيمة في الميعاد، إلا أنها تتميز بإمكانية تحويلها إلى عدد محدد من الأسهم العادية إذا رغب المستثمر في ذلك على أساس سعر تحويلي متفق عليه عند الإصدار. وهذه السندات توفر فرصة المشاركة في الأرباح الرأسمالية إذا كانت قيمة السهم ترتفع في السوق.

- **السندات القابلة للاستدعاء:** وتصدرها الشركات بشرط استدعائها خلال فترة معينة في حال انخفاض سعر الفائدة وتسدد هذه السندات قبل موعد الاستحقاق وضمن شروط تحدد مسبقاً عند إصدار السندات.

2. الأوراق المالية ذات الدخل المتغير: وهي أوراق مالية تتمتع بدخل متغير مقارنة بالأولى، وقد يكون سالباً (خسارة) حسب نتيجة الدورة، وتتمثل في الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة، وهي عبارة عن حصة في موجودات الشركة المصدرة لها، ويستحق السهم حصة في الأرباح التي قد تحققها الشركة، ويعتبر السهم من الأوراق المالية طويلة الأجل فلا توجد مدة محددة لبقائه طالما الشركة لازالت قائمة. وللشهم عدة أنواع وهي:

أ. على أساس شكل الإصدار:

- السهم لحامله: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزاياه أنه يوفر مرونة أكثر بالنسبة لتداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، إلا أنه من جانب آخر يعيب عليه بشكل أساسي المخاطر التي يتعرض لها حاملو هذه الأسهم بسبب الضياع أو السرقة.

- السهم الاسمي: يصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتاً في الشهادة، ويسجل اسمه في سجلات الشركة.

- السهم الإذني: يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترناً بشرط الأمر أو الإذن وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير.

ب. على أساس الحقوق المترتبة:

- الأسهم العادية: هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين، سواءً في أرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها، وتصدر الأسهم العادية غالباً في فئة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات. ويحصل صاحب الأسهم العادية على نصيبه من توزيعات الأرباح في شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال (لأن السهم جزء من رأس المال)، ويتم الإعلان عن النتائج بشكل سنوي من قبل مجلس الإدارة.

- الأسهم الممتازة: وتقع بين الأسهم العادية والسندات الربوية، وتوفر هذه الأسهم لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي، سواءً في الربح الموزع سنوياً أو في اقتسام أصول الشركة عند تصفيتها. فمن حيث الأرباح يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت، إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو في صورة مبلغ محدد في حالة وجود أرباح قابلة

للتوزيع، ويكون لحامله الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي. كما يكون له الأفضلية في الحصول على حقوقهم من أصول الشركة في حالة التصفية أو الإفلاس، وبالتالي فإن تم تصفية الشركة وبقي جزء من الأرباح قد يكون من نصيب حملة الأسهم الممتازة دون العادية. والأسهم الممتازة أنواع:

- **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:** تضمن لحاملها حق الحصول على نصيب من الأرباح التي لم توزع في السنوات السابقة، والتي تكون الشركة قد حققتها ولم تعلن عن توزيعها، وهذا بخلاف السهم العادي الذي لا يتحصل على نصيب من هذه الأرباح، فصاحب السهم العادي يسقط حقه في المطالبة بأرباح السنوات السابقة.

- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** وهي التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائها أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح عن عملية التوزيع الأولى.

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية:** تقدم هذه الأسهم لحاملها ميزة التَّحْصُل على نصيبهم من الأرباح قبل الأسهم العادية إضافة لإمكانية تحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية في فترة زمنية محددة إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي.

- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء (السداد):** وهذه الأسهم تعطي الحق للشركة المصدرة لها بأن تستدعي حملة هذه الأسهم لردها للشركة بصفة إلزامية خلال فترة محددة من تاريخ الإصدار. وهي في الواقع ميزة للشركة وليست لحامل السهم، فلو رأت الشركة ان لها فائضاً في رأس المال فيمكنها تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب العاديين.

3. **الأوراق المالية المشتقة:** وهي أوراق مالية تعتمد على وجود أصل مالي أو مادي بالفعل، وتتمثل في:

- **الخيارات:** وهي أوراق مالية مشتقة من الأسهم العادية وتعطي لحاملها الحق في شراء السهم ذاته بعد فترة معينة أو خلالها بسعر معين، وهذا النوع يسمى اختيار الشراء، كما يوجد اختيار البيع وهو

عكس خيار الشراء. وهذه الخيارات تصدر من المستثمرين مباشرة ولا دخل للشركة مصدره الأسهم العادية فيها.

- العقود الآجلة والمستقبلية: تتم هذه العقود بين طرفين وهما البائع والمشتري، حيث يتعهد البائع بتسليم أصل معين بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين مستقبلاً.

ثانياً: الأوراق المالية الإسلامية.

الناظر لهذا الكمّ الهائل من الأوراق المالية التي تُنشطُ سوق الأوراق المالية يدرك مدى أهمية التنوع لتنشيط سوق الأوراق المالية، إلا أن كل هذه الأوراق المالية صدرت في حقها قرارات ومعايير خاصة تفيد بعدم جواز التعامل بها شرعاً، باستثناء الأسهم العادية والتي لا بد من توافر بعض الشروط لجواز التعامل بها.

ومن بين القرارات والمعايير الصادرة من الهيئات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية ما يلي:

1. بالنسبة للسندات (الأوراق المالية ذات الدخل الثابت): فقد حُرِّمَ التعامل بكافة أنواعها وبغض النظر عن الجهة المنشئة لها سواء كانت جهة خاصة أو جهة مرتبطة بالدولة، ومهما كانت تسميتها، وذلك لما تتضمنه من ضمن لرأس المال، وتعاملها بالفائدة الربوية، إلى جانب السندات ذات العائد الصفري التي تباع بأقل من قيمتها الاسمية¹.

2. بالنسبة للأسهم (الأوراق المالية ذات الدخل المتغير):

أ. لقد تم تحريم التعامل بالأسهم التي تتعامل الشركات المصدرة لها بالمحرمات كالربا بشكل عام، وبشكل خاص حُرِّمَ التعامل بالأسهم الممتازة لما تتضمنه من ضمان لرأس المال والربح وتمييزها بخصائص عن باقي الأسهم في الشركة الواحدة² مما ينتج عنه قطع الاشتراك في الربح وهو ما يتنافى مع مقتضى عقد الشركة.

¹ قرار رقم 60 (6/11) بشأن السندات، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 211-212، المعيار الشرعي رقم (21) بعنوان: الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المرجع السابق، ص 565-567.

² قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 221-223، قرار رقم 130 (14/4) بشأن الشركات الحديثة: الشركات القابضة وغيرها وأحكامها الشرعية، المرجع السابق، ص 413، المعيار الشرعي رقم (21) بعنوان: الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المرجع السابق، ص 574.

ب. وقد حُصت الأسهم العادية -سهما كان مُصدِرُها- والتي يكون نشاطها في الأصل مباحاً، لكنها تتعامل أحياناً بالمحرمات كالقروض الربوية¹ بجواز التعامل بها شريطة أن لا يتعدى هذا التعامل إيداعاً أو اقتراضاً 30% من القيمة السوقية لمجموع أسهم الشركة مع التأكيد على حرمة²، قياساً مع الفارق على الوصية، وتطبيقاً لقاعدة رفع الحرج والحاجة العامة، مع ضرورة تطهير الأرباح المتأتية من هذه الأسهم وذلك بالتخلص بمقدار الربح الموافق لنسبة التعامل بالربا وذلك في أوجه الخير، ويرجع لمعرفة هذه النسبة إلى قائمة المركز المالي أو المتخصصون في الشركة.

3. بالنسبة للأوراق المالية المشتقة: فقد حرم التعامل بالخيارات والمشتقات واعتبرت عقود غير جائزة لأن المعقود عليه ليس منفعة ولا مالاً ولا حقاً مالياً³، وإنما متاجرة في المخاطر.

ومما سبق يتضح بأن الأوراق المالية التي يجوز التعامل بها في سوق الأوراق المالية هي الأسهم العادية فقط شريطة ألا يتجاوز فيها التعامل بالقروض الربوية نسبة الثلث، وهذا ما يشكل ندرة حقيقة في الأدوات وقد يؤثر سلباً على كفاءتها ووظائفها تجاه الاقتصاد القومي.

ولكي يحقق سوق الأوراق المالية مصلحة معتبرة في إطار تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية فلا بد من استبعاد المفسد والأضرار بأن تكون الأدوات المالية محل التعامل مشروعاً مثل الأسهم العادية بضوابطها والصكوك الإسلامية بضوابطها أيضاً، فهي منتجات تقوم على الاستثمار الحقيقي عن طريق المشاركات والبيوع والإجازات، وليس على التعاملات الصورية والمضاربات الضارة على فروق الأسعار⁴. فتوفير الوضع الملائم للتعامل بالأوراق المالية الإسلامية من شأنه أن يساهم في تنشيط التمويل الإسلامي وتنمية المشاريع، كما يتضمن هذا رفع المشقة والضرر وجلب التيسير للمتعاملين في الأوراق المالية كما يتضمن حمايتهم من عواقب الجهالة والغبن⁵.

¹ قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، المرجع السابق، ص 221-222.

² المعيار الشرعي رقم (21) بعنوان: الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 567-568.

³ قرار رقم 63 (7/1) بشأن الأسواق المالية، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 225، المعيار الشرعي رقم (20) بعنوان: بيع السلع في الأسواق المنظمة، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 551-552.

⁴ نجاح عبد العليم أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتاب الحديث، إربد، الأردن، ط 1، 2014م، ص 204-205.

⁵ عبد الرحمن يسري أحمد، تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق مالية ثانوية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، م 3، ع 1، 1995م، ص 45.

ومن هنا تبرز أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية والتي توفر جملة لا بأس بها من الأوراق المالية التي تغنيها وتثريها وتناسب مختلف متطلبات المستثمرين، وتقوم بعدة وظائف كما سنبينها في المطلب الموالي.

المطلب الثاني: تفعيل الصكوك الإسلامية على مستوى السوق المالي.

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى وظائف الصكوك الإسلامية على مستوى السوق المالي وأبرز الإضافات التي تضيفها على مستوى السوق، إلى جانب التطرق لصكوك الإجارة كمثال حول أهم الصكوك التي تستطيع أن تكون ورقة مالية مهمة وذات كفاءة عالية في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: وظائف الصكوك الإسلامية على مستوى السوق المالي.

إن غياب السوق المالية الثانوية للأدوات المالية الإسلامية يجعل المصارف الإسلامية في مشقة زائدة بشأن إدارة سيولتها، ومن أجل هذا تحظى المصارف الإسلامية بسيولة عالية مقارنة بنظيرتها التقليدية، الأمر الذي ينعكس سلباً على ربحيتها وعلى قوتها التنافسية، فهذه السيولة عبارة عن عبء على الأرباح¹.

لذلك فإن قيام السوق المالية الإسلامية ونمو نشاطها في البلدان الإسلامية يُعدُّ مطلباً ملحاً خصوصاً في ظل التطور الهائل لأصول المصارف الإسلامية، وصعوبة تدوير تلك الموجودات وتسييلها. وهذا لن يتحقق إلا بوجود أدوات تتمتع بالسيولة وسرعة التداول التي هي من خصائص منتجات التصكيك الإسلامي²، وفيما يلي أبرز الإضافات التي تساهم فيها الصكوك الإسلامية على مستوى السوق المالي:

¹ محمد عمر شابرا وحبيب أحمد، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، ورقة مناسبات رقم 6، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2006م، ص 93.

² عبد القادر زيتوني وسليمان ناصر، التصكيك الإسلامي كآلية لإدارة السيولة في المصارف الإسلامية، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للعلوم الشرعية، كوالالمبور، ماليزيا، م 3، ع 1، يونيو 2012م، ص 145-146.

أولاً: تنوع الأدوات المالية.

سبق وأن أشرنا إلى أن اقتصار سوق الأوراق المالية على الأسهم العادية فقط سيقبل من قدرة السوق على جذب المدخرات الكافية لغرض الاستثمار، كما يقلل من قدرة المؤسسات على التَّمَوُّل بالطريقة الملائمة لها¹، لذا فإن الصكوك الإسلامية تثرى السوق المالية الإسلامية، لأنها الطرف المكمل للأسهم، والجناح الثاني للبورصة والأداة التي تتحرك فيها الأموال بحرية وسهولة²، وتفتح طريقاً سهلاً للمصدرين للتوجه مباشرة للمدخرين من خلال الأسواق المالية مما يساهم في تخفيض تكاليف التمويل، فالصكوك الإسلامية تتميز بكثرة أنواعها ليست مسميات فقط وإنما كل نوع يناسب وجهاً استثمارياً معيناً.

وترتفع كفاءة السوق بالابتعاد عن الصورية في المعاملات وهذا يتجلى بازدياد كمية الصكوك الإسلامية ونوعيتها سواء كانت صكوك الشركات، أو صكوك المصارف الإسلامية، أو الصكوك الحكومية، وهذا يترتب عليه تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول بال شراء والبيع لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة³.

كما أن الأسواق المالية تحتاج إلى تنوع في الأوراق المالية، وبشكل خاص إلى أوراق مالية ذات عائد منظم ومخاطر قليلة مثل صكوك الإجارة بأنواعها، وبالتالي تصلح لتكون علامة Bench Mark ترجع إليه السوق في تحديد عوائد الدرجات الكبيرة من المخاطر أو ما يسمى برأس المال المغامر Venture Capital الذي يتمثل عادة في الأسهم⁴.

ثانياً: تنشيط السوق المالي ونموه.

تُعَدُّ الصكوك الإسلامية وسيلة فعالة لتنشيط سوق الأوراق المالية، حيث إن استخدام الصكوك بمختلف أنواعها والتوسع في التعامل بها من قبل مصادر تمويل جديدة، كالمدخرين والمستثمرين

¹ محمد علي القري، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سبق ذكره، ص 6.

² علي محي الدين القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 333.

³ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مرجع سبق ذكره، ص 37، نجاح عبد العليم أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 249.

⁴ منذر قحف، الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم السوق المالية¹، فضلاً عن إتاحة الفرصة لتفعيل سوق مالية إسلامية موحدة².

ولأن الصكوك الإسلامية مضمونة بقيمة الأصول الممولة من خلالها فإن هذا يُعدُّ ضماناً كبيراً يكتسبه مالكو الصكوك الإسلامية ويجنبهم مزالق ومخاطر الانحدار السريع في الأسواق المالية العالمية، وهذا ما يساهم في النمو المتواصل في الاقبال على الصكوك الإسلامية³.

ويُعدُّ سوق الصكوك الإسلامية من أهم الأسواق رواجاً على الصعيد العالمي فقد جعلت من العالم الكبير كالبلد الواحد في الانتقال وترابط المصالح، لمدى السيولة والربحية التي حققتها ولا زالت تحققها هذه الصكوك⁴.

ثالثاً: قيام السوق الإسلامية وتوسيع قاعدة مؤسساتها.

تساعد الصكوك الإسلامية على تهيئة المناخ لقيام سوق مالية إسلامية وما يستتبع ذلك من اجتذاب للأموال الباحثة عن الاستثمار الحلال ولا سيما المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي⁵، وإصدارها وطرحها للتداول ينتج عنه توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالية والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً⁶ على اختلاف أشكالها القانونية من مصارف إسلامية وتقليدية والحكومة ومؤسسات القطاع الخاص، إلا أنه في الواقع العملي لا يتحقق في غالب الأحيان وهذا يرجع لكثرة إصدارات الصكوك القائمة على عقود المداينات كالمرابحة.

¹ عبد الملك منصور، المرجع السابق، ص 36، أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، مصر، ط 1، 2009م، ص 28.

² المرجع نفسه.

³ محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية: السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي، دار ابن حزم، د.م، ط 1، 2011م، ص 194-196.

⁴ محمد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، ص 195، وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، ص 927.

⁵ وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، ص 926.

⁶ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

كما أن الصكوك قادرة على إضافة مؤسسات مالية جديدة، حيث أن هيكل عملية التصكيك يتم من خلال كل من: المصدر الأصلي (المنشئ)، والشركة ذات الغرض الخاص، ومتعهد التغطية¹، ووكيل حملة الصكوك، ومدير الدفع، والمستشارون الشرعيون، وغيرها.

رابعاً: تقليص دور الوساطة المالية.

إن إصدار الصكوك يعمل على تقليص الوساطة المالية بالنسبة لطالبي التمويل (المُصدر)، وذلك بعد انتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور وحسابه كصناديق الاستثمار المشترك، إلى جانب توجه مصدري الصكوك بإصداراتهم مباشرة إلى السوق دون اللجوء إلى الوساطة المالية من خلال المصارف وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية².

خامساً: التكامل بين مؤسسات المال.

إن إصدار الصكوك الإسلامية لتمويل الاحتياجات المالية يجعل منها أداة فعالة في تحقيق التكامل بين نشاط المصارف الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية³.

الفرع الثاني: أهمية صكوك الإجارة على مستوى السوق المالي.

تعد صكوك الإجارة من بين الصكوك الأكثر قبولاً في الأسواق المالية، فهي أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة، تُحوّل مالکها حقوقاً، وتُحمّل مسؤوليات بمقدار ملكيته⁴. ويمكن إيجاز مميزات صكوك الإجارة بالنسبة لسوق المال فيما يلي:

¹ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي: ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 9.

³ أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سبق ذكره، ص 129.

⁴ حامد ميرة، صكوك الحقوق المغنوية، مرجع سبق ذكره، ص 2.

أولاً: تنوع صكوك الإجارة.

تحمل صكوك الإجارة في طياتها عدة أنواع، فنجد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وصكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة، وصكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة، وصكوك ملكية الخدمات من طرف معين، وصكوك ملكية الخدمات الموصوفة في الذمة، وصكوك الحقوق المعنوية¹. وهذا ما يتيح للمصدر حرية في اختيار المجال الاستثماري.

ثانياً: صكوك الإجارة إضافة نوعية للسوق المالي.

صكوك الإجارة ورقة مالية قابلة للتداول، على عكس صكوك المرابحة والسلم، وبالتالي فهي تحقق قيمة مضافة للسوق المالي، فهي بذلك تلبى احتياجات المستثمرين الذين كانوا يلجؤون للسندات التقليدية وأذونات الخزينة.

ثالثاً: صكوك الإجارة تتمتع بمرونة في الإصدار.

تتمتع صكوك الإجارة بمرونة عالية تتجلى في إمكانية تنوع مصدرها، إذ يحق للمؤجر أن يصدرها، كما يحق للمستأجر ذلك -إذا كان عقد الإجارة يتضمن اتفاقاً بالإجارة من الباطن-، وكذا يمكن لشركات التمويل بالإجارة إصدارها.

¹ حامد ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، مرجع سبق ذكره، ص 2.

المبحث الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لأطراف الإصدار

إن اللجوء إلى طرح الصكوك الإسلامية يأتي من حاجة الشركة المصدرة لها -مهما كانت طبيعتها- إلى مصدر تمويلي جديد يشبع حاجتها التمويلية، وتلقائياً فهو يقدم لها عدة ميزات سواء من ناحية السيولة أو إدارة المخاطر أو غيرها من الجوانب المهمة. كما أنه وفي الوقت نفسه يحقق عدة مزاياً للمكتتب في هذه الصكوك، حتى لو كانت الغاية الأولى لهؤلاء المستثمرين اللجوء لأداة استثمارية قائمة على أحكام الشريعة الإسلامية لتوظيف مدخراتهم أو مواردهم المالية المعطلة عن الاستثمار.

واستكمالاً للأهمية الاقتصادية التي وردت في المبحثين السابقين سنوجز من خلال هذا المبحث أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لأطراف الإصدار والمتمثلين في المصدر والمستثمر من خلال ما يلي:

المطلب الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر.

المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمر.

المطلب الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر.

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر من عدة جوانب، كتنوع مصادر الموارد الذاتية، وربط الموارد بالاستخدامات، وتغطية الحاجات التمويلية والالتزامات الطارئة، وتوظيف السيولة، وإدارة المخاطر، وغيرها من الجوانب المهمة.

الفرع الأول: الصكوك أداة لتنوع المصادر وتحقيق الأرباح.

تعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات لتنوع الموارد المالية، فهي قائمة على تجميع رأس المال اللازم لإقامة مشاريع معينة، أو الحصول على موجودات ملائمة لنشاطها من أجل تحقيق الأرباح بطريقة شرعية. ويتجلى هذا من تخصيص هذه الموارد لاستثمارات مناسبة لها في الأجل. فالصكوك عندما تصدر تحدد مدتها بعشر سنوات، أو عشرين سنة، وبالتالي فحصولها على الائتمان فيها ستستمر لمشاريع بالأجل نفسها، فهي تعمل على المواءمة بين آجال الموارد والاستخدامات.

كما تمثل الصكوك أداة تمويل خارج الميزانية Off-Balance Sheet، ومن ثم تعمل على تحسين نسبة كفاية رأس المال في البنوك، فالإدارة غير مطالبة بتعليق استخدامها لهذا المورد، فالموجودات سيتم شراؤها من طرف مالكي الصكوك، والمصدر يلتزم تجاههم بتقديم العائد نظير استخداماته لهذا المورد المالي، فهي بذلك تصنف على أنها نفقة إيرادية وليست رأسمالية¹. فلو لجأ المصدر للاقتراض لزداد من الموجودات والمطلوبات.

إضافة إلى أن تصكيك الموجودات القائمة يحرر المصدر من قيود الميزانية، حيث أن المصدر بغنى عن تكوين مخصصات الديون المشكوك فيها، وبالتالي تكون صورة المؤسسة أقوى، وأكثر جاذبية للتعامل معها، حيث أن كثرة الديون على المؤسسة المالية حتى ولو كانت مضمونة التحصيل تثقل كاهل رأس مال الشركة².

¹ منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سبق ذكره، ص 16

² علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة: دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 6.

الفرع الثاني: تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي.

عن طريق التصكيك يتم تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للشركة المنشئة للصكوك، من حيث أن التصكيك يتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن الشركة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً¹.

الفرع الثالث: الصكوك أداة لتغطية حاجات تمويلية والتزامات طارئة.

فالصكوك الإسلامية بلا شك تُصدر لتغطية حاجات تمويلية وأغلبها تكون لإقامة مشاريع استثمارية، لكن قد تلجأ لها الشركات التي تعاني من عجز مالي أو ستكون معرضة له خلال فترة زمنية ما، وهذا لتغطية الالتزامات الطارئة كدفع الرواتب واستحقاق بعض الديون مثلاً، وبالتالي قد تقوم بتصكيك بعض الموجودات التي لديها بغرض الحصول على الموارد المالية اللازمة لتغطية احتياجاتها ثم تقوم بإعادة استثمارها بعائد ثابت².

وهذا الحل يجنبها عناء طرح أسهم جديدة مما يؤثر على نصيب المساهمين من الأرباح³. إلى جانب أن الشركة ستحافظ على موجوداتها والتي تمثل رأسمالها وهذا يندرج ضمن مقصد حفظ المال من جانب العدم.

الفرع الرابع: توزيع المخاطر.

تعمل الصكوك على توزيع المخاطر الائتمانية ونقلها إلى قاعدة عريضة من المكتتبين، ويترتب على ذلك تقليل مخاطر الائتمان للموجودات⁴. فالمصدر غير مسؤول تجاه مالكي الصكوك عن الوفاء بمخاطر الائتمان المتعلقة بالموجودات المصكوة.

¹ عادل عبد الفضيل عيد، صكوك الاستثمار الإسلامية: دراسة مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

² عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، مرجع سبق ذكره، ج 11، ص 41،

³ علي محي الدين القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 333.

⁴ علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة: دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 6.

الفرع الخامس: إدارة السيولة الفائضة.

تعرض الكثير من المؤسسات المالية إلى وجود فائض في السيولة، وتلجأ المصارف التقليدية لإيداعها في البنك المركزي والحصول على فائدة من وراء هذا التوظيف، لكن المصارف الإسلامية في ظل التعاملات الحالية للبنك المركزي معها فإنها لا تقوم بإيداعها عنده، وعدم توظيفها يعني تعطيلها عن الاستثمار من جهة، ومن جهة أخرى تقليل ربحية المصرف الإسلامي. وبالمقابل فإن نقص السيولة في المصارف الإسلامية يضعف صورته أمام المتعاملين - خاصة في نظام مصرفي تقليدي - وقد يؤدي به الأمر إلى الإفلاس لو سحب كل العملاء أموالهم في لحظة واحدة.

وتسعى الصكوك الإسلامية إلى إيجاد الإطار اللازم لإدارة السيولة الفائضة لدى المؤسسات المالية الإسلامية¹، كأن تشارك الدولة في إقامة مشاريع كبيرة تعود بالفائدة على الدولة ذاتها وعلى المواطنين. كما أن الصكوك توفر السيولة النقدية للمصدر دون عناء زيادة رأس المال أو الاستدانة بالقروض.

الفرع السادس: إمكانية معرفة النفقات المستقبلية.

توفر صكوك الإجارة ميزة تعرف مُصدرها على النفقات المستقبلية للمشروع المُصنَّك، وهذا يرجع لكون العائد الذي يقدمه لحملة الصكوك غير مرتبط بما يقوم به من استثمار، وإنما يتمثل في عائد مستقر يتمثل في قسط الإيجار. إلى جانب ذلك أيضاً لا تضغط على سيولته النقدية أو رأس المال العامل لديه مما يتيح له استعمال السيولة لأغراض استثمارية أخرى. كما تيسر الأعمال الإدارية والمحاسبية للمستأجر، بإعفاء المستأجر من الخوض في مسائل احتياطات الاستهلاك، والتغير في قيمة الأصول الثابتة، وما لذلك من تأثير على تقدير الضرائب والتقارير اللازمة لها².

¹ حسين سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 209

² منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سبق ذكره، ص 16.

المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمر.

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمر والمدخر من خلال جانب التوظيف الشرعي للأموال، وإمكانية التسييل، وتحقيق عوائد عالية، وغيرها.

الفرع الأول: التوظيف الشرعي.

تقدم الصكوك الإسلامية منفذاً شرعياً لطلبية الاستثمار الحلال، فسواءً كان المقبل عليها مستثمراً أو مدخراً ستكون بيده ورقة مالية قائمة على أحكام الشريعة الإسلامية، مما يرفع الحرج عن كثير من المستثمرين خاصة القاطنين في المهجر، الأمر الذي يؤدي إلى عودة رؤوس الأموال وتوطينها لتنمية البلدان الإسلامية. فالمستثمر المسلم مطالب بتنمية اقتصاديات الدول الإسلامية حتى لو أصدرت صكوك إسلامية في دول الغرب لأن هدفها بلا شك هو استقطاب أموال المسلمين.

الفرع الثاني: الصكوك ذات عائد عالي وقابلة للتسييل.

تُعَدُّ السيولة عنصراً هاماً تدفع بالمستثمرين إلى الاكتتاب في الصكوك الإسلامية، وتتمثل في قابلية تسييل الورقة المالية إلى نقود إذا ما احتاجها مالك الصك، إذ تتميز الصكوك بهذه القابلية مع ارتفاع عائدها مقارنة بأدوات الاستثمار في المصارف الإسلامية، فالمعروف أن الأرصدة المودعة في المصارف الإسلامية على هيئة حسابات الاستثمار لا تستثمر كاملة، وإنما تترك نسبة منها لمواجهة حالات السحوبات المفاجئة، ولتوضيح الفكرة نقدم المثال التالي للتمييز بين أرباح الصكوك وأرباح الحسابات الاستثمارية:

1. بالنسبة للأرصدة المستثمرة:

بالنسبة للصكوك الإسلامية فإن حصيلتها تستثمر بالكامل (قيمة الصك)، بينما في حسابات الاستثمار فيختلف الرصيد المستثمر حسب نوع كل حساب، فعلى سبيل المثال حسب تطبيقات البنك الإسلامي الأردني حساب "التوفير" يستثمر رصيده بنسبة 50%، وحساب "تحت إشعار" يستثمر رصيده بنسبة 70%، وحساب "لأجل" يستثمر رصيده بنسبة 90%.

2. بالنسبة للأرباح الموزعة:

الأرباح الموزعة على مالكي الصكوك تقابل الاستخدام الكامل لقيمة الصك، أما الأرباح الموزعة على أصحاب الحسابات الاستثمارية فهي تقابل النسبة الموظفة فقط ولا تمثل الرصيد الكامل للحساب الاستثماري، وعليه فالاستثمار في الصكوك ذو جدوى أعلى من الاستثمار في المصارف الإسلامية.

3. بالنسبة للتداول والتخارج وأثره على نتيجة المشروع:

يقصد بالتداول بيع مالك الصك حصته شخص آخر، بينما التخارج فهو سحب العميل رصيد حسابه الاستثماري من المصرف.

فتداول الصك ينتج عنه تغير مالكة فقط بينما تبقى قيمة الصك مستثمرة بالكامل وبالتالي فإن رأس المال المستثمر لن يتأثر بشيء، بينما تخارج أصحاب الحسابات الاستثمارية ينتج عنه انخفاض في قيمة رأس المال المستثمر وهذا يؤثر سلباً على نتيجة المشروع التي قد تؤول إلى الخسارة اذا تعرض رأس المال إلى سحب كبير.

4. بالنسبة للتداول والتخارج وأثره على الحق في الأرباح:

العبرة في الصكوك بالورقة المالية وليس بمالكها، إذ أن تنازل شخص عن صكه بالبيع قبل توزيع الأرباح سيفقده حقه في الأرباح بالكامل وتكون كلها من نصيب مالك الصك الجديد، وعليه فحصة الصك لن تخسر نصيبها من الأرباح، وهذا لأن تداول الصك لم يؤثر على رأس المال. وقد نصت على هذا هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تحت مبدأ "المصالحة في التخارج".*

أما إذا فتح شخص حساباً استثمارياً فسيحصل على ربح حسب قيمة الرصيد المستثمر من الحساب الذي فتحه، وحسب فترة توظيفه وهذا وفقاً لطريقة النمر في توزيع الأرباح.

* أنظر البند 9/4 من المعيار الشرعي رقم (40) بعنوان: توزيع الربح في الحسابات الاستثمارية على أساس المضاربة، المعايير الشرعية (54-1)، مرجع سبق ذكره، ص 1017.

وبخصوص إمكانية الحصول على مطلب السيولة فهذا متاح فقط لحساب "التوفير" و"تحت اشعار"، أما حساب "لأجل" فلا يمكن السحب منه إلا بعد تقديم طلب لإدارة المصرف وموافقتها عليه، وهذا يقف عائقاً أمام الحصول على سيولة نقدية عند الحاجة إليها.

ومما سبق يتضح أن الصكوك الإسلامية تفوقت على باقي الأدوات الاستثمارية في المصارف الإسلامية سواءً من حيث قيمة الأرباح أو من حيث إمكانية تحصيل السيولة.

الفرع الثالث: جوانب أخرى.

أولاً: تدني مخاطر بعض أنواع الصكوك.

وتجدر الإشارة أن صكوك الإجارة تتميز عن باقي أنواع الصكوك بقلة المخاطر، لأن موجوداتها تبقى عند المؤجر (المصدر) من جهة، وتتمتع بإيراد مستقر من جهة أخرى¹.

ثانياً: الحرية في اتخاذ القرار الاستثماري.

الصكوك تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشكل مستقل عن مركزهم الائتماني (القروض تتطلب جدارة ائتمانية)، والتركيز في المقابل على مقدرة الأصول المحولة إلى صكوك لتلبية التدفق النقدي الموعود².

¹ منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، مرجع سبق ذكره، ص 16.

² محمد فرحي وسميرة مشرواي، التوريق الإسلامي: ضمان لتفادي الأزمات ولحد من مخاطر التمويل، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، م 1، ع 2، يونيو 2011م، ص 129.

خلاصة:

الصكوك الإسلامية منتج مالي يجسد إضافةً في الاقتصاد الحقيقي -في أغلب أنواعها- وبالتالي في تنتج فرصاً استثمارية من شأنها المساهمة في زيادة الدخل القومي، خاصة و أن إدراجها في التعاملات الاقتصادية يساهم في الاستقرار الاقتصادي وذلك لتدني مخاطرها.

حيث أن للصكوك أهمية بالغة تكمن خاصة في حشد المدخرات والموارد المالية، وتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة المتعلقة بالبنى التحتية، وكلّ وله نوع الصك المناسب لذلك المشروع او لمرحلة من مراحلها. أضف إلى ذلك دورها البارز في السياسات الاقتصادية والنقدية.

وعلى صعيد آخر تساهم الصكوك في توسيع قاعدة الأدوات المالية المتعامل بها في السوق المالي وتنشيطه، وكذا تقليص دور الوساطة المالية، خاصة وأنها تعتبر أداة مباشرة لتحقيق الربح الحلال وتحسين القدرة المالية للمنشأة وإدارة سيولتها.

الفصل الرابع



دراسة تقييمية لمتطلبات صناعة الصكوك الإسلامية

المبحث 1:

واقع صناعة الصكوك الإسلامية

المبحث 2:

التشريعات القانونية للصكوك الإسلامية

المبحث 3:

دراسة ميدانية حول آراء خبراء المالية الإسلامية



تمهيد:

إن التأصيل التاريخي وجمع العوامل المصاحبة لنشأة أمر ما يُسهّل تكوين صورة مبدئية عن الظاهرة المدروسة، لذلك لا بد من مراجعة الجوانب التاريخية لنشأة هذه الظاهرة من بروز أول فكرة إلى تطوراتها، ففي هذا الفصل سنقدم إحصائيات حول إصدار الصكوك الإسلامية والتي واكبت أيضاً نشأة السندات التقليدية، إلى جانب عرض خمسة تشريعات قانونية والمقارنة بينها، وفي الختام سيتم معرفة وجهة نظر خبراء المالية الإسلامية والباحثين فيها حول مختلف القضايا المتعلقة بالصكوك الإسلامية من مفاهيم، وتنظيم عملية الهيكلية، وقضايا شرعية، وقانونية، واقتصادية.

وسيتم معالجة هذه النقاط في المباحث التالية:

المبحث الأول: واقع صناعة الصكوك الإسلامية في العالم.

المبحث الثاني: التشريعات القانونية للصكوك الإسلامية.

المبحث الثالث: دراسة ميدانية حول آراء خبراء المالية الإسلامية.

المبحث الأول: واقع صناعة الصكوك الإسلامية

في سنة 1990م شهد العالم أول إصدار للصكوك الإسلامية، والغريب في الأمر أنها أُصدرت من طرف شركة "شل Shell MDS" النفطية غير الإسلامية، وإن كان في ماليزيا التي يغلب فيها الدين الإسلامي، وبلغت قيمة هذا الإصدار 125 مليون رينغت ماليزي (33 مليون دولار)¹.

أما ثاني إصدار للصكوك الإسلامية في العالم وأول إصدار على المستوى العربي فكان من طرف مؤسسة نقد البحرين (بنك البحرين المركزي حالياً) لصالح حكومة البحرين (صكوك سيادية) وذلك في سبتمبر 2001م بقيمة 100 مليون دولار أمريكي، وشهد هذا الإصدار تأسيس سوق رأس المال الإسلامي من طرف حكومة البحرين وباقي دول مجلس التعاون الخليجي. ثم انتشر العمل بالصكوك فصدرت بعد ذلك في عدد من الدول كالإمارات العربية المتحدة، والسعودية، وقطر، وباكستان، ولم تقتصر على الدول الإسلامية فقط بل تعدت حدودها إلى ألمانيا وهونج كونج²، وحسب تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية International Islamic Financial Market فإن عدد الدول المصدرة للصكوك بلغ الـ 34 دولة من مختلف القارات.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى واقع صناعة الصكوك الإسلامية من خلال المطالب

التالية:

المطلب الأول: الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: الإصدارات العربية للصكوك الإسلامية.

المطلب الثالث: تقسيمات إصدار الصكوك الإسلامية.

* شركة شل: هي شركة نفطية متعددة الجنسيات، بريطانية وهولندية الأصل مقرها في لاهاي.

¹ International Islamic Financial Market, **SUKUK REPORT : A COMPREHENSIVE STUDY OF THE INTERNATIONAL SUKUK MARKET**, 1st Edition, p. 4.

² International Islamic Financial Market, **SUKUK REPORT**, p. 4

محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ص 1.

المطلب الأول: الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية.

من خلال هذا المطلب سيتم دراسة إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية، وكذا استعراض ترتيب الدول المصدرة لها.

الفرع الأول: إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية.

بداية لا بد من التمييز بين ثلاثة مصطلحات لإصدارات الصكوك الإسلامية وهي*:

الصكوك المحلية Domestic Sukuk: وهي الصكوك الصادرة بالعملة المحلية.

الصكوك الدولية International Sukuk: وهي الصكوك الصادرة بالعملة الصعبة، وأغلب الإصدارات بالعملة الصعبة هي بالدولار الأمريكي.

الصكوك الإجمالية Global Sukuk: وهي الصكوك المحلية والدولية معاً.

والجدول الموالي يوضح إصدارات الصكوك المحلية والدولية والإجمالية خلال فترة الدراسة من 2001 إلى 2016.

* حسب تقارير السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM).

الفرع الأول: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً.

بعد قفل باب الاكتتاب عادةً وجمع الحصيلة المخصصة للمشروع الاستثماري وقبل البدء في النشاط الفعلي له، فإن الصكوك الإسلامية تمثل في الوقت الراهن نقوداً، وصاحب الصك أصبح يحمل ما يمثل مساهمته في هذا المشروع من خلال صك واحد أو مجموعة من الصكوك، وكما سبق ذكره فإن له حقاً شرعياً إما لامتلاك هذه الصكوك أو بيع جزء منها أو بيعها كاملة.

وعموماً يتصور أن تكون الصكوك عبارة عن نقود في الحالات التالية والتي تمنع فيها لوائح الصكوك التداول خلالها إلا بالقيمة الاسمية وبمراعاة أحكام الصرف¹:

1. عند بداية طرح الصكوك للاكتتاب، وتسلّم الجهة المُصدرة للأموال؛
2. فترة ما بعد الاكتتاب وقبل بدء النشاط الاستثماري؛
3. في أي مرحلة تقوم فيها الشركة بالتنضيق الحقيقي لما تمثله الصكوك لتوزيع الأرباح الدورية*، أو بداية مشروع استثماري جديد**؛
4. عند نهاية المشروع وتصفيته وبيع موجوداته وتحصيل مستحقات مالكي الصكوك من ديون.

ويخضع التداول في هذه المرحلة لضوابط شرعية تتمثل في أحكام عقد الصرف لأن المبادلة هنا تكون بمثابة نقدٍ بنقد، وهذا ما نص عليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف"²، وكذا ما نصت عليه هيئة المحاسبة والمراجعة

¹ فيصل بن صالح الشمري، صكوك المضاربة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 368، عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

* وهي حالة نادرة الحصول على العموم، وسيتم توضيح هذه الفكرة أكثر في المبحث الثالث عند التطرق لتوزيع الأرباح.

** في حالة إصدار صكوك استثمارية إسلامية تتسم بالاستمرارية.

² لمزيد أنظر: قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، الدورة العشرون في وهران بالجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية من 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق من 13 إلى 18 سبتمبر 2012م، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/16): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17 (البند 1/2/5): "... أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، ..."¹، وفيما يلي الضوابط الواجب التقيد بها في هذه المرحلة.

أولاً: التقابض بين البدلين.

عند تداول الصكوك الإسلامية في هذه المرحلة لا بد من تقابض البدلين في مجلس العقد قبل الافتراق، ودليل ذلك حديث الرسول ﷺ: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"²، وكذا قوله ﷺ: "لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا منها غائباً بناجز إلا يدا بيد"³.

ثانياً: التماثل.

عند بيع الصكوك بنقد قبل بدء النشاط فإن البيع يجب أن يكون بالقيمة الاسمية للصك المكتتب فيه دون زيادة أو نقصان لكي لا تؤول العملية إلى ربا، ودليل ذلك ما تقدم من أحاديث الرسول ﷺ وقوله أيضاً ﷺ: "لا تبيعوا الدينار بالدينارين ولا الدرهم بالدرهمين"⁴، وهذا عند بيع الصكوك من جنس العملة التي تم بها الاكتتاب في الصكوك فلا بد من التماثل، أما لو بيعت بعملة أجنبية فيجوز التفاضل⁵، فلو كانت قيمة الصكوك المراد بيعها 10000 دينار جزائري والاكتتاب تم بالعملة الجزائرية، وأراد مالك الصك البيع بالدينار الجزائري وجب التماثل في البدلين، أما لو أراد البيع بعملة أجنبية كالدولار الأمريكي فلا يجب التماثل ولكن يجب تقابض البدلين قبل الافتراق.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

² حديث صحيح، مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري (ت: 261هـ)، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، د.ط، ج 3، د.ت، ص 1210، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، حديث رقم: 1587.

³ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1208، باب الربا، حديث رقم: 1584.

⁴ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1209، باب الربا، حديث رقم: 1585.

⁵ يوسف بن عبد الله الشيبلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق والودائع الاستثمارية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، د.ط، م 1، 2002م، ص 738-739، معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 304.

ثالثاً: الخلو من خيار الشرط.

إذا تم بيع الصكوك الإسلامية في هذه الفترة واشترط أحد المتعاقدين (البائع: المالك الأصلي للصك أو المشتري) خيار الشرط* فإن عقد الصرف يبطل على قول جمهور الفقهاء من المالكية والحنفية والشافعية¹، كأن يشترط أحد طرفي العقد على الأقل إعطاء مدة من الزمن للنظر في هذه العملية (شراء/بيع الصكوك) فإن هذا الشرط لا يجوز إذ يمنع من تحقق شرط التقابض².

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل ديوناً.

إذا تَمَحَّصَت موجودات الصكوك بعد بيعها ديوناً فلا بد من تطبيق أحكام التعامل بالدين، لأنه بيع دين بنقد، وهو لا يجوز باتفاق الفقهاء لاشتماله على الربا بنوعيه الفضل والنسيئة**، ومن ثم لا يجوز بيع الصكوك إلا بعد تحقق شروط بيع الدين³.

وتتمثل في ضوابط الدين المؤجل من غير المدين، وهي:

أولاً: البيع بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا⁴، فمثلاً في صكوك المرابحة عند بيع بضاعتها تتحول موجودات الصكوك إلى ديون في ذمة

* خيار الشرط: فهو أن يشترط أحد المتعاقدين أو كل منهما أن له الخيار -أي حق فسخ العقد أو إمضائه- خلال مدة معلومة. عبد الحق حميش والحسين شواط، *فقه العقود المالية*، دار البيارق، عمان، الأردن، ط 1، 2001م، ص 62.

¹ شمس الدين محمد بن محمد الحطاب الرُّعيني (ت: 954هـ)، *مواهب الجليل في شرح مختصر خليل*، دار الفكر، دم، ط 3، ج 4، 1412هـ، 1992م، ص 308، علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني (ت: 587هـ)، *بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع*، دار الكتب العلمية، دم، ط 2، ج 5، 1406هـ، 1986م، ص 219، أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني (ت: 558هـ)، *البيان في مذهب الإمام الشافعي*، تحقيق: قاسم محمد النوري، دار المناهج، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، ج 5، ص 176.

² عثمان بن علي بن محجن البارعي فخر الدين الزيلعي الحنفي (ت: 743هـ)، *تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق وحاشية الشُّلبي*، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، مصر، ط 1، 1313هـ، ج 4، ص 136.

** ربا الفضل: بيع المال الربوي بجنسه مع زيادة في أحد العوضين، ربا النسيئة: بيع المال الربوي مع تأخير بدله، ربا النسيئة في الديون: الزيادة المشترطة في القرض عند العقد أو عند حلول الأجل مقابل التأخير، أو هو الزيادة في الدين نظير التأجيل، أنظر: عبد الحق حميش والحسين شواط، مرجع سبق ذكره، ص 92-99.

³ أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، *تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية*، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 9.

⁴ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.

مشتري البضاعة وعليه يصبح حامل الصك دائناً، فلا يجوز أن يبيع صكه إلى طرف ثالث (مشتري جديد) بثمن حال (معجل) لأنه غرر وهو غير جائز على رأي الحنفية¹ والحنابلة²، أما المالكية فأجازوه بشروط³. ويجوز البيع إما بعملة أجنبية حالة، تختلف عن عملة الدين ويسعر يومها، أو بسلعة معينة، أو بمنفعة عين معينة⁴.

ثانياً: البيع بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ⁵، وقد نهى عنه الرسول ﷺ⁶، وهو بيع الرجل ديناً له على رجل بدين على رجل آخر (طرف ثالث)⁷. وصورته أن يبيع مالك الصك صكوكه إلى طرف ثالث دون قبض الثمن حالاً وإنما لأجل.

وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة أنواع الصكوك التي لا يجوز تداولها إلا بمرعاة أحكام الدين وهي⁸:

1. صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة بعد إعادة إجارتها لأن الصك هنا يصبح عبارة عن الأجرة (دين في ذمة المستأجر الثاني)؛

¹ علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، مرجع سبق ذكره، ج 6، ص 43.
² منصور بن يونس بن ادريس البهوتي (ت: 1051هـ)، شرح منتهى الإرادات: دقائق أولي النهى لشرح المنتهى، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 2000م، ص 222.
³ عبد الباقي بن يوسف بن أحمد الزرقاني المصري (ت: 1099هـ)، شرح الزرقاني على مختصر خليل، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1422هـ، 2002م، ص 88.
⁴ قرار رقم 158 (17/7) بشأن بيع الدين، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 514.
⁵ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.
⁶ حديث ضعيف، النيسابوري، محمد بن عبد الله أبو عبد الله الحاكم (ت: 405هـ)، المستدرک علی الصحیحین، تحقيق: مصطفى عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1411هـ، 1990م، ص 66، وردت درجة الحديث في كتاب ضعيف الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير للشيخ الألباني، ط 3، حديث رقم: 6061، ص 873.
⁷ أبو عبد الله الأصحبي مالك بن أنس (ت: 179هـ)، الموطأ، تحقيق: محمد مصطفى الأعظمي، مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، ج 4، 1425هـ، 2004م، ص 954.
⁸ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

2. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
 3. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين بعد إعادة إجارتها حيث يصبح الصك في هذه الفترة يمثل الأجرة وهو دين في ذمة المستأجر الثاني؛
 4. صكوك الاستصناع عندما تدفع حصيلة الاكتتاب ثمناً في استصناع موازٍ، أو عندما تسلم العين المصنعة للمستصنع؛
 5. صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري (الأمر بالشراء) لأنها تصبح ديناً في ذمة المشتري؛
 6. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل وذلك قبل بدو صلاح الزرع أو الثمر؛
- أما صكوك السلم فلا يجوز تداولها، على رأي الجمهور من الحنابلة¹ والأحناف² والشافعية³، لأن المسلم فيه لا يجوز التصرف فيه قبل قبضه بنحو بيع وشراكة ومرابحة وتولية ولو ممن هو عليه⁴.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي يغلب عليها النقود أو الديون.

هناك بعض أنواع الصكوك التي تكون في مجملها خليطاً بين المنافع والأعيان والخدمات والديون والنقود ولكن الغالب عليها نقود أو ديون وذلك بنسبة كبيرة تفوق الـ50%، وهذه الحالة محل خلاف بين المعاصرين في النظر إلى الصكوك نظرة كلية بمجموع هذا الخليط والانضباط بأحكام

¹ أبو محمد عبد الله ابن قدامة (ت: 620هـ)، المغني، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي وعبد الفتاح محمد الحلو، دار عالم الكتاب، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 3، ج 6، 1417هـ، 1997م، ص 415.

² علاء الدين أبو بكر بن مسعود الكاساني الحنفي (ت: 587هـ)، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط2، ج 12، 1406هـ، 1986م، ص 132.

³ أبو اسحاق الشيرازي (ت: 476هـ)، المهذب في فقه الإمام الشافعي، تحقيق وتعليق: محمد الزحيلي، دار القلم، دمشق، سورية، الدار الشامية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 3، 1417هـ، 1996م، ص 179.

⁴ محمد أمين بن عمر عابدين (ت: 1252هـ)، رد المحتار على الدر المختار وشرح تنوير الأبصار، تحقيق: عادل أحمد عبد الموجود وعلي محمد معوض، دار عالم الكتب، الريا، المملكة العربية السعودية، طبعة خاصة، ج 7، 1423هـ، 2003م، ص 467.

الديون إذا كانت هي الغالب، أو الانضباط بأحكام الصرف وبيع الدين إذا كانت النقود أو الديون هي الغالب من خلال قاعدتي الكثرة والغلبة¹، أو ينظر إلى كل مكون على حدة من خلال قاعدة الأصالة والتبعية².

الفرع الأول: الأخذ بقاعدتي الكثرة، والغلبة*.

يرى أصحاب هذا الاتجاه جواز تداول الصكوك الإسلامية التي يغلب عليها الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو كلها معاً، وفقاً لسعر التراضي ولو بالتفاضل بين الثمن وقيمة الحصة أو بتأجيل الثمن³. وقد ذهب إلى هذا الرأي مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية للصرف والديون"⁴.

وقد تم تحديد النسبة التي تضي على الصك ضرورة الأخذ بالضوابط الشرعية للصرف والتعامل بالديون إذا تجاوزت النقود والديون 70% (الأعيان والمنافع أقل من الثلث)⁵، أما مجمع الفقه فأقر أن العبرة بالغالب (50%)⁶، بينما حددها سوق دبي المالي بـ10%⁷.

¹ علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، بحث رقم 61 من بحوث المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ص 53.

² علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ يقصد بالكثرة على رأي الدكتور حسين حامد حسان ما زاد عن الـ50%، أما الغلبة هي ما يقرب من الكل كالـ80% والـ90%، حسين حامد حسان، مكونات الأسهم وأثرها على تداولها، بحث مقدم لندوة البركة العشرين للاقتصاد الإسلامي، من 3 إلى 5 ربيع الآخر 1422هـ، كوالالامبور، ماليزيا، ص 43.

⁴ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

⁵ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/17م): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

⁶ المعيار الشرعي رقم (21) بعنوان: الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 584.

⁷ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، تحديد نسبة 50% على مصطلح الغالب تعليق ل: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، القضايا المتبقية في الصكوك من الناحيتين الفقهية والاقتصادية، بحث مقدم لمؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية والعشرون من 15 إلى 19 محرم 1435هـ الموافق من 18 إلى 22 نوفمبر 2013م، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009م، ص 1654.

⁷ معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص 20.

الفرع الثاني: الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية.

يرى أصحاب هذا الاتجاه أن الصكوك الإسلامية عند بدء النشاط إذا تحولت إلى خليط من الأعيان والمنافع والخدمات والحقوق والديون والنقود وكان غالبها نقوداً أو ديوناً، فإن تداولها لا يخضع لأحكام الصرف أو أحكام الدين (حسب الحالة)، وذلك أنهم نظروا لقاعدة الأصالة والتبعية، ويقصد بالأصالة "ما كان الشيء بذاته هو المقصود الأساس في العقد"، أما التبعية فيقصد بها "كون الشيء مرتبطاً بغيره"¹، ففي مبدأ الأصالة تكون النية خاصةً بأساس العقد لوحده، أما في التبعية فالنية تكون خاصةً بأساس العقد وملحقاته²، بحيث يكون مالك الصك اشترى هذه الورقة باعتبارها أداة استثمارية تمثل أعيان ومنافع وخدمات دون النظر إلى ما ستؤول إليه من نقود وديون، وعليه فإن الديون والنقود هنا هي تابعة وليست أصيلة.

ويرجع الترجيح في القضية للهيئة الشرعية الخاصة بالأسواق المالية، فجل القوانين الصادرة المنظمة لعملية التصكيك نصت بضرورة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ولم تلزم الجهة المصدرة بقرارات المجمع أو معايير هيئة المحاسبة، وبالتالي إما الالتزام بما قرره المجمع أو الهيئة (أو كليهما في المواضيع المتفق عليها)، أو الاجتهاد كما فعلت به الهيئة الشرعية لسوق دبي المالي. ولعل الأرجح في الأمر هو الاجتهاد تجنباً للوقوع في المحذور، خاصة وأن بعض الباحثين انتقدوا اعتماد الهيئة على مبدأ الثلث قياساً على الوصية.

المطلب الرابع: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل أعياناً أو منافعاً أو خدمات.

بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط³ الاستثماري الذي أصدرت من أجله، فإن حصيلة الاكتتاب لم يبقى في شكل نقود وإنما أصبحت تشكل أعياناً ومنافعاً وخدمات، ويجوز هنا تداول هذه الصكوك بنقود معجلة سواء كان ذلك بأقل من قيمتها السوقية أو أكثر أو مساوية، ولا حرج أيضاً في أن يشتري المساهم الجديد حصة المساهم الخارج فهي من قبيل بيع الأعيان بالنقود المعجلة والمسالمة لا تنطوي على شبهة الربا أو الغرر⁴.

¹ أحمد محمد أحمد كليب، مرجع سبق ذكره، ص 102.

² ينظر في موضوع التبعية إلى: الموسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، ج 10، د.ط، الكويت، د.ت، ص 93-100.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

⁴ عجيل النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، بحث مقدم للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

وهذا ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي حيث نص على أنه: "إذا تمخضت موجودات الورقة المالية للأعيان أو المنافع أو الحقوق، فيجوز التداول بالسعر المتفق عليه"¹، أما هيئة المحاسبة والمراجعة فنصت أيضاً أنه: "يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط"².

وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تداول³:

1. صكوك المشاركة باعتبارها تمثل حصة في أصل منتج؛
2. صكوك المضاربة التي تمثل حصة في مشروع معين؛
3. صكوك الوكالة في الاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في المنافع والأعيان؛
4. صكوك المرابحة بعد شراء بضاعة المرابحة وقبل تسليمها للمشتري؛
5. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها، لأنها تمثل حصة في ملكية أصل معين بذاته؛
6. صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجازة تلك الأعيان فقط؛
7. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة بعد تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
8. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازتها؛
9. صكوك الاستصناع إذا تحولت فيها النقود إلى أعيان مملوكة لمالكي الصكوك خلال مدة الاستصناع؛

¹ قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/17م): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

10. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض؛

11. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل بشرط بُدُو صلاح الزرع أو الثمر؛

12. صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض أو من الملتزمين بالغرس.

هذا وقد ذكر رفيق المصري أن كل هذه الأمور (الحالات الأربعة لضوابط التداول) تعقيدات ما أنزل الله بها من سلطان، بل يمكن أن يستعاض عنها بمنع التداول خلال الفترة الأولى (السنة الأولى) للمشروع والفترة الأخيرة منه بافتراض وجود موجودات مختلطة في فترة عمل المشروع لا حاجة للتعرض لأوزانها النسبية¹. والراجح في المسألة ما سبق من تفصيل ولا بد لكل طرف مشارك في عملية التصكيك، أن يكون على دراية بهذه الضوابط قبل أن يقبل على التداول، أو أن يأخذ رأي هيئة الرقابة الشرعية. والأمر ليس بالسهل خاصة على صعيد الجانب التكنولوجي فلا بد لأجهزة البورصة أن تستوعب هذه الحالات.

¹ رفيق يونس المصري، مراجعة علمية لكتاب صكوك الإجارة (رسالة ماجستير في الفقه والقانون تأليف حامد ميرة)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، م 23، ع 1، 2010م، ص 117.

المبحث الثالث: توزيع الأرباح وإطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه الشرعية

من بين أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية طبيعة العائد المنتظر، فعلى عكس مالك السند الذي يوزع عليه عائد ربوي ثابت فإن مالك الصك قد يتحمل خسارة وقد يوزع عليه ربح حسب سياسة التوزيع التي يتبناها مصدر الصك. وبعد انتهاء مدة المشروع فما يبقى لمالك الصك إلا إطفاء ما يملكه ورَدُّ الصكوك المكتتب فيها إلى مصدرها وفق أحكام شرعية تضبط هذه العملية، وفي هذه المسألة تفصيل نتناوله في المطالب التالية:

المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.

المطلب الثاني: إطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه.

المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.

يحتمل المشروع الاستثماري الذي صككت موجوداته نهاية كل دورة مالية ربحاً أو خسارة، أو خلال الدورة نفسها قد تكون الخسارة وقد يحدث ربح يجبر هذه الخسارة وزيادة، ومالك الصك استناداً لقاعدة الغنم بالغرم قد يستحق الربح أو الربح - كصكوك الإجارة - كما قد يتحمل الخسارة، ولا بد أن تتضمن نشرة الإصدار توضيحاً لطريقة توزيع الأرباح وتحمل الخسائر لمنع الجهالة والنزاع، إلى جانب أوقات التوزيع فلا بد أن يكون الربح مشاعاً معلوماً والخسارة على أرباب المال بقدر حصتهم في المشروع، خاصة وأن توزيع الأرباح يخضع لعدة اعتبارات كعمر الصك وحجم المشروع*، إضافة لما سبق لا بد أيضاً من ذكر حالات التعثر الممكن حدوثها. كما أن دراسة الجدوى تتضمن تقدير الربح أو العائد المتوقع من وراء هذا الاستثمار، وهذا التقدير لا يعني بالضرورة الوصول إليه.

الفرع الأول: توزيع الأرباح.

تتسم طبيعة نشاط الصكوك الإسلامية بالجماعي نظراً لاشتراك عدد كبير من المساهمين فيها من مالكي الصكوك، وتقوم الجهة المصدرة بتوزيع الأرباح (العوائد) بشكل دوري بإحدى الطريقتين التاليتين:

أولاً: توزيع الربح تحت الحساب.

توزع الأرباح هنا تحت الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للمشروع، فتعدل التوزيعات حينئذ وفقاً للنتائج الفعلية المتحققة¹. أي أنه ينظر للأرباح الكاملة للمشروع مقارنة بما تم توزيعه، فلو حقق المشروع أرباحاً تعادل ما وزع فلن يكون لمالكي الصكوك ربح في نهاية المشروع، ولو كان الربح أكبر مما وزع عليهم فإنهم يستحقون الفرق، أما لو كانت النتيجة الإجمالية للمشروع خسارة فإنهم ملزمون بتأدية الفارق ويعتبر ديناً في ذمتهم، والمتأثر الكبير بالنتيجة هو مالك الصك الأخير.

* إذا كان حجم المشروع كبير لا يعقل أن يتم إجراء عملية تنضيف حكمي كل سنة، أو كل سداسي، خاصة وأن العملية تتطلب مدة قد تصل إلى 3 أشهر.

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 651.

وقد صدرت فتوى بهذا الخصوص في ندوة البركة السادسة مفادها أنه: "لا مانع شرعاً من التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة ثابتة من رأسمال المضاربة على حساب الأرباح على أن تتم التسوية والسداد لاحقاً مع التزام البنك بتحمل الخسارة إذا وقعت"¹.

أما مجمع الفقه الإسلامي الدولي فقد أقر هذا المبدأ في دورته الرابعة حين نص على أنه: "يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتضييض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يُدرُّ إيراداً أو غلةً فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التضييض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب"².

ثانياً: توزيع الربح بشكل نهائي.

ذكرنا سابقاً أن نشرة الإصدار لابد أن تحتوي على كل المعلومات المفصلة حول الأرباح التي من شأنها تجنب الوقوع في الجهالة، ويجب أن يذكر في نشرة الإصدار معدل الربح المتوقع المحسوب على أساس دراسة الجدوى، وقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة بهذا الخصوص إلى أنه يسوغ لمدير المشروع أن يأخذ ما زاد عن الربح المتوقع كحافز له³.

وفي رأي الباحث أنه يجب أن يكون هذا الحافز للسنة الأولى فقط على أساس الجعالة، لأنه لو أُخذ بهذا الأمر سنوياً فإن نسبة الربح قد تكون ثابتةً وتؤول بذلك العملية من صكوك إلى سندات. ويتم توزيع الربح على مالكي الصكوك بشكل نهائي دورياً بحيث تعتبر نتائج هذه الدورات المالية مستقلة عن الدورات اللاحقة، وبذلك يكون لكل دورة حساباتها المالية المستقلة بها، ويستقر الربح في ملك صاحبه⁴. ويقصد هنا الربح النهائي المتحقق كل دورة مالية (ثلاثية، نصف سنوية،

¹ فتوى رقم (9/6) بشأن: عقود المضاربة والمشاركة مع التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة من رأس المال على الحساب، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة السادسة للاقتصاد الإسلامي، من 5 إلى 9 شعبان 1410هـ الموافق من 2 إلى 6 مارس 1990م، الجزائر، ص 92.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

³ المعيار الشرعي رقم (40) بعنوان: توزيع الربح في الحسابات الاستثمارية على أساس المضاربة، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 1016.

⁴ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سبق ذكره، ص 652.

سنوية، ...)، وهذه الطريقة قد تعتبر أنجع من سابقتها لأنها تكون منفصلة عن انتهاء المشروع خاصة لو كانت مدته طويلة.

وهنا تواجه هذه المشروعات مشكلة فقهية تتعلق بالربح، لأن شرط استقرار الربح في ملك صاحبه هو تصفية المضاربة واستعادة رأس مالها، وللخروج من هذا الإشكال يتم تقييم المشروع عن طريق التتضيض الحكمي كبديل للتتضيض الفعلي (تسييل الموجودات) وبالتالي يمكن معرفة الربح الكامل كما لو تمت تصفية المشروع حقيقة¹.

كما أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي هذا بنصه على: "أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح، إما بالتتضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد على رأس المال عند التتضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين مالكي الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد"².

إلى جانب هذا صدرت فتوى ندوة البركة مفادها أن: "للتتضيض الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة العقد حكم التتضيض الفعلي للموجودات، شريطة أن يتم التقويم وفقاً للمعايير المحاسبية المتاحة، ويجوز شرعاً توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم"³.

وعادة ما يتم توزيع أرباح الصكوك حسب ما تم الاتفاق عليه في نشرة الإصدار، إما بشكل سنوي، أو نصف سنوي، وتختلف طبيعة الأرباح الموزعة حسب كل صك، فمثلاً أرباح صكوك المضاربة والمشاركة تكون حسب نسبة الأرباح الناتجة من المشروع الاستثماري، أما أرباح صكوك المرابحة فتكون حسب نسبة المبيعات بعد اقتطاع تكلفة البضاعة، وفيما يخص صكوك الإجارة فأرباحها تكون ثابتة لأنها تمثل قيمة الأجرة.

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سبق ذكره، ص 652.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

³ فتوى رقم (2/8) بشأن: التتضيض الحكمي بطريق التقويم الدوري بغرض توزيع الأرباح أو تحديد أسعار تداول الوحدات، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة التامة للاقتصاد الإسلامي، الحلقة الفقهية الثانية للقضايا المصرفية المعاصرة، 8 و9 رمضان 1413هـ الموافق 1 و2 مارس 1993م، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 134، "بتصرف".

من خلال الشكل السابق يتضح أن أغلب الصكوك تزايد حجم إصدارها حسب النوع/الهيكلية وهذا دليل أنه لم يقتصر على نوع واحد أو أنواع قليلة، بل شملت الزيادة كل الأنواع باستثناء صكوك الاستصناع والصكوك القابلة للتحويل التي تراجعت قيمة إصدارها بعد الأزمة.

كما تميزت صكوك الوكالة بالاستثمار، وصكوك المرابحة، وصكوك الإجارة بالزيادات الكبرى بعد الأزمة، خاصة صكوك المرابحة. أما الصكوك القائمة على المشاركات (صكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وصكوك الوكالة بالاستثمار) فقد بلغت نسبتها مجتمعة حوالي 24%.

المبحث الثاني: التشريعات القانونية للصكوك الإسلامية

دخل بعض الدول الإسلامية وغير الإسلامية مرحلة السباق في إعداد قوانين لإصدار الصكوك والتي كان بعضها استنساخاً لقوانين السندات، فشهدت الساحة أزيد عن عشرة تشريعات قانونية، منها من كان عبارة عن قوانين خاصة ومنفردة¹ كحالة الأردن ومصر وتونس وأندونيسيا والسودان، ومنها من كان فصلاً من قانون كحالة الكويت²، ومنها من كان عبارة عن أنظمة ومعايير ومشاريع تنفيذية³ كحالة كل من فرنسا، وقطر، ودبي، وماليزيا، وسلطنة عمان.

ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى أربعة تشريعات نقدمها في المطالب التالية:

المطلب الأول: القوانين الصادرة في الأردن.

المطلب الثاني: القانون الصادر في تونس.

المطلب الثالث: القانون الصادر في مصر.

المطلب الرابع: القانون الصادر في دبي.

المطلب الخامس: مقارنة بين القوانين الخمسة.

¹ القانون رقم 10 لسنة 1981م حول سندات المقارضة في الأردن، والقانون رقم 30 الصادر سنة 2012م الذي ألغى القانون السابق، والقانون رقم 10 الصادر سنة 2013م في مصر، والقانون عدد 30 الصادر سنة 2013م في تونس، وقانون الأوراق المالية الشرعية السيادية رقم 19 الصادر سنة 2008م في إندونيسيا، وقانون صكوك التمويل لسنة 1995م في السودان.

² الفصل السادس في قانون الشركات رقم 12 الصادر سنة 2012م والمعدل سنة 2013م في الكويت.

³ القواعد المطبقة على صكوك الاستثمار في فرنسا الصادر بتاريخ 23 جويلية 2010م، ونظام طرح وإدراج الأوراق المالية ونظام طرح وإدراج الأوراق المالية في السوق الثانوية لهيئة قطر للأسواق المالية الصادر في نوفمبر 2010م، ومعيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك الذي يُعد بمثابة معيار شرعي خاص بالسوق فقط والذي أُصدر بتاريخ 2 أفريل 2014م، والنظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا الصادر في 28 أوت 2014م، واللائحة التنفيذية للصكوك في سلطنة عُمان الذي أُعدّ في جانفي 2013م.

المطلب الأول: القوانين الصادرة في الأردن.

كانت الأردن السباق في إعداد القوانين الخاصة بالصكوك حين أصدرت القانون رقم 10 لسنة 1981م حول سندات المقارضة، غير أنها ألغته سنة 2012م بإصدار قانونها رقم 30. ومن خلال هذا المطلب سيتم عرض أبرز ما جاء في القانونين.

الفرع الأول: القانون رقم 10 لسنة 1981م حول سندات المقارضة في الأردن.

يُعد قانون سندات المقارضة* الأردني الأول عالمياً على مستوى التشريعات القانونية الصادرة لتنظيم عملية التصكيك وذلك سنة 1981م وقد تضمن 23 مادة، ومن بين النقاط التي تطرق لها القانون¹:

1. تحديد نسبة معينة فقط من أرباح المشروع لتوزع على مالكي السندات، بين إطفاء السندات والأرباح المستحقة لمالكي السندات (المادة 2-ب)، وهنا يوجد بعض الغموض نوعاً ما إذ لم يحدد ما إذا كان المقصود بهذه النسبة هو النسبة التي توزع على مالكي السندات فيما تكون النسبة الباقية للمضارب، أو أن الربح يخضع لعملية توزيع جزئي والباقي يُدَوَّر للسنة الموالية لاستكمال عملية المضاربة، والأرجح هو الاحتمال الثاني لأن عملية المضاربة تخضع للتضيض الحكمي لمعرفة صافي الربح وبالتالي تحديد نسبة معينة كأن يوزع 5% من الأرباح المتوقعة، كما أن العملية مستمرة والربح الحقيقي يتحدد في نهاية المضاربة؛

2. القانون موجه فقط للهيئات الحكومية (المادة 3)، دون القطاع الخاص وقد يعزى ذلك لحدائثة هذه التجربة؛

3. تخضع نشرة الإصدار للمصادقة من طرف مجلس الوزراء (المادة 8-ج)؛

* في هذا القانون يُقصد بالسندات إذا سميت بهذا الاسم سندات المقارضة وليس السندات الربوية.
¹ قانون مؤقت (رقم 10 لسنة 1981م)، نشر في الصفحة (306) من العدد (2992) من الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية، رئاسة الوزراء، مديرية الجريدة الرسمية، بتاريخ (الاثنين 11 جمادى الأولى 1401هـ الموافق 16 آذار/مارس 1981م).

4. تتكون لجنة الإصدار من 5 أعضاء دائمين من القطاع العام وعضوين مؤقتين من القطاع الخاص (المادة 8-أ)، كما أن القانون لم يحدد هنا المواصفات العلمية للأعضاء باستثناء أحد أعضاء القطاع العام المتمثل في وكيل من وزارة الأوقاف الذي يتميز بالجانب الفقهي عن بقية الأعضاء؛
 5. يحدد مجلس الوزراء لجنة مكونة من 5 أعضاء لم تحدد مواصفاتهم المهنية أو العلمية وذلك للإشراف على تنفيذ المشروع، باستثناء أحد الأعضاء المتمثل في ممثل الحافظ الأمين (المادة 21-أ)، وهنا أيضاً يوجه لهذا القانون انتقاد حول عدم اشتراط الخبرة في فقه المعاملات المالية أو الاقتصاد الإسلامي في هؤلاء الأعضاء؛
 6. عدم المرونة في شروط الإصدار كما جاء في المادة التاسعة التي لا تجيز تغيير هذه الشروط (المادة 9)؛
 7. التداول حسب أحكام قانون سوق عمّان المالي وأنظمته وتعليماته (المادة 18)، دون الإشارة إلى الالتزام بالأحكام الشرعية لضوابط التداول؛
 8. عدم خضوع أرباح سندات المقارضة لضريبة الدخل (المادة 10)، وهذا أمر إيجابي في صالح حملة السندات والمُصدر؛
 9. التطرق لعدة جوانب كالضمانات الحكومية، وشروط الاكتتاب،... إلخ (المواد 12، 15).
- إلى جانب ما سبق فالقانون لم يتطرق نهائياً إلى الجوانب الشرعية الخاصة بالعقد ولم يشر إليها، وهذا قد يرجع لكون القانون أصلاً مبني على عقد المقارضة (المضاربة) الشرعية، إلى جانب عدم التطرق للقضايا الشرعية الخاصة بالإصدار والتداول والإطفاء. كما أن القانون لم يتطرق لوجود هيئة رقابة شرعية سواءً على مستوى الأسواق المالية أو اشتراطها على مستوى الشركة المُصدرة للصكوك.

الفرع الثاني: القانون رقم 30 الصادر سنة 2012م في الأردن.

أصدر هذا القانون تحت مسمى "قانون صكوك التمويل الإسلامي لسنة 2012م"¹، وبموجب المادة 24 منه تم إلغاء قانون سندات المقارضة رقم 10 لسنة 1981م، وقد احتوى القانون على 25 مادة تضمنت مختلف التوجيهات القانونية الخاصة بالعمليات على الصكوك الإسلامية، ومن بين أهم النقاط التي تطرق لها القانون ما يلي:

1. يعين في مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية 4 خبراء اقتصاديين وماليين في الاقتصاد الإسلامي، ويتولى هذا المجلس رسم السياسة العامة لإصدار الصكوك ومتطلبات الإفصاح في نشرة الإصدار وكذا الموافقة عليها (المادة 3)، ويحل هذا المجلس محل لجنة الإصدار في القانون الملغى والإضافة هنا هي تحديد المواصفات العلمية للأعضاء؛

2. تعيين هيئة الرقابة الشرعية المركزية من 5 أعضاء من علماء فقه المعاملات ذوي الخبرة في التمويل الإسلامي، ويشارك في اجتماعاتها ثلاثة من ذوي الخبرة العملية في الأوراق المالية، وتضمنت المواد المتعلقة بالهيئة توضيح مهامها وصلاحياتها وتحديد مكافآتها،... إلخ (المادة من 4 إلى 7)، وتعد هذه الهيئة إضافة في القانون مقارنة بالقانون الملغى، خاصة وأن هناك تحديداً دقيقاً للأعضاء بوصفهم علماء؛

3. مجموعة العقود الشرعية التي تصدر على أساسها صكوك التمويل الإسلامي (المادة 8)، وهنا قد تم تحديد أنواع العقود التي تُصدر على أساسها الصكوك، وذلك لأن هذا القانون أوسع في تطبيقاته من القانون الملغى الذي استند على صكوك المضاربة فقط (سندات المقارضة)، كما أضيفت عبارة "أي عقد آخر تجيزه الهيئة" وهي خاصة بأي مستجدات من الصكوك المبتكرة، مثل الصكوك الهجينة، والصكوك القابلة للإسترداد أو القابلة للتحويل؛

4. يشترط لإصدار الصكوك موافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية بعد إجازتها من هيئة الرقابة الشرعية المركزية (المادة 8)؛

¹ قانون (رقم 30 لسنة 2012م)، نشر في الصفحة (4244) من العدد (5179) من الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية، بتاريخ (الأربعاء 3 ذو القعدة 1433هـ الموافق 19 أيلول/سبتمبر 2012م).

5. قابلية تداول صكوك التمويل الإسلامي في السوق المالي (البورصة)، والنسبة المستحقة من العائد لمالكي الصكوك وفقاً لنشرة الإصدار (المادة 9) التي نصت صراحةً على الالتزام بالضوابط الشرعية؛

6. جواز إنشاء شركة ذات غرض خاص تمتلك الموجودات أو المنافع أو الحقوق التي تُصدّر مقابلها الصكوك، وإدارة المشروع، ومتابعة توزيع العائد على حملة الصكوك، مع إعفائها من جميع رسوم تسجيل الشركات وترخيصها وبعض الإعفاءات الأخرى، وكذا شروط الاستفادة من هذه الإعفاءات (المواد 10، 20، 21)، ويُعد إنشاء الشركة إضافة في هذا القانون مقارنة بالقانون الملغى؛

7. يحق لمختلف الجهات الحكومية والخاصة إصدار صكوك التمويل الإسلامي، كالحكومة وتسمى إصداراتها صكوكاً حكوميةً (في المادة 18-أ)، والبنوك الإسلامية، والشركات التي تقدم خدمات التمويل الإسلامي، والشركات والمؤسسات الأخرى بعد موافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية... إلخ (المادة 11)، وعلى عكس القانون الملغى الذي كان موجهاً حصراً للجهات الحكومية دون أي جهة أخرى؛

8. الشروط الواجب توفرها في المشروع الذي تُصدّر صكوك التمويل الإسلامي لتمويله أو تسويله، وأهمها أن يكون مدرراً للدخل، ومستقلاً عن مشاريع الجهة المُصدرة، واستقلالية الحسابات المالية،... إلخ (المادة 13)؛

9. متطلبات الإفصاح في نشرة الإصدار، وأهمها النص على الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها، ونسب توزيع العوائد المتوقعة من المشروع (المادة 14)، إلى جانب أن النشرة تخضع لموافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية (المادة 19-أ)، وهنا يوجد بعض الاختلاف عن ما ورد بهذا الصدد في القانون الملغى، حيث أن القانون الجديد نص صراحةً بأن الأرباح متوقعة وهذا أيضاً يجعل المادة غامضة إذ أن هناك أنواع من الصكوك كصكوك الإجارة تكون فيها الأجرة محددة وبالتالي فإن الأرباح فيها لا تكون متوقعة، إلى جانب أن نشرة الإصدار في القانون الجديد تتميز بنوع من سرعة التنفيذ، حيث أنها لا تخضع لموافقة مجلس الوزراء كما ورد في القانون الملغى، كما أن الشروط في النشرة مرنة ويمكن تغييرها (حسب القانون الجديد وتعليمات إصدار الصكوك لسنة 2013م)؛

10. تشكيل هيئة لمالكي الصكوك تتولى تمثيلهم ومتابعة مصالحهم لدى جميع الجهات ذات العلاقة (المادة 16)، وهي إضافة مهمة في القانون؛

11. الإشارة إلى مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية في ما يخص عملية تسجيل نشرة الإصدار وإنفاذها، وعملية تسجيل الصكوك وإيداعها، وعملية إدراج الصكوك وتداولها في السوق المالي،... إلخ (المادة 19)، وكذا فيما يخص تطبيق أحكام قانون الأوراق المالية بالمشروع المراد تمويله أو تسييله (المادة 22-ج)؛

12. إعفاء جميع معاملات صكوك التمويل الإسلامي من جميع الرسوم والضرائب، وكذا الأرباح الناشئة عنها (المادة 20)، وهذا يصب في مصلحة مُصدر الصك وحامله وكذلك يُحفّز على عملية الاكتتاب في الصكوك؛

13. التأكيد على مشاركة مالك الصك في الغنم والغرم بحسب نوع الصك وصيغته (المادة 14-هـ)، وتأسيس صندوق لمواجهة مخاطر الاستثمار في المشروع (المادة 22-ب)، كما تقوم به البنوك الإسلامية حالياً؛

14. بموجب القانون تم إعداد مجموعة من الأنظمة اللازمة لتنفيذ أحكام هذا القانون، والمتمثلة في:

أ. نظام عقود صكوك التمويل الإسلامي¹: يتضمن تعاريف لأنواع الصكوك الممكن إصدارها كصكوك المضاربة، وصكوك الإجارة، وصكوك بيع حق المنفعة،... إلخ، كما تضمن الحكم الشرعي لبعض القضايا كعملية التداول، وضمان قيمة الصك أو أرباحه، وضمان الطرف الثالث، وقضايا أخرى متعلقة بالربح، والوعد الملزم لإطفاء الصكوك.

ب. نظام الشركة ذات الغرض الخاص²: وهذا النظام خاص بشكل الشركة ذات الغرض الخاص، وكيفية إنشائها، وتسجيلها، وتحديد رأس مالها، ومجلس إدارتها، وقضايا أخرى. إلا أن أهم ما يلفت النظر في هذا النظام والذي ورد في المادة (5) الفقرة (أ) هو اشتراط أن يكون للشركة ذات الغرض

¹ نظام (رقم 45 لسنة 2014م)، نشر في الصفحة (2499) من العدد (5281) من الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية، بتاريخ (الأربعاء 16 جمادى الآخرة 1435هـ الموافق 16 نيسان/أفريل 2014م).

² نظام (رقم 44 لسنة 2014م)، نشر في الصفحة (2493) من العدد (5281) من الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية.

الخاص مقرراً فعلياً في المملكة الأردنية الهاشمية، كون أن أغلب الشركات ذات الغرض الخاص تنشأ في جزر تتمتع بإعفاءات ضريبية، مثل جزر كايمان في الكاريبي، وجزيرة جيرسي بين فرنسا وبريطانيا، وجزيرة لابوان في ماليزيا.

15. بموجب القانون تم طرح مجموعة من التعليمات صادرة استناداً لأحكام قانون صكوك التمويل الإسلامي، والمتمثلة في¹:

أ. **تعليمات إصدار الصكوك لسنة 2013**: والتي تتضمن متطلبات تسجيل الصكوك وإصدارها، ومتطلبات إعداد نشرة الإصدار والتغيرات التي تطرأ عليها، وكذا تحديد فترة الاكتتاب، وطريقته، إلى جانب التطرق لقضايا أخرى كتعيين أمين إصدار ومدقق حسابات... إلخ، وبناءً على هذه التعليمات صدرت أيضاً "تعليمات نشرة الصكوك لسنة 2013" وهي عبارة عن نموذج نشرة إصدار صكوك تمويل إسلامي، تُعدُّ ملحقاً لتعليمات إصدار الصكوك لسنة 2013م، إلى جانب "أسس وشروط اعتماد مستشار شرعي أو لجنة شرعية" التي تتضمن المواصفات العلمية والعملية لكل منهما.

ب. **تعليمات إدراج صكوك التمويل الإسلامي في بورصة عمان**: وتتضمن شروط الإدراج، والملفات المطلوبة لذلك، ومتطلبات الإفصاح للجهة المُصدرة، والحالات التي يُعَلَّقُ فيها التداول، ويلغى فيها الإدراج،... إلخ.

ج. **تعليمات تداول الصكوك لسنة 2013**: يتضمن شروط التداول، ومهام الوسيط والمدير التنفيذي، إلى جانب قضايا أخرى متعلقة بالعمليات في البورصة بهذا الصدد.

د. **تعليمات هيئة مالكي صكوك التمويل الإسلامي لسنة 2013**: وهذه الهيئة مكونة من أشخاص منتخبين لتمثيل حملة الصكوك ومتابعة مصالحهم أما الجهات ذات العلاقة، وتتضمن التعليمات كيفية تشكيل الهيئة ومتطلبات أعضائها، وكيفية تعيين أمين للإصدار، ومهام الهيئة ورئيسها، مهام أمين السر،... إلخ.

¹ متوفر على موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية على الرابط التالي: (تاريخ الإطلاع: 2015/06/11) http://www.jsc.gov.jo/Public/Arabic.aspx?Site_ID=2&Page_ID=2848

هـ. تعليمات تسجيل وإيداع الصكوك وتسويتها: تتضمن تعليمات تسجيل الصكوك وإيداعها وتسويتها في مركز إيداع الأوراق المالية.

المطلب الثاني: القانون الصادر في تونس.

القانون عدد 30 الصادرة سنة 2013م في تونس والذي أُرخ في 30 جويلية 2013م¹ وقسم إلى خمسة أبواب واحتوى بالمجمل على 29 فصل (مادة):

1. الباب الأول تضمن الأحكام العامة وأهم ما تمت الإشارة إليه أن الإصدارات تتم في إطار عقد وفق المعايير الشرعية وعلى أساس قاعد الغنم بالغرم في الفصل الأول، ولم يوضّح ما المقصود بالمعايير الشرعية، هل هي معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أو معايير شرعية أخرى. كما تم الإشارة إلى الفصل الأول من القانون عدد 35 لسنة 2000م المتعلق بإرساء السندات غير المادية وذلك لاعتبار أن الصكوك أوراقاً مالية ولم يتضمن قانون الصكوك مواد خاصة بهذا الصدد.

2. الباب الثاني تضمن شروط الإصدار وأشار إلى وثيقة الإصدار (أو ما يعرف بنشرة الإصدار) في الفصل الثامن والتي تتضمن من بين بياناتها شروط تداول الصكوك واستردادها تبعاً لأحكام العقد أو العقود التي تنظمها، وكذا كيفية وشروط عملية الإطفاء.

3. الباب الثالث تضمن الصندوق المشترك للصكوك (أو ما يعرف بحصيلة الاكتتاب في الصكوك)، والذي أشار في الفصل 17 إلى إنشاء شركة تصرف مستقلة (المعروفة بالشركة ذات الغرض الخاص SPV) والمودع لديه والذي يُعدُّ بنكاً، كما تمت الإشارة إلى أن حامل الصك يتمتع بسلطة إقالة مسيري الشركة أو المودع لديه ولو من طرف حامل صك واحد وذلك عن طريق المحكمة.

4. الباب الرابع تضمن تسجيل الصكوك وتداولها مع الإشارة إلى أحكام القانون عدد 35 لسنة 2000م المتعلق بإرساء السندات غير المادية من ناحية تسجيل الصكوك، وهنا أيضاً لم يتضمن

¹ قانون (عدد 30 لسنة 2013م)، نشر في الصفحة (2613) من العدد (62) من الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، رئاسة الحكومة، المطبعة الرسمية للجمهورية التونسية، بتاريخ (الجمعة 24 رمضان 1434 هـ الموافق 2 أوت/آب 2013م).

قانون الصكوك فصول (مواد) بشأن تسجيل الصكوك في سوق الأوراق المالية، كما تمت الإشارة إلى الشروط الواردة في وثيقة إصدار الصكوك فيما يتعلق بتداول واسترداد الصكوك.

5. الباب الخامس تضمن هيئة الرقابة الشرعية وتعيينها سواء كانت الجهة المصدرة من جهة خاصة أو لفائدة الدولة، مع بيان مختلف مهامها، وعدد أعضائها الثلاثة على الأقل التي يشترط فيهم الخبرة في ميدان فقه المعاملات المالية، وقد يُعدُّ هذا نقطة ضعف في القانون لاستبعاد المختصين في الاقتصاد الإسلامي الذين تتوفر فيهم الخبرة الاقتصادية والمالية.

المطلب الثالث: القانون الصادر في مصر.

صدر قانون الصكوك بموجب "قانون رقم 10 لسنة 2013 بشأن إصدار قانون الصكوك" بعد أن وافق عليه مجلس الشورى، وكان مشروع الصكوك سابقاً قد لقي رفضاً من قبل مجمع البحوث الإسلامية لأنه لم يراع الأسس الشرعية في التملك، كما أنه يحمل مخاطر عديدة على الأمن القومي المصري خاصة في إمكانية رهن الموجودات التي تعود ملكيتها للدولة من قبل أجنب¹. خاصة وأن مصر تعرضت لستة تخفيضات في التصنيف الائتماني من قبل وكالة Standard & Poor's وصلت إلى C وهو إنذار خطير يضع الدولة على شفا الإفلاس.

ويتضمن القانون أربع مواد لإصداره كقانون مرفق، وتضمن قانون الصكوك 30 مادة، وفيما يلي عرض لأهم النقاط التي وردت في هذا القانون²:

1. تعريفاً بالمصطلحات الواردة في القانون كالصكوك، والصكوك الحكومية، ومدير الصكوك، والهيئة الشرعية، وضمان تغطية الاكتتاب،... إلخ (المادة 1).

¹ تقرير لقناة الجزيرة متوفر على صفحة قناة الجزيرة بموقع اليوتيوب على الرابط التالي: (تاريخ النشر: 2013/01/05م) https://www.youtube.com/watch?v=_u-ov3Y74Lk

² قانون (رقم 10 لسنة 2013م بشأن إصدار الصكوك)، نشر في الصفحة (3) من العدد (18 مكرر (ب)) من الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، رئاسة الجمهورية، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، بتاريخ (27 جمادى الآخرة 1434 هـ الموافق 7 ماي/أيار 2013م).

2. الجهات التي يُحوّل لها إصدار الصكوك كالجهاز الحكومية والجهات الخاصة وحتى المؤسسات المالية الدولية والإقليمية التي توافق عليها الهيئة العامة للرقابة المالية والبنك المركزي المصري لتمويل مشروعات في مصر (المادة 2).

3. حظر استخدام الأصول الثابتة والمنقولة المملوكة للدولة ملكية عامة أو منافعها لإصدار صكوك حكومية في مقابلها، وإنما تصدر الصكوك مقابل حق الانتفاع فقط (المادة 3)، وهذا يصب في مصلحة الدولة.

4. يتم تنظيم عمليات إدارة الصكوك الحكومية وإصداراتها الوحدة المركزية لإصدارات الصكوك الحكومية والتي تنشئها وزارة المالية، إضافة للمهام التي تقوم بها هذه الوحدة (المادة 4)، وهذه إضافة انفرد بها القانون المصري عن غيره بشأن الصكوك الحكومية.

5. إنشاء شركة ذات غرض خاص لكل إصدار (المادة 5)، مع الإشارة للمادتين 29 و30 من قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992* واللتين تضمنتا شروط منح الترخيص وحالات وقف نشاط الشركة، كما استعرضت المادة مهام الشركة ذات الغرض الخاص. ولم يتم الإشارة إلى مقر الشركة ذات الغرض الخاص كالقانون الأردني الذي أوجب أن تكون في أراضي المملكة.

6. العقود الشرعية التي تصدر على أساسها الصكوك، حيث أشارت (المادة 8) إلى أن الإصدار يكون على أساس عقد شرعي أو أكثر (أي عقود مركبة)، مع خضوع هذه الإصدارات للضوابط الشرعية التي تقرها الهيئة الشرعية، فلم يتم الإشارة إلى إلزامية تطبيق المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أو قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي مثلاً. كما استعرضت المادة نوعاً جديداً من الصكوك وهو صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية حيث يشترط ألا تقل فيه -الصندوق أو المحفظة - الأعيان والمنافع عن الثلثين عند إنشائه حتى لا يغلب عليه الدين والنقود.

* قانون أسواق المال (رقم 95 لسنة 1992م)، نشر في الصفحة (30) من العدد (25 مكرر) من الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، رئاسة الجمهورية، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، بتاريخ (22 جوان/حزيران 1992م).

7. شروط المشروع الذي تصدر الصكوك لتمويل إنشائه أو تطويره، ومن أهم هذه الشروط أن يكون داخل جمهورية مصر العربية (المادة 9)، وهذا الشرط مهم جداً كون أن حصيلة الاكتتاب ستستثمر في التنمية المحلية ولن يكون هناك تهجير لها، والصكوك الإسلامية هنا ستكون فعالة أكثر من أي حالة أخرى لأنها ستجسد أهم خصائصها سواءً على صعيد التنمية الاقتصادية أو على صعيد تطوير السوق المالي المحلي (إذا كانت قابلة للتداول).

8. تحديد القيمة الدنيا لإصدارات جميع الهيئات باستثناء الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والمتمثلة في 100 مليون جنيه مصري، والقيمة الدنيا لإصدارات الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والمتمثلة في 50 مليون جنيه مصري أو ما يعادله (المادة 10)، حيث أن الشركات المذكورة هي الوحيدة المخولة لإصدار صكوك دولية (بالعملة الأجنبية).

9. الإشارة إلى الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية طبقاً لما تقرره الهيئة الشرعية للإصدار وهذا فيما يجب أن تتضمنه نشرة الإصدار (المادة 12)، إلى جانب ضرورة إرفاق شهادة بالتصنيف الائتماني للإصدار من إحدى وكالات التصنيف المعتمدة للهيئة وهذا لبيان قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته (في بعض أنواع الصكوك). كما ورد في المادة إرفاق النشرة بفتوى تفيد أن كل ما ورد في النشرة وعقود الإصدار متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا أيضاً يخضع للهيئة الشرعية وليس لقرارات المجامع ومعايير الهيئات الدولية.

10. تحديد شروط خاصة ببعض الأنواع من الصكوك كاستخدام حصيلة الاكتتاب في صكوك السلم، ومدة صكوك المنافع والخدمات الحكومية،... إلخ (المادة 15).

11. أشار القانون إلى مراعاة المعايير الصادرة عن الجهات الدولية ذات الاختصاص بالمحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فيما يخص المعايير المحاسبية فقط وليست الشرعية التي تلتزم بها الجهة المستفيدة وبعد موافقة الهيئة الشرعية (المادة 18).

12. الشروط الواجب توفرها في أعضاء الهيئة الشرعية المركزية لإصدارات الصكوك والتي وافقت بين الفقه وأصوله والنظام الاقتصادي والمالي الإسلامي (المادة 19).

13. نقاط أخرى كتكوين جماعة مالكي الصكوك لحماية مصالح حملة الصكوك (المادة 22)، وإنشاء احتياطي تراكمي لحماية حملة الصكوك لمواجهة مخاطر الاستثمار بنسبة لا تتجاوز 5% من القيمة الاسمية للإصدار خلال مدة الصك وطرق التصرف فيه عند إطفاء الصكوك دون الإشارة لسبب اعتماد هذه النسبة (المادة 23)، والإعفاءات الضريبية التي تشمل الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التداول وتوزيعات الأرباح (المادة 24) التي تُعد بمثابة تحفيز للاكتتاب في هذه الأوراق المالية.

14. ضم القانون 6 مواد تضمنت جوانب حول المنازعات، والعقوبات في حق كل من ارتكب مخالفات تخل بهذا القانون (من المادة 25 إلى المادة 30).

بشكل عام فإن هذا القانون كانت له مزايا عن باقي القوانين خاصة في جانب العقوبات المفروضة على المُخْلِين بأحكام هذا القانون من جهة، ومن جهة أخرى التركيز على محلية المشروعات التي تموّل أو تُطوّر من حصيلة الاكتتاب.

المطلب الرابع: القانون الصادر في دبي.

وهو عبارة عن معيار أصدره سوق دبي المالي تحت مسمى "معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك" وذلك بتاريخ 2 أبريل 2014م في صيغته النهائية بعد أن طرح مسودته مطلع عام 2013م للتشاور وإبداء الرأي.

ويعد المعيار متكاملًا حيث عمدت هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي إلى دراسة معايير الصكوك الموجودة والفتاوى التي صدرت بشأنها من جهات الفتوى التي يُعتد بها لإعداد هذا المعيار¹، ويتناول المعيار تعريف الصكوك وأنواعها وأحكامها وضوابطها الشرعية ومتطلبات إدراجها، وفيما يلي أبرز الملاحظات الواردة على المعيار فيما تطرق إليه:

¹ معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص 4، متوفر على موقع سوق دبي المالي على الرابط التالي:
<http://www.dfm.ae/Documents/gen/ar/SukukStandards.pdf>

1. فرق المعيار بين صكوك الإجارة التشغيلية وصكوك الإجارة التمويلية (البند 2-2) على عكس القوانين السابقة التي لم تتطرق إلى هذا التفصيل.
2. تناول المعيار أيضاً صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية مع اشتراط نسبة لا تقل عن 10% من الأعيان والمنافع (البند 2-5) على عكس ما ورد في القانون المصري الذي اشترط في هذا النوع ألا تقل نسبة الأعيان والمنافع عن الثلثين عند إنشائه حتى لا يغلب عليه الدين والنقود.
3. تناول المعيار ترتيبات الإصدار وأوجب أن يكون لكل إصدار لجنة شرعية تتكون من 3 أعضاء على الأقل من حملة شهادة الدكتوراه في الشريعة مع امكانية أن يكون أحدهم حامل لشهادة دكتوراه في الاقتصاد والمال (البند 3-1-5) وهذا للإمام بالجوانب الشرعية للاقتصاد الإسلامي، وتتركز مهامها في المتابعة الشرعية لمختلف عمليات التصكيك.
4. متضمنات نشرة الإصدار ومن أهمها أن ترفق فتوى شرعية صادرة عن لجنة الصكوك الشرعية باعتماد هيكله الصكوك، والنص على الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، وكذا إرفاق شهادة التصنيف الائتماني للإصدار، وطريقة توزيع الأرباح المتوقعة (البند 3-2)، وتُعد شروط الإفصاح في نشرة الإصدار التي تضمنها المعيار الأكثر تفصيلاً مقارنة بما سبق من تشريعات قانونية في هذا الصدد.

المطلب الخامس: مقارنة بين القوانين الخمسة.

يمكن تلخيص المقارنة بين القوانين الخمسة من خلال الجدول الموالي الذي يبين أبرز النقاط الواجب تواجدها في كل قانون، مع التوضيح في كل قانون النقاط التي لم يتطرق إليها ❌ والنقاط التي تطرق إليها ✅.

جدول رقم (10): مقارنة بين القوانين الخمسة.

وجه المقارنة (أبرز النقاط المتطرق إليها)	القانون الأردني		القانون التونسي	القانون المصري	معيار سوق دبي
	الملغى	الجديد			
1 المخول بالإصدار	✓	✓	✓	✓	✗
2 شروط الإصدار والتداول والاطفاء	✓	✓	✓	✓	✓
3 الإعفاءات الضريبية	✓	✓	✓	✓	✓
4 مقر الشركة ذات الغرض الخاص	✗	✓	✗	✗	✗
5 حقوق المالكين	✗	✓	✓	✓	✓
6 شروط الإفصاح في نشرة الإصدار	✗	✓	✓	✓	✓
7 أنظمة خاصة	✗	✓	✗	✗	✗
8 نوع جديد من الصكوك	✗	✓	✗	✓	✓
9 توطين الاستثمار	✗	✗	✗	✓	✗
10 شروط في تفاصيل الصكوك	✗	✗	✗	✓	✓
11 تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار	✗	✓	✗	✓	✗
12 المنازعات والعقوبات	✗	✗	✗	✓	✗

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوانين التالية: القانون رقم 10 لسنة 1981م حول سندات المقارضة في الأردن، والقانون رقم 30 الصادر سنة 2012م الذي ألغى القانون السابق، والقانون رقم 10 الصادر سنة 2013م في مصر، والقانون عدد 30 الصادرة سنة 2013م في تونس، ومعيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك الذي يُعد بمثابة معيار شرعي خاص بالسوق فقط والذي أصدر بتاريخ 2 أبريل 2014م.

بشكل عام وحسب المقارنة السابقة فإن أبرز ما انفردت به القوانين المصدرة هي:

1. انفرد القانون الأردني الجديد بتوطين مقر الشركة ذات الغرض الخاص، وإصدار أنظمة خاصة إلى جانب القانون المصدر، كما يجدر الذكر بأن الأردن تحصلت على جائزة الإصدار الأول للصكوك السيادية التي أصدرتها سنة 2017م، مقدمة من طرف الوكالة اليابانية للتعاون الدولي، وذلك مقابل انضباطها بأحكام الشريعة الإسلامية.

2. إنفراد القانون المصري بمادتي المنازعات القانونية والعقوبات المفروضة.

ومن خلال الجدول السابق أيضاً يتضح أن أفضل قانون أُصدر هو القانون المصري لتطرقه إلى نقاط لم تتطرق إليه القوانين الأخرى، إلا أنه لم يكتب له التطبيق على أرض الواقع. وإذا ما تم استثناءه فإن القانون الأردني هو أفضل القوانين الخمسة وهذا ما يفسر أيضاً سبب حصوله على جائزة الإصدار الأول لسنة 2017م.

المبحث الثالث: دراسة ميدانية حول آراء خبراء المالية الإسلامية

يتضمن المبحث الثالث دراسة إحصائية لاستطلاع رأي مجموعة من خبراء المالية الإسلامية والباحثين فيها وفق إمكانيات الباحث وقدراته، والتي يمكن توضيحها من خلال ثلاث مطالب وهي:

المطلب الأول: أسلوب التحليل الإحصائي المستخدم في الدراسة.

المطلب الثاني: تحليل نتائج الاستبيان.

المطلب الثالث: الاختبارات الإحصائية.

المطلب الأول: أسلوب التحليل الإحصائي المستخدم في الدراسة.

من خلال هذا المطلب سيتم التعريف بعينة الدراسة وماهي الخصائص التي يتميز بها والتي دفعتنا إلى اختيار هؤلاء الأشخاص، إلى جانب تحديد أسلوب جمع البيانات وأدوات التحليل الإحصائي المستعملة.

الفرع الأول: تحديد عينة الدراسة.

تتمثل عينة الدراسة في خبراء الصناعة المالية الإسلامية ممن لهم اهتمامات بحثية حول الصكوك الإسلامية، والذين تتوفر فيهم إحدى الشروط التالية المقسمة على قسمين:

أولاً: شروط الجانب العملي.

1. أن يكون عضواً في المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "أيوبي" في البحرين، وذلك باعتبار أن الهيئة تناولت جانب الصكوك الإسلامية سواءً من حيث المعيار الشرعي المخصص لها رقم 17: "صكوك الإستثمار"، أو الجوانب التي تمس الصكوك والمتوفرة في المعايير الشرعية الأخرى.

2. أن يكون عضواً في مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة التعاون الإسلامي في جدة بالمملكة العربية السعودية، وذلك لأن المجمع تناول الكثير من جوانب الصكوك الإسلامية في أزيد من عشرة قرارات منذ سنة 1986م.

3. أن يكون عضواً في المجلس الأوروبي للافتاء والبحوث بإيرلندا، والذي تناول في بعض دوراته جوانباً لقضايا الصكوك الإسلامية منذ 2008م.

4. أن يكون رئيساً لجمعية تعنى بالمالية الإسلامية.

5. أن يكون مستشاراً شرعياً أو مالياً أو موظفاً في قطاع الصيرفة الإسلامية.

6. أن تكون له عضوية في هيئة رقابة شرعية أو هيئة تدقيق شرعي أو دار افتاء.

7. أن تكون له عضوية في لجان إعداد قوانين ولوائح الصكوك الإسلامية.

8. أن يكون قد تعامل بالصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية أو ممثلاً لشركة أصدرت الصكوك الإسلامية.

ثانياً: شروط الجانب الأكاديمي.

1. أن يكون متحصلاً على شهادة ماجستير على الأقل، وله اهتمامات بحثية حول الصكوك الإسلامية.

2. أن يكون عضو هيئة تدريس في إحدى الجامعات التي تدرس المالية الإسلامية.

3. أن يكون باحثاً في المالية الإسلامية سواءً من جانب شرعي أو من جانب اقتصادي.

وقد تم استهداف هؤلاء المستبحثين لأنهم الأقرب لمعرفة واقع صناعة الصكوك الإسلامية والمعوقات التي تصادفها لإبداء الرأي حول العديد من الجوانب المفاهيمية، والشرعية، والاقتصادية، والقانونية، كما أن استجابتهم للتعاون كانت سريعة جداً على الرغم من توزعهم على عدة بلدان في العالم.

الفرع الثاني: أسلوب جمع البيانات (الاستبيان).

تم جمع البيانات اللازمة لدراسة واقع صناعة الصكوك الإسلامية من خلال الاستبيان كأداة ثانوية وبالتالي فهي ليست محوراً أساسياً في أطروحة الدكتوراه من جهة، ومن جهة أخرى هذا الاستبيان لا يقيس الانطباع الشخصي للمستبحث وإنما يقيس رأيه باعتبار أنه خبير وله دراية واسعة بالجوانب التطبيقية للصكوك الإسلامية ومستجداتها خاصة الخبراء المهنيين.

أولاً: تصميم الاستبيان وتوزيعه.

وفيما يتعلق بتصميم الاستبيان، فقد تم الاستفادة من توجيهات وملاحظات المشرف، وتم تقسيمه إلى قسمين كما يلي:

1. العوامل الديمغرافية.

تم الاستفسار عن بعض العوامل الديمغرافية والتي تتمثل في المعلومات الشخصية لعينة الدراسة من متغيرات إسمية وكمية وتشمل: الجنس (من خلال الاسم)، والسن والتي تحول قيمه فيما بعد أثناء التحليل إلى فئات عمرية، وبلد الإقامة، والمنصب المتقصد، والخبرة المكتسبة في هذا المنصب والتي ستحول فيما بعد أثناء التحليل إلى فئات زمنية، إلى جانب الرتبة العلمية، وكلها كانت عبارات إجبارية التحرير للانتقال إلى محاور الدراسة باستثناء بلد الإقامة، حيث كانت الإجابة عليه من خلال اختيار البلد من قائمة منسدلة تضم إثنتي وعشرون (22) دولة عربية إلى جانب عبارة "غير ذلك" يتم اختيارها لكتابة اسم البلد المغاير في خانة إضافية غير إجبارية التحرير.

2. محاور الدراسة.

وشملت ستة (6) محاور، كل محور يتضمن عدة عبارات مكملة لبعضها البعض، وعبارات كل محور تعكس ما يعبر عنه المحور بشكل عام، وتم قياسه باستخدام مقياس ليكارت الثلاثي من ثلاث أوزان من 1 إلى 3، حيث يتمثل الوزن الأول (1) في "مؤيد"، والوزن الثاني (2) في "محايد"، والوزن الثالث (3) في "معارض".

وتتمثل محاور هذه الدراسة فيما يلي:

أ. **المحور المفاهيمي:** ومن خلاله سيتم دراسة أصالة الصكوك الإسلامية كمنتج مالي مبتكر، ومعرفة مدى نجاحها كبديل للسندات التقليدية، والإقبال على إصدارها. وضم المحور 8 عبارات.

ب. **المحور التنظيمي:** وضم ثماني (8) عبارات من خلال جانبين:

- **جانب الشركة ذات الغرض الخاص SPV:** سيتم من خلاله مناقشة وضعية الشركة ذات الغرض الخاص من خلال أربعة (4) عبارات.

- **جانب الملكية القانونية والملكية النفعية في هيكله الصكوك الإسلامية:** وذلك لإبراز حقيقة ملكية حملة الصكوك بين الملكية القانونية والملكية النفعية من خلال أربع (4) عبارات.

ج. **المحور الشرعي:** وضم ثمانى (8) عبارات لدراسة مدى شرعية إصدارات الصكوك الإسلامية ومدى توافقها مع ضوابط الشريعة الإسلامية، على مستوى الإصدار والتداول والإطفاء.

د. **محور المخاطر:** وضم ستة (6) عبارات سيتم من خلالها معالجة وضعية المخاطر التي تصادف الصكوك الإسلامية وحامل الصك وتكوين الاحتياطات.

هـ. **المحور الاقتصادي:** وضم تسعة (9) عبارات لمناقشة الأدوار الاقتصادية للصكوك الإسلامية على مستوى حشد المدخرات المالية، ومشاريع البنى التحتية، ومعالجة عجز الموازنة، والسوق المفتوحة، والسوق المالية الإسلامية، وغيرها...

و. **المحور القانوني:** وضم إحدى عشرة (11) عبارة نبرز من خلالها طبيعة القوانين الصادرة وما نصت عليه حول التزامها بضوابط الشريعة الإسلامية، والجوانب الأخرى المتعلقة بهيكله الصكوك المصدر.

وفي ختام الاستبيان تم إدراج فقرة لإضافة أي ملاحظة حول طبيعة الأسئلة أو تقديم إفادة حول صناعة الصكوك الإسلامية، وذلك من خلال إتاحة الفرصة لمجتمع الدراسة عن طريق فقرة مفتوحة على عكس المحاور التي ضمت خمسين (50) عبارة تتضمن خيارات مغلقة.

وقد تم إرسال الاستبيان بنموذجه الإلكتروني إلى ستين (60) شخصاً والذين يمثلون عينة الدراسة، عبر البريد الإلكتروني وتطبيق واتس أب (WhatsApp) وتم الرد من طرف خمسين (50) شخصاً، رغم الإلحاح المتواصل على الرد وتوضيح أن الإجابة على عبارات الاستبيان تكون عن طريق التأشير فقط على أوزان الاستبيان الثلاثة "مؤيد"، و"محايد"، و"معارض"، وليس بتحرير الإجابة، وقد يعزى هذا السبب إلى عدم التفريغ نظراً للإلتزامات والأنشطة الكبيرة.

بالإضافة لهذا تم نشر رابط الاستبيان عبر مجموعات متخصصة للاقتصاد الإسلامي في موقع فيسبوك ونتج عنها جمع أربعة عشر (14) إجابة* تم استبعاد إجابتين فقط لعدم تحقق الشروط الواردة سابقاً فيها. وبالمجمل فقد تم الرد من طرف خمسين (50) شخصاً**، حيث تم تسجيل عدم

* تضم هذه المجموعات بعض الخبراء الذي تم التواصل معهم بالهاتف أو الايميل والواتس أب.
** أنظر الملحق رقم (11).

الاستجابة من طرف عشرة (10) أشخاص، ولذا فقد قدرت نسبة الإستجابة ب: **83,33%**، وهي نسبة جيدة للتحليل الإحصائي.

ثانياً: صدق الاستبيان.

يقصد بصدق الاستبيان: "أن المقياس يقيس ما وضع لقياسه"¹، فقد تمّ اختبار صدق الاستبيان باستخدام مؤشر صدق المحتوى، وقد تم عرضه على مجموعة من المحكمين للحكم على مدى تمثيل محاوره المستخدمة فيه للجوانب المختلفة للمحتوى المفاهيمي والتطبيقي لتقييم صناعة الصكوك الإسلامية، حيث قام المحكمون* بإبداء ملاحظاتهم والتي كانت بشكل عام تتمثل في مدى مناسبة عبارات الاستبيان للمحور الذي تندرج تحته، ودقة الصياغة اللغوية وسلامتها، إلى جانب اقتراح عبارات اضافية مهمة، وحذف بعض العبارات الأخرى.

وبعد إجراء التعديلات المقترحة من طرف المحكمين، تم عرضها على عدد من الباحثين في مجال الصكوك لاختبار الاستبيان من ناحية وضوح عباراته، وكذا ضبط عنصر الزمن اللازم لاستجواب المفردات**.

ثالثاً: ثبات الاستبيان.

يقصد بثبات الاستبيان: "استقرار المقياس وعدم تناقضه مع نفسه، أي أن المقياس يعطي النتائج نفسها باحتمال مساوٍ لقيمة المعامل إذا أعيد تطبيقه على العينة نفسها"²، وقد تم استخدام طريقة الاتساق الداخلي بحساب معامل "ألفا كرونباخ"، الذي يعتبر مؤشراً إحصائياً دقيقاً على مدى الاعتمادية، وقد بلغت قيمته $64,9 \cong 65\%$ ***.

¹ عز حسن عبد الفتاح، مقدمة في الاحصاء الوصفي والاستدلالي باستخدام SPSS، دار خوارزم، جده، المملكة العربية السعودية، ط1، 2008م، ص 560.

* للاطلاع على قائمة المحكمين، أنظر إلى الملحق رقم (10).

** أنظر الملحق رقم (12).

² المرجع نفسه.

*** أنظر الملحق رقم (13).

الفرع الثاني: أدوات التحليل الإحصائي.

اعتمدت منهجية معالجة بيانات هذه الدراسة على ما يلي:

1. تحليل البيانات باستخدام برنامج برمجية الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS*؛
2. التكرارات x_i والنسب المئوية، لوصف بيانات عينة الدراسة المستهدف من حيث خصائصها، كما يتم استخدام التكرارات أيضاً لوصف إجابات المستبحثين في محاور الاستبيان؛
3. المتوسطات الحسابية \bar{x} ، لمعرفة درجة موافقة عينة الدراسة المستهدفة على فقرات الاستبيان، كما تم استخدام الانحراف المعياري $\sqrt{\sigma^2}$ لقياس درجة تشتت قيم استجابات عينة الدراسة المستهدفة عن المتوسط الحسابي؛
4. اعتماد مقياس ليكرت الثلاثي وذلك بغرض تحديد مستويات أوزان فقرات محاور الاستبيان (الأهمية النسبية)، وعلى أساسه حدد المدى ب: $3 - 1 = 2$ وبالتالي فإن طول الفئة المستخدمة هنا هي: $2/3$ أي حوالي 0,66 وقد حسب طول الفئة على أساس أن الأرقام: 1، 2، 3 قد حصرت فيما بينها مسافتين؛

ومما سبق فإن قيمة الوسط المرجح والأوزان المئوية تكون كما يلي:

جدول رقم (11): قيمة المتوسط المرجح ودرجات الموافقة لمحاور الاستبيان.

الدرجة الموافقة	الأوزان المئوية (%)	الرأي	الوسط المرجح
عالية	من 33,33 إلى 55,33	مؤيد	من 1 إلى 1,66
متوسطة	من 55,34 إلى 77,67	محايد	من 1,67 إلى 2,33
ضعيفة	من 77,68 إلى 100	معارض	من 2,33 إلى 3

المصدر: من إعداد الباحث.

5. معامل الارتباط r ، بين جميع المحاور وذلك لدراسة وجود علاقة بين هذه المحاور إضافة لمعرفة المحاور الأكثر ارتباطاً فيما بينها والأقل ارتباطاً، والجدول الموالي يوضح الفئات التي تنحصر فيها قيمة الارتباط ودلالته:

* SPSS: Statistical Package for Social Sciences.

جدول رقم (12): قيمة الارتباط ودلالته.

المعنى	قيمة معامل الارتباط r
ارتباط طردي تام	1+
ارتباط طردي قوي	من 0,70 إلى 0,99
ارتباط طردي متوسط	من 0,50 إلى 0,69
ارتباط طردي ضعيف	من 0,01 إلى 0,49
لا يوجد ارتباط	0
ارتباط عكسي ضعيف	من -0,49 إلى -0,01
ارتباط عكسي متوسط	من -0,50 إلى -0,69
ارتباط عكسي قوي	من -0,70 إلى -0,99
ارتباط عكسي تام	-1

المصدر: من إعداد الباحث.

6. اختبارات فرق المتوسطين (Independent Sample Test (T)، لكل محور من محاور الاستبيان بمجموع العبارات على العوامل الديمغرافية ثنائية التقسيم مثل الجنس، لمعرفة ما إذا كان هناك فروقات ذات دلالة إحصائية بين متوسطي إجابات المستبحثين تبعاً للعامل الثنائي؛

7. اختبار تحليل التباين ANOVA، لكل إجمالي محور من محاور الاستبيان على العوامل الديمغرافية ذات التقسيمات الأعلى من الثنائية كالمستوى العلمي مثلاً (ماجستير، دكتوراه، بروفييسور)، وذلك لمعرفة ما إذا كان هناك فروقات بين متوسطات إجابات المستبحثين تبعاً للعامل.

8. إجراء أحد اختبارات المقارنة Post Hoc لمعرفة مصدر الاختلاف عندما تكون قيمة اختبار ANOVA أقل من 0,05 أو مساوية لها.

الفرع الأول: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً.

بعد قفل باب الاكتتاب عادةً وجمع الحصيلة المخصصة للمشروع الاستثماري وقبل البدء في النشاط الفعلي له، فإن الصكوك الإسلامية تمثل في الوقت الراهن نقوداً، وصاحب الصك أصبح يحمل ما يمثل مساهمته في هذا المشروع من خلال صك واحد أو مجموعة من الصكوك، وكما سبق ذكره فإن له حقاً شرعياً إما لامتلاك هذه الصكوك أو بيع جزء منها أو بيعها كاملة.

وعموماً يتصور أن تكون الصكوك عبارة عن نقود في الحالات التالية والتي تمنع فيها لوائح الصكوك التداول خلالها إلا بالقيمة الاسمية وبمراعاة أحكام الصرف¹:

1. عند بداية طرح الصكوك للاكتتاب، وتسلّم الجهة المُصدرة للأموال؛
2. فترة ما بعد الاكتتاب وقبل بدء النشاط الاستثماري؛
3. في أي مرحلة تقوم فيها الشركة بالتنضيق الحقيقي لما تمثله الصكوك لتوزيع الأرباح الدورية*، أو بداية مشروع استثماري جديد**؛
4. عند نهاية المشروع وتصفيته وبيع موجوداته وتحصيل مستحقات مالكي الصكوك من ديون.

ويخضع التداول في هذه المرحلة لضوابط شرعية تتمثل في أحكام عقد الصرف لأن المبادلة هنا تكون بمثابة نقدٍ بنقد، وهذا ما نص عليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف"²، وكذا ما نصت عليه هيئة المحاسبة والمراجعة

¹ فيصل بن صالح الشمري، صكوك المضاربة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 368، عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

* وهي حالة نادرة الحصول على العموم، وسيتم توضيح هذه الفكرة أكثر في المبحث الثالث عند التطرق لتوزيع الأرباح.

** في حالة إصدار صكوك استثمارية إسلامية تتسم بالاستمرارية.

² لمزيد أنظر: قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، الدورة العشرون في وهران بالجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية من 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق من 13 إلى 18 سبتمبر 2012م، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/16): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17 (البند 1/2/5): "... أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، ..."¹، وفيما يلي الضوابط الواجب التقيد بها في هذه المرحلة.

أولاً: التقابض بين البدلين.

عند تداول الصكوك الإسلامية في هذه المرحلة لا بد من تقابض البدلين في مجلس العقد قبل الافتراق، ودليل ذلك حديث الرسول ﷺ: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"²، وكذا قوله ﷺ: "لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا منها غائباً بناجز إلا يدا بيد"³.

ثانياً: التماثل.

عند بيع الصكوك بنقد قبل بدء النشاط فإن البيع يجب أن يكون بالقيمة الاسمية للصك المكتتب فيه دون زيادة أو نقصان لكي لا تؤول العملية إلى ربا، ودليل ذلك ما تقدم من أحاديث الرسول ﷺ وقوله أيضاً ﷺ: "لا تبيعوا الدينار بالدينارين ولا الدرهم بالدرهمين"⁴، وهذا عند بيع الصكوك من جنس العملة التي تم بها الاكتتاب في الصكوك فلا بد من التماثل، أما لو بيعت بعملة أجنبية فيجوز التفاضل⁵، فلو كانت قيمة الصكوك المراد بيعها 10000 دينار جزائري والاكتتاب تم بالعملة الجزائرية، وأراد مالك الصك البيع بالدينار الجزائري وجب التماثل في البدلين، أما لو أراد البيع بعملة أجنبية كالدولار الأمريكي فلا يجب التماثل ولكن يجب تقابض البدلين قبل الافتراق.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

² حديث صحيح، مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري (ت: 261هـ)، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، د.ط، ج 3، د.ت، ص 1210، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، حديث رقم: 1587.

³ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1208، باب الربا، حديث رقم: 1584.

⁴ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1209، باب الربا، حديث رقم: 1585.

⁵ يوسف بن عبد الله الشيبلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق والودائع الاستثمارية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، د.ط، م 1، 2002م، ص 738-739، معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 304.

ثالثاً: الخلو من خيار الشرط.

إذا تم بيع الصكوك الإسلامية في هذه الفترة واشترط أحد المتعاقدين (البائع: المالك الأصلي للصك أو المشتري) خيار الشرط* فإن عقد الصرف يبطل على قول جمهور الفقهاء من المالكية والحنفية والشافعية¹، كأن يشترط أحد طرفي العقد على الأقل إعطاء مدة من الزمن للنظر في هذه العملية (شراء/بيع الصكوك) فإن هذا الشرط لا يجوز إذ يمنع من تحقق شرط التقابض².

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل ديوناً.

إذا تَمَحَّصَت موجودات الصكوك بعد بيعها ديوناً فلا بد من تطبيق أحكام التعامل بالدين، لأنه بيع دين بنقد، وهو لا يجوز باتفاق الفقهاء لاشتماله على الربا بنوعيه الفضل والنسيئة**، ومن ثم لا يجوز بيع الصكوك إلا بعد تحقق شروط بيع الدين³.

وتتمثل في ضوابط الدين المؤجل من غير المدين، وهي:

أولاً: البيع بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا⁴، فمثلاً في صكوك المرابحة عند بيع بضاعتها تتحول موجودات الصكوك إلى ديون في ذمة

* خيار الشرط: فهو أن يشترط أحد المتعاقدين أو كل منهما أن له الخيار -أي حق فسخ العقد أو إمضائه- خلال مدة معلومة. عبد الحق حميش والحسين شواط، *فقه العقود المالية*، دار البيارق، عمان، الأردن، ط 1، 2001م، ص 62.

¹ شمس الدين محمد بن محمد الحطاب الرُّعيني (ت: 954هـ)، *مواهب الجليل في شرح مختصر خليل*، دار الفكر، دم، ط 3، ج 4، 1412هـ، 1992م، ص 308، علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني (ت: 587هـ)، *بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع*، دار الكتب العلمية، دم، ط 2، ج 5، 1406هـ، 1986م، ص 219، أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني (ت: 558هـ)، *البيان في مذهب الإمام الشافعي*، تحقيق: قاسم محمد النوري، دار المناهج، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، ج 5، ص 176.

² عثمان بن علي بن محجن البارعي فخر الدين الزيلعي الحنفي (ت: 743هـ)، *تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق وحاشية الشُّلبي*، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، مصر، ط 1، 1313هـ، ج 4، ص 136.

** ربا الفضل: بيع المال الربوي بجنسه مع زيادة في أحد العوضين، ربا النسيئة: بيع المال الربوي مع تأخير بدله، ربا النسيئة في الديون: الزيادة المشترطة في القرض عند العقد أو عند حلول الأجل مقابل التأخير، أو هو الزيادة في الدين نظير التأجيل، أنظر: عبد الحق حميش والحسين شواط، مرجع سبق ذكره، ص 92-99.

³ أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، *تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية*، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 9.

⁴ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.

مشتري البضاعة وعليه يصبح حامل الصك دائناً، فلا يجوز أن يبيع صكه إلى طرف ثالث (مشتري جديد) بثمن حال (معجل) لأنه غرر وهو غير جائز على رأي الحنفية¹ والحنابلة²، أما المالكية فأجازوه بشروط³. ويجوز البيع إما بعملة أجنبية حالة، تختلف عن عملة الدين ويسعر يومها، أو بسلعة معينة، أو بمنفعة عين معينة⁴.

ثانياً: البيع بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ⁵، وقد نهى عنه الرسول ﷺ⁶، وهو بيع الرجل ديناً له على رجل بدين على رجل آخر (طرف ثالث)⁷. وصورته أن يبيع مالك الصك صكوكه إلى طرف ثالث دون قبض الثمن حالاً وإنما لأجل.

وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة أنواع الصكوك التي لا يجوز تداولها إلا بمرعاة أحكام الدين وهي⁸:

1. صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة بعد إعادة إجارتها لأن الصك هنا يصبح عبارة عن الأجرة (دين في ذمة المستأجر الثاني)؛

¹ علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، مرجع سبق ذكره، ج 6، ص 43.
² منصور بن يونس بن ادريس البهوتي (ت: 1051هـ)، شرح منتهى الإرادات: دقائق أولي النهى لشرح المنتهى، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 2000م، ص 222.
³ عبد الباقي بن يوسف بن أحمد الزرقاني المصري (ت: 1099هـ)، شرح الزرقاني على مختصر خليل، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1422هـ، 2002م، ص 88.
⁴ قرار رقم 158 (17/7) بشأن بيع الدين، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 514.
⁵ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.
⁶ حديث ضعيف، النيسابوري، محمد بن عبد الله أبو عبد الله الحاكم (ت: 405هـ)، المستدرک علی الصحیحین، تحقيق: مصطفى عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1411هـ، 1990م، ص 66، وردت درجة الحديث في كتاب ضعيف الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير للشيخ الألباني، ط 3، حديث رقم: 6061، ص 873.
⁷ أبو عبد الله الأصحبي مالك بن أنس (ت: 179هـ)، الموطأ، تحقيق: محمد مصطفى الأعظمي، مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، ج 4، 1425هـ، 2004م، ص 954.
⁸ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

2. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
 3. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين بعد إعادة إجارتها حيث يصبح الصك في هذه الفترة يمثل الأجرة وهو دين في ذمة المستأجر الثاني؛
 4. صكوك الاستصناع عندما تدفع حصيلة الاكتتاب ثمناً في استصناع موازٍ، أو عندما تسلم العين المصنعة للمستصنع؛
 5. صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري (الأمر بالشراء) لأنها تصبح ديناً في ذمة المشتري؛
 6. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل وذلك قبل بدو صلاح الزرع أو الثمر؛
- أما صكوك السلم فلا يجوز تداولها، على رأي الجمهور من الحنابلة¹ والأحناف² والشافعية³، لأن المسلم فيه لا يجوز التصرف فيه قبل قبضه بنحو بيع وشراكة ومرابحة وتولية ولو ممن هو عليه⁴.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي يغلب عليها النقود أو الديون.

هناك بعض أنواع الصكوك التي تكون في مجملها خليطاً بين المنافع والأعيان والخدمات والديون والنقود ولكن الغالب عليها نقود أو ديون وذلك بنسبة كبيرة تفوق الـ50%، وهذه الحالة محل خلاف بين المعاصرين في النظر إلى الصكوك نظراً كلية بمجموع هذا الخليط والانضباط بأحكام

¹ أبو محمد عبد الله ابن قدامة (ت: 620هـ)، المغني، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي وعبد الفتاح محمد الحلو، دار عالم الكتاب، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 3، ج 6، 1417هـ، 1997م، ص 415.

² علاء الدين أبو بكر بن مسعود الكاساني الحنفي (ت: 587هـ)، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط2، ج 12، 1406هـ، 1986م، ص 132.

³ أبو اسحاق الشيرازي (ت: 476هـ)، المهذب في فقه الإمام الشافعي، تحقيق وتعليق: محمد الزحيلي، دار القلم، دمشق، سورية، الدار الشامية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 3، 1417هـ، 1996م، ص 179.

⁴ محمد أمين بن عمر عابدين (ت: 1252هـ)، رد المحتار على الدر المختار وشرح تنوير الأبصار، تحقيق: عادل أحمد عبد الموجود وعلي محمد معوض، دار عالم الكتب، الريا، المملكة العربية السعودية، طبعة خاصة، ج 7، 1423هـ، 2003م، ص 467.

الديون إذا كانت هي الغالب، أو الانضباط بأحكام الصرف وبيع الدين إذا كانت النقود أو الديون هي الغالب من خلال قاعدتي الكثرة والغلبة¹، أو ينظر إلى كل مكون على حدة من خلال قاعدة الأصالة والتبعية².

الفرع الأول: الأخذ بقاعدتي الكثرة، والغلبة*.

يرى أصحاب هذا الاتجاه جواز تداول الصكوك الإسلامية التي يغلب عليها الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو كلها معاً، وفقاً لسعر التراضي ولو بالتفاضل بين الثمن وقيمة الحصة أو بتأجيل الثمن³. وقد ذهب إلى هذا الرأي مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول الصكوك وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع. أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية للصرف والديون"⁴.

وقد تم تحديد النسبة التي تضي على الصك ضرورة الأخذ بالضوابط الشرعية للصرف والتعامل بالديون إذا تجاوزت النقود والديون 70% (الأعيان والمنافع أقل من الثلث)⁵، أما مجمع الفقه فأقر أن العبرة بالغالب (50%)⁶، بينما حددها سوق دبي المالي بـ10%⁷.

¹ علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، بحث رقم 61 من بحوث المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، ص 53.

² علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ يقصد بالكثرة على رأي الدكتور حسين حامد حسان ما زاد عن الـ50%، أما الغلبة هي ما يقرب من الكل كالـ80% والـ90%، حسين حامد حسان، مكونات الأسهم وأثرها على تداولها، بحث مقدم لندوة البركة العشرين للاقتصاد الإسلامي، من 3 إلى 5 ربيع الآخر 1422هـ، كوالالامبور، ماليزيا، ص 43.

⁴ عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

⁵ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/17م): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

⁶ المعيار الشرعي رقم (21) بعنوان: الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 584.

⁷ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، تحديد نسبة 50% على مصطلح الغالب تعليق ل: معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، القضايا المتبقية في الصكوك من الناحيتين الفقهية والاقتصادية، بحث مقدم لمؤتمر مجلس الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الحادية والعشرون من 15 إلى 19 محرم 1435هـ الموافق من 18 إلى 22 نوفمبر 2013م، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009م، ص 1654.

⁷ معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، ص 20.

الفرع الثاني: الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية.

يرى أصحاب هذا الاتجاه أن الصكوك الإسلامية عند بدء النشاط إذا تحولت إلى خليط من الأعيان والمنافع والخدمات والحقوق والديون والنقود وكان غالبها نقوداً أو ديوناً، فإن تداولها لا يخضع لأحكام الصرف أو أحكام الدين (حسب الحالة)، وذلك أنهم نظروا لقاعدة الأصالة والتبعية، ويقصد بالأصالة "ما كان الشيء بذاته هو المقصود الأساس في العقد"، أما التبعية فيقصد بها "كون الشيء مرتبطاً بغيره"¹، ففي مبدأ الأصالة تكون النية خاصةً بأساس العقد لوحده، أما في التبعية فالنية تكون خاصةً بأساس العقد وملحقاته²، بحيث يكون مالك الصك اشترى هذه الورقة باعتبارها أداة استثمارية تمثل أعيان ومنافع وخدمات دون النظر إلى ما ستؤول إليه من نقود وديون، وعليه فإن الديون والنقود هنا هي تابعة وليست أصيلة.

ويرجع الترجيح في القضية للهيئة الشرعية الخاصة بالأسواق المالية، فجل القوانين الصادرة المنظمة لعملية التصكيك نصت بضرورة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ولم تلزم الجهة المصدرة بقرارات المجمع أو معايير هيئة المحاسبة، وبالتالي إما الالتزام بما قرره المجمع أو الهيئة (أو كليهما في المواضيع المتفق عليها)، أو الاجتهاد كما فعلت به الهيئة الشرعية لسوق دبي المالي. ولعل الأرجح في الأمر هو الاجتهاد تجنباً للوقوع في المحذور، خاصة وأن بعض الباحثين انتقدوا اعتماد الهيئة على مبدأ الثلث قياساً على الوصية.

المطلب الرابع: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل أعياناً أو منافعاً أو خدمات.

بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط³ الاستثماري الذي أصدرت من أجله، فإن حصيلة الاكتتاب لم يبقى في شكل نقود وإنما أصبحت تشكل أعياناً ومنافعاً وخدمات، ويجوز هنا تداول هذه الصكوك بنقود معجلة سواء كان ذلك بأقل من قيمتها السوقية أو أكثر أو مساوية، ولا حرج أيضاً في أن يشتري المساهم الجديد حصة المساهم الخارج فهي من قبيل بيع الأعيان بالنقود المعجلة والمسالمة لا تنطوي على شبهة الربا أو الغرر⁴.

¹ أحمد محمد أحمد كليب، مرجع سبق ذكره، ص 102.

² ينظر في موضوع التبعية إلى: الموسوعة الفقهية، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، ج 10، د.ط، الكويت، د.ت، ص 93-100.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

⁴ عجيل النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما، بحث مقدم للدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 14.

وهذا ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي حيث نص على أنه: "إذا تمخضت موجودات الورقة المالية للأعيان أو المنافع أو الحقوق، فيجوز التداول بالسعر المتفق عليه"¹، أما هيئة المحاسبة والمراجعة فنصت أيضاً أنه: "يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط"².

وقد أجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تداول³:

1. صكوك المشاركة باعتبارها تمثل حصة في أصل منتج؛
2. صكوك المضاربة التي تمثل حصة في مشروع معين؛
3. صكوك الوكالة في الاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في المنافع والأعيان؛
4. صكوك المرابحة بعد شراء بضاعة المرابحة وقبل تسليمها للمشتري؛
5. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها، لأنها تمثل حصة في ملكية أصل معين بذاته؛
6. صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجازة تلك الأعيان فقط؛
7. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة بعد تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
8. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازتها؛
9. صكوك الاستصناع إذا تحولت فيها النقود إلى أعيان مملوكة لمالكي الصكوك خلال مدة الاستصناع؛

¹ قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/17م): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

² المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

10. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك ممتلكين الأرض؛

11. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل بشرط بُدُو صلاح الزرع أو الثمر؛

12. صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان مالكو الصكوك ممتلكين للأرض أو من الملتزمين بالغرس.

هذا وقد ذكر رفيق المصري أن كل هذه الأمور (الحالات الأربعة لضوابط التداول) تعقيدات ما أنزل الله بها من سلطان، بل يمكن أن يستعاض عنها بمنع التداول خلال الفترة الأولى (السنة الأولى) للمشروع والفترة الأخيرة منه بافتراض وجود موجودات مختلطة في فترة عمل المشروع لا حاجة للتعرض لأوزانها النسبية¹. والراجح في المسألة ما سبق من تفصيل ولا بد لكل طرف مشارك في عملية التصكيك، أن يكون على دراية بهذه الضوابط قبل أن يقبل على التداول، أو أن يأخذ رأي هيئة الرقابة الشرعية. والأمر ليس بالسهل خاصة على صعيد الجانب التكنولوجي فلا بد لأجهزة البورصة أن تستوعب هذه الحالات.

¹ رفيق يونس المصري، مراجعة علمية لكتاب صكوك الإجارة (رسالة ماجستير في الفقه والقانون تأليف حامد ميرة)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، م 23، ع 1، 2010م، ص 117.

المبحث الثالث: توزيع الأرباح وإطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه الشرعية

من بين أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات الربوية طبيعة العائد المنتظر، فعلى عكس مالك السند الذي يوزع عليه عائد ربوي ثابت فإن مالك الصك قد يتحمل خسارة وقد يوزع عليه ربح حسب سياسة التوزيع التي يتبناها مصدر الصك. وبعد انتهاء مدة المشروع فما يبقى لمالك الصك إلا إطفاء ما يملكه ورَدُّ الصكوك المكتتب فيها إلى مصدرها وفق أحكام شرعية تضبط هذه العملية، وفي هذه المسألة تفصيل نتناوله في المطالب التالية:

المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.

المطلب الثاني: إطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه.

المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.

يحتمل المشروع الاستثماري الذي صككت موجوداته نهاية كل دورة مالية ربحاً أو خسارة، أو خلال الدورة نفسها قد تكون الخسارة وقد يحدث ربح يجبر هذه الخسارة وزيادة، ومالك الصك استناداً لقاعدة الغنم بالغرم قد يستحق الربح أو الربح - كصكوك الإجارة - كما قد يتحمل الخسارة، ولا بد أن تتضمن نشرة الإصدار توضيحاً لطريقة توزيع الأرباح وتحمل الخسائر لمنع الجهالة والنزاع، إلى جانب أوقات التوزيع فلا بد أن يكون الربح مشاعاً معلوماً والخسارة على أرباب المال بقدر حصتهم في المشروع، خاصة وأن توزيع الأرباح يخضع لعدة اعتبارات كعمر الصك وحجم المشروع*، إضافة لما سبق لا بد أيضاً من ذكر حالات التعثر الممكن حدوثها. كما أن دراسة الجدوى تتضمن تقدير الربح أو العائد المتوقع من وراء هذا الاستثمار، وهذا التقدير لا يعني بالضرورة الوصول إليه.

الفرع الأول: توزيع الأرباح.

تتسم طبيعة نشاط الصكوك الإسلامية بالجماعي نظراً لاشتراك عدد كبير من المساهمين فيها من مالكي الصكوك، وتقوم الجهة المصدرة بتوزيع الأرباح (العوائد) بشكل دوري بإحدى الطريقتين التاليتين:

أولاً: توزيع الربح تحت الحساب.

توزع الأرباح هنا تحت الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للمشروع، فتعدل التوزيعات حينئذ وفقاً للنتائج الفعلية المتحققة¹. أي أنه ينظر للأرباح الكاملة للمشروع مقارنة بما تم توزيعه، فلو حقق المشروع أرباحاً تعادل ما وزع فلن يكون لمالكي الصكوك ربح في نهاية المشروع، ولو كان الربح أكبر مما وزع عليهم فإنهم يستحقون الفرق، أما لو كانت النتيجة الإجمالية للمشروع خسارة فإنهم ملزمون بتأدية الفارق ويعتبر ديناً في ذمتهم، والمتأثر الكبير بالنتيجة هو مالك الصك الأخير.

* إذا كان حجم المشروع كبير لا يعقل أن يتم إجراء عملية تنضيف حكمي كل سنة، أو كل سداسي، خاصة وأن العملية تتطلب مدة قد تصل إلى 3 أشهر.

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 651.

وقد صدرت فتوى بهذا الخصوص في ندوة البركة السادسة مفادها أنه: "لا مانع شرعاً من التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة ثابتة من رأسمال المضاربة على حساب الأرباح على أن تتم التسوية والسداد لاحقاً مع التزام البنك بتحمل الخسارة إذا وقعت"¹.

أما مجمع الفقه الإسلامي الدولي فقد أقر هذا المبدأ في دورته الرابعة حين نص على أنه: "يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتضييض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يُدرُّ إيراداً أو غلةً فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التضييض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب"².

ثانياً: توزيع الربح بشكل نهائي.

ذكرنا سابقاً أن نشرة الإصدار لابد أن تحتوي على كل المعلومات المفصلة حول الأرباح التي من شأنها تجنب الوقوع في الجهالة، ويجب أن يذكر في نشرة الإصدار معدل الربح المتوقع المحسوب على أساس دراسة الجدوى، وقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة بهذا الخصوص إلى أنه يسوغ لمدير المشروع أن يأخذ ما زاد عن الربح المتوقع كحافز له³.

وفي رأي الباحث أنه يجب أن يكون هذا الحافز للسنة الأولى فقط على أساس الجعالة، لأنه لو أُخذ بهذا الأمر سنوياً فإن نسبة الربح قد تكون ثابتةً وتؤول بذلك العملية من صكوك إلى سندات. ويتم توزيع الربح على مالكي الصكوك بشكل نهائي دورياً بحيث تعتبر نتائج هذه الدورات المالية مستقلة عن الدورات اللاحقة، وبذلك يكون لكل دورة حساباتها المالية المستقلة بها، ويستقر الربح في ملك صاحبه⁴. ويقصد هنا الربح النهائي المتحقق كل دورة مالية (ثلاثية، نصف سنوية،

¹ فتوى رقم (9/6) بشأن: عقود المضاربة والمشاركة مع التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة من رأس المال على الحساب، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة السادسة للاقتصاد الإسلامي، من 5 إلى 9 شعبان 1410هـ الموافق من 2 إلى 6 مارس 1990م، الجزائر، ص 92.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

³ المعيار الشرعي رقم (40) بعنوان: توزيع الربح في الحسابات الاستثمارية على أساس المضاربة، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 1016.

⁴ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سبق ذكره، ص 652.

سنوية، ...)، وهذه الطريقة قد تعتبر أنجع من سابقتها لأنها تكون منفصلة عن انتهاء المشروع خاصة لو كانت مدته طويلة.

وهنا تواجه هذه المشروعات مشكلة فقهية تتعلق بالربح، لأن شرط استقرار الربح في ملك صاحبه هو تصفية المضاربة واستعادة رأس مالها، وللخروج من هذا الإشكال يتم تقييم المشروع عن طريق التتضيض الحكمي كبديل للتتضيض الفعلي (تسييل الموجودات) وبالتالي يمكن معرفة الربح الكامل كما لو تمت تصفية المشروع حقيقة¹.

كما أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي هذا بنصه على: "أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة. ويعرف مقدار الربح، إما بالتتضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد على رأس المال عند التتضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين مالكي الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد"².

إلى جانب هذا صدرت فتوى ندوة البركة مفادها أن: "للتتضيض الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة العقد حكم التتضيض الفعلي للموجودات، شريطة أن يتم التقويم وفقاً للمعايير المحاسبية المتاحة، ويجوز شرعاً توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم"³.

وعادة ما يتم توزيع أرباح الصكوك حسب ما تم الاتفاق عليه في نشرة الإصدار، إما بشكل سنوي، أو نصف سنوي، وتختلف طبيعة الأرباح الموزعة حسب كل صك، فمثلاً أرباح صكوك المضاربة والمشاركة تكون حسب نسبة الأرباح الناتجة من المشروع الاستثماري، أما أرباح صكوك المرابحة فتكون حسب نسبة المبيعات بعد اقتطاع تكلفة البضاعة، وفيما يخص صكوك الإجارة فأرباحها تكون ثابتة لأنها تمثل قيمة الأجرة.

¹ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة، مرجع سبق ذكره، ص 652.

² قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

³ فتوى رقم (2/8) بشأن: التتضيض الحكمي بطريق التقويم الدوري بغرض توزيع الأرباح أو تحديد أسعار تداول الوحدات، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة التامة للاقتصاد الإسلامي، الحلقة الفقهية الثانية للقضايا المصرفية المعاصرة، 8 و9 رمضان 1413هـ الموافق 1 و2 مارس 1993م، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 134، "بتصرف".

الفرع الثاني: مواجهة مخاطر الاستثمار.

أما بخصوص مواجهه مخاطر الاستثمار فيمكن إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك¹. كما يمكن أيضاً تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار لمواجهة الخسائر المحتملة ومن خلاله يمكن جبر الخسارة التي قد تقع، أو أن يُكوّن احتياطي معدل الأرباح لمواجهة تقلبات الأرباح الموزعة، وذلك باقتطاع* جزء من أرباح مالكي الصكوك القابلة للتوزيع². وكلا الاحتياطين قد يكونان عاملاً لتسويق الصكوك أثناء مدة حياة الصك، فعند التداول فإن المقبل على شراء الصك قد يأخذ جزءاً من هذين الاحتياطين عند توزيعه والذي أقتطع سابقاً من أرباح لم تكن من حقه.

وقد نص مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة مالكي الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيف دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال"³.

أما ندوة البركة للاقتصاد الإسلامي فقد أجازت اقتطاع مخصص لوقاية رأس المال وذلك بأن يكون من حصة أرباح المال في ربحهم وحدهم⁴، وأجازت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لمصدر الصك اقتطاع نسبة معينة من العائد للتحوط من المخاطر⁵.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

* إذا تم الاقتطاع من الأرباح الإجمالية التي تتضمن حصة المضارب كعمولة للإدارة فإن هذا محذور شرعاً لأنه يدخل تحت ضمان رأس المال.

² عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها، مرجع سبق ذكره، ص 263، المعيار المحاسبي رقم 11: المخصصات والاحتياطات، معايير المحاسبة والمراجعة والأخلاقيات، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، النمامة، البحرين، 2015م، ص 392.

³ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

⁴ فتوى رقم (3/8) بشأن: اقتطاع المخصصات في شركة المضاربة، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 135.

⁵ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

ولا بد للجهات المصدرة للصكوك أن تنص في نشرة الإصدار على هذا الاحتياطي باقتطاع جزء من أرباح مالكي الصكوك في حال توافر فوائض عن التوزيعات الدورية، وإيداعها في حساب مستقل لمواجهة المخاطر المحتملة في فترات التوزيع القادمة¹ على أن يوزع في نهاية المدة على جميع مالكي الصكوك.

ويرى البعض أنه يجب رد ما تبقى من احتياطي مخاطر الاستثمار لمالكي الصكوك كلِّ وما اقتطع من ربحه عند انسحابه من العملية الاستثمارية، لأنه لم يرض بهذا الاقتطاع تبرعاً وإنما ليستفيد منه لاحقاً ولم يتركه للآخرين بل تركه لنفسه ليناله، بدليل أن العملية كلها عملية استثمارية تهدف لتعظيم المال². وعلى هذا الرأي فإن مُصدر الصك عليه أن يرجع الحصة المقابلة لكل صك تم التنازل عليه من هذا الاحتياطي عند التداول أو عند إطفاء الصكوك، ولو أن الحالة الأولى أصعب نوعاً ما كون التنازل عن الحصة قد يكون قبيل الإعلان عن النتائج والتي قد تكون خسارة مثلاً وبالتالي فإذا باع أحد مالكي الصكوك ما لديه وتحصل على نصيب من الاحتياطي قد يزيد من حدة الخسارة، لذا فالعملية صعبة في مثل هذه الحالة، لكن يمكن وضع شروط بأن الحصول على الحصة من الاحتياطي تكون بعد توزيع الأرباح أو تحمل الخسائر مباشرة. أما بالنسبة لحالة إعادة نصيب مالك الصك من الاحتياطي عند إطفاء الصكوك فهي أسهل كون الحصيلة النهائية ستكون لمن تبقى من مالكي الصكوك.

وعملية توزيع الاحتياطي هنا سهلة جداً مقارنة باحتياطي مخاطر الاستثمار الخاص بالبنوك الإسلامية، لأن عدد الصكوك بقي ذاته وإنما تغير المالك فقط بينما في المصارف الإسلامية فإن المستثمر مع حسابه قد ينسحب وبالتالي فإن الحساب الاستثماري يفقد حقه من الاحتياطي على عكس الصك الذي يبقى قائماً.

غير أن البعض يرى بأن هذا الاقتطاع يعد تبرعاً بما يجبر الخسارة أو نقصان الربح فقط وما فاض عن ذلك فهو من حق مالكي الصكوك، أو يكون التبرع مطلقاً وبالتالي لا يستحق مالكو الصكوك شيئاً من هذا الاحتياطي، وعليه فإن الحصيلة النهائية تصرف في أوجه الخير ولا تعاد

¹ فيصل صالح الشمري، مرجع سبق ذكره، ص 625.

² معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 318.

لمالكي الصكوك كما هو الحال في الاحتياطي الخاص بالحسابات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، ولا بد أن يذكر في نشرة الإصدار ما يحدد محل التبرع، ونسبته، وصفته الشرعية، وكيفية التصرف فيه¹.

ونجد في بعض نشرات الإصدار أن ما تبقى من احتياطي مخاطر الاستثمار بعد التصفية يُدفع إلى مدير موجودات الصكوك (المصدر حسب هذه النشرة) كحافز أتعاب لإدارة موجودات الصكوك*.

والراجح في رأي الباحث أن كلا الاحتياطين هما محاولة لإقناع المكتتب بأن المشاريع الاستثمارية الإسلامية حتى لو خسرت حقيقة فهي لن تخسر، فما فائدة جزء من الأرباح يقتطع منك اليوم عند وفاة الأرباح ليعود إليك غداً عندما تقل الأرباح أو تتعدم، هو مجرد تلاعب بعقل المستثمر (مالك الصك) لا أكثر، والأرجح ألا يؤخذ بهذا الاحتياطي نهائياً.

وهناك مسألة طرحت وهي الاقتراض لتعويض الخسائر على سبيل القرض الحسن كما حدث في السودان، لكن من غير المنطقي أن يتم الأخذ بهذا البديل كون أن هذا القرض سيكون التزاماً يدفع مستقبلاً من أرباح مالكي الصكوك، ويرى الباحث في هذه المسألة أنها مجرد تحايل على تفكير مالكي الصكوك والأولى ألا يؤخذ به ويتم توعيتهم عند الاكتتاب بأن المشروع قد يخسر لأي ظروف خارجة عن التعدي والتقصير وهذه من سمات الاقتصاد الإسلامي، ووجود ربح متوقع في دراسة الجدوى لا يعني أيضاً بالضرورة تحققه.

¹ أنظر: حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، ع 4، 1988م، ص 1874، "بتصرف".
* أنظر الملحق رقم (09).

المطلب الثاني: إطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه.

تعد مرحلة إطفاء الصكوك آخر مراحل حياة الصك بعد عمليتي الإصدار والتداول، ويطلق عليها أيضاً بالاسترداد لما فيه من رد الصك إلى مصدره. وتختلف طريقة الإطفاء حسب السياسة المتبعة من طرف مصدر الصك، كما أن فيها بعض القضايا الشرعية التي أثرت.

الفرع الأول: تعريف إطفاء الصكوك.

يُعرّف الإطفاء على أنه: "إعادة شراء الصك عند الاستحقاق من قبل الجهة المصدرة"¹، كما يُعرّف على أنه: "شراء الحصة الاستثمارية في الصك من المستثمرين في تواريخ استحقاقها، ثم ردها إلى الوعاء الاستثماري، ومن ثم خروج المسترد منه"². قريب من بيع الوفاء / بيع يشترط فيه الرد / بيع عهدة.

وقد عُرِفَ مصطلح الاسترداد عند الفقهاء في باب التركات (مصطلح التخارج)، فجاء في البناءة شرح الهداية على أن التخارج هو: "إخراج بعض الورثة عما يستحقه في التركة بمال يدفع إليه"³.

وجاء أيضاً في ندوة البركة العاشرة أن: "التخارج عبارة عن حصة في أعيان مشتركة بالشروع على سبيل التسامح في تكافؤ المبيع مع الثمن، وهو من قبيل الصلح. ومع أن الأصل تطبيقه في التركات فإن الحاجة تدعو إلى تطبيقه في الشركات، فيجوز التخارج بين الشركاء في الحسابات الاستثمارية أو الصناديق كما يجوز التخارج بين صاحب الحصة والمؤسسة أو شخص غير شريك مع مراعاة الضوابط الشرعية المطلوبة في بيع النقود والديون، ..."⁴.

¹ REUTERS FINANCIAL GLOSSARY, p. 173.

² عبد الستار أبو غدة، الاسترداد والتخارج للصناديق الاستثمارية، بحوث الندوة الفقهية للشركة الأولى للاستثمار، 31 أكتوبر و1 نوفمبر 2001م، الكويت، ص 80.

³ أبو محمد محمود بن أحمد بن موسى الغيتابي الحنفي بدر الدين العيني (ت: 855هـ)، البناءة شرح الهداية، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 10، 1420هـ، 2000م، ص 38.

⁴ فتوى رقم (8/10) بشأن: التخارج في الحسابات الاستثمارية والصناديق وحسابات الأرباح، قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، ندوة البركة العاشرة للاقتصاد الإسلامي، الحلقة الفقهية الرابعة للقضايا المصرفية المعاصرة، يومي 9 و10 رمضان 1405هـ الموافق 8 و9 فبراير 1995م، جدة، المملكة العربية السعودية، ص 178.

الفرع الثاني: طرق استرداد (إطفاء) الصكوك الإسلامية (آلية الإطفاء).

تسبق عملية الإطفاء تعهد يصدر من طرف مُصدر الصكوك بشراء الصكوك بإحدى القيم الجائزة شرعاً ويسمى تعهداً بالشراء (في حالة الصكوك القائمة على الموجودات)، وتعهد يصدر من طرف مالكي الصكوك أو من ينوب عنهم ببيع موجودات الصكوك للمتمول عند انتهاء مدتها المحددة في نشرة الإصدار ويسمى تعهداً بالبيع¹. ويعد كل من التداول والإطفاء بمثابة التصرف في الصكوك، غير أن التداول يكون بين مالك الصك وبين شخص آخر يريد تملكه، أما الإطفاء فتكون العلاقة فيه بين مالك الصك وبين مُصدره، وهناك طريقتان يتم بهما استرداد الصكوك الإسلامية وإنهاء الصفة الاستثمارية لها بتحويلها إلى نقود، وكلا الطريقتين تكونان إما بالقيمة السوقية أو بما يتفق عليه:

أولاً: طريقة الإطفاء التدريجي.

يتم إطفاء الصكوك من طرف الجهة المصدرة لها عن طريق شراء هذه الصكوك بالتقسيم أو استردادها بالتدرج، فالأرباح التي يجنيها المشروع الاستثماري تقسم إلى قسمين، الأول من حق مالكي الصكوك والثاني يعود إليهم مقابل الإطفاء الجزئي لقيمة الصك (مثل المشاركة المتناقصة)، وبعد المدة المحددة للإطفاء يكون صاحب الصكوك قد استرد قيمتها الاسمية* وزيادة.

وعلى قول محمد عثمان شبير فإن هذا التصرف من شأنه أن يحول العملية إلى قرض، فكأن الجهة القائمة على المشروع قد استقرضت من المكتتبين أموالاً وتعهدت بإرجاعها لهم على التدرج مع زيادة سنوية تسمى ربحاً وهذا يعتبر رباً محرماً شرعاً². وقال الصديق الضيرر بهذا الصدد أن هذا الإجراء يحول المعاملة من عقد مضاربة إلى عقد آخر، وإنه عقد قرض اشترط فيه المقترض للمقرض زيادة على ما اقترضه منه، ووثق العقد بكفيل³.

¹ Prospective, **PRONONUNCEMENT OF THE AL-HILAL BANK, FATWAAND SHARIAH SUPERVISORY BOARD FOR ITS CERTIFICATES ISSUANCE PROGRAMME,2013, P5**

* طرحت القضية عندما أرادت وزارة الأوقاف الأردنية طرح سندات المقارضة.

² محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 6، 2007م، ص 230.

³ الصديق محمد الأمين الضيرر، سندات المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، ع 4، 1988م، ص 1408، "بتصرف".

وهذه من القضايا الشرعية التي أثارت حول التعهد بإطفاء الصكوك الإسلامية بالقيمة الاسمية، لأن هذا بمثابة ضمان لرأس المال.

لذا فإن إطفاء الصكوك يكون بإحدى القيم التالية¹:

1. القيمة السوقية لموجودات الصكوك (تخضع للعرض والطلب)؛
2. القيمة العادلة (تخضع لتقييم الموجودات وتقدر من طرف الخبراء)؛
3. سعر يتفق عليه وقت تنفيذ الشراء لا قبل (وقت تنفيذ الاسترداد)؛
4. سعر يحدده الواعد عند الوعد؛
5. صافي قيمة الأصول.

فأما الاطفاء بالقيمة السوقية لموجودات الصكوك أو القيمة العادلة أو السعر المتفق عليه وقت تنفيذ الاسترداد أو صافي قيمة الأصول فهو جائز عند الفقهاء المعاصرين لأنه لا ينطوي ضماناً لرأس المال، على خلاف الاسترداد بالقيمة الاسمية أو بالسعر الذي يحدده الواعد عن الوعد فهو ضمان لرأس المال. وفي هذا أقر مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: "لا يجوز للمضارب أو الشريك أو الوكيل أن يتعهد بشراء الصكوك أو أصول الصكوك بقيمتها الاسمية أو بقيمة محددة سلفاً بما يؤدي إلى ضمان رأس المال أو إلى نقد حال بنقد مؤجل أكثر منه. ويستثنى من ذلك حالات التعدي والتفريط التي تستوجب ضمان حقوق مالكي الصكوك"²، وكان المجمع قد أكد على أنه لا يجوز ضمان رأس مال الصكوك وأن الاسترداد يتم بقيمة مقدرة من طرف الخبراء³.

¹ معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 313، محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 18، "بتصرف".

² قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/16): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

³ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 151، "بتصرف".

كما أقر مجمع الفقه بجواز قيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من الربح بسعر معين، ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة، وفقاً لظروف السوق والمركز المالي للمشروع. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بالشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه¹.

وقد أجاز المجمع ضمان طرف ثالث في حالة خسارة المشروع، حيث ورد في نص القرار أنه: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد"².

ونصت هيئة المحاسبة والمراجعة أنه: "في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار، بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الإسمية للصك"³.

وجاء في الفتوى رقم (1/32) لندوة البركة أنه: "لا يجوز التعهد من مصدر الصكوك ومديرها بشراء موجودات الصكوك أو استردادها بالقيمة الإسمية، لأن ذلك يؤدي إلى الضمان في حالة هبوط القيمة ولو لم تتعرض موجودات الصكوك للتلف الكلي أو الجزئي"⁴. هذا وينبغي مراعاة أحكام التداول التي سبق عرضها عند عملية الإطفاء التي تعتمد على ما تمثله موجودات الصكوك (نقوداً بحتة، أو ديوناً بحتة، أو أعيان ومنافع وخدمات، أو مزيجاً من الكل ويغلب عليها النقود والديون).

¹ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 151.

² المرجع السابق، ص 152.

³ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480.

⁴ فتوى رقم (1/32) بشأن: إصدار الصكوك الاستثمارية بمراعاة المقاصد والمآلات وملكية حملتها وضمائنها، غير منشورة.

ثانياً: طريقة الإطفاء دفعة واحدة.

يقوم مُصدر الصك عند طرحه للصكوك بالتعهد بإعادة شرائها عند الطلب بالسعر الذي تقومها به في مواعيد دورية معينة، وقد يحصل هذا التعهد عن طريق مؤسسات مالية أخرى...، ويتطلب الاسترداد والتعهد بإعادة الشراء توفير السيولة عند الطلب مما يقتضي الحصول على ربح من العملية. كما أن هذا التعهد ملزم لمن صدر عنه طيلة الوقت المحدد له (فترة التصكيك)¹. ويتم بتكوين مخصص من طرف جهة الإصدار يدفع مرة واحدة في تاريخ الاستحقاق المعلن عنه.

الفرع الثالث: التعهد بالتبرع لجبر الخسارة في الاستثمار.

هناك حالات أجازت لضمان رأس المال وهي:

أولاً: تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح.

يقصد بالضمان هنا الالتزام على سبيل التطوع وهو ما يطلق عليه المالكية الوعد الملزم (ملزم في عقود التبرعات لا المعاوضات)²، وذلك بأن يتم النص في نشرة الإصدار على أن هناك طرفاً ثالثاً -شخصية حقيقية أو معنوية تهدف لتشجيع نشاط معين- لا علاقة له بالمشروع الاستثماري ولا بمدير الاستثمار ولا بمالكي الصكوك خارجاً عن أطراف عقد التصكيك سيضمن رأس المال أو نسبة من الربح. فغاية الأمر هنا أن هذا الشخص يعلق التزامه على تلف رأس المال أو بعضه أو نقص في الأرباح³.

وقد نص على هذا مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنه: "ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار أو الصكوك على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً

¹ عيد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مرجع سبق ذكره، ج 2، ص 108-109.

² محمد بن يوسف بن أبي القاسم العبدري (ت: 897هـ)، التاج والإكليل شرح مختصر خليل، دار الفكر، بيروت، لبنان، ط 1، ج 5، 1419هـ، 1998م، ص 270، شمس الدين الشيخ محمد عرفة الدسوقي (ت: 1230هـ)، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، دار إحياء الكتب العربية، القاهرة، مصر، د.ط، ج 3، د.ت، ص 71.

³ حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مرجع سبق ذكره، ص 1875.

مستقلاً عن العقد، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لمالكي الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطان العقد أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به، بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد¹.

وأجازت هيئة المحاسبة والمراجعة تعهد طرف ثالث شريطة استقلاله عن العقد ويكون متبرعاً للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد والعقد².

ثانياً: تبرع الدولة بضمان رأس المال أو الربح.

وإذا قامت الدولة بالإعلان عن التزامها بضمان رأس المال أو نسبة من الربح لمالكي الصكوك في مشروع استثماري معين، وتضمنت نشرة الإصدار هذا الالتزام، يعتبر هذا الإعلان ملزماً للدولة، والدولة هنا لا تضمن المضارب بل تقوم بتعويض مالكي الصكوك ما يصيبهم من ضرر ذلك أنها تشرف على النشاط الاقتصادي ولديها من الوسائل ما تحفظ به مصالح مالكي الصكوك فيما يدخل ضمن خطة التنمية لها³.

الفرع الرابع: انتهاء الصكوك.

تبدأ عملية التصكيك بالإصدار والمراحل السابقة له، مروراً بالتداول وانتهاءً بالإطفاء (الاسترداد)، وتعد الصكوك والتي تمثل المكون الأساسي في هذه العملية ورقة مالية قائمة على أساس عقد شرعي كما سبق الذكر. وانتهاء عملية التصكيك يكون بانتهاء العقد الذي بنيت على أساسه، وهذا يعني فقدان قيمتها وصفتها الاستثمارية بتحويلها من أوراق مالية إلى نقود سائلة وذلك في آجالها المحددة في نشرة الإصدار⁴.

¹ قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص152.

² المعيار الشرعي رقم (5) بعنوان: الضمانات، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 136، المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 478.

³ حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مرجع سبق ذكره، ص 1876.

⁴ أنظر: عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مرجع سبق ذكره، ج2، ص 110، منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، بحث رقم 28 من بحوث المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2000م، ص 86-87 "بتصرف".

وقد لا يتم تسهيل موجودات الصكوك وإنما إجراء تنضيض حكمي إذا كانت الجهة المصدرة للصكوك ستنملك الموجودات، كما هو الحال عند إصدار صكوك حكومية تكون موجوداتها ملكاً للدولة (كالفكرة التي طرحت حول تصكيك قناة السويس) فعند الاطفاء تعود الموجودات للحكومة عن طريق التنضيض الحكومي. وينتج عن إطفاء الصكوك عدة مستتبعات كانتهاء الشركة ذات الغرض الخاص وشطبها، وانتهاء مهام أطراف عقد التصكيك.

ومما سبق فإن الصكوك الإسلامية بشكل عام تنتهي لعدة أسباب منها¹:

1. إرادة العاقدين، أو بإرادة أحدهما؛
2. انتهاء العمر القانوني للمؤسسة المصدرة؛
3. انتهاء مدتها وتصفية المشروع وتسييل موجوداته التي تمثل الصكوك ببيعها لطرف خارجي، أو تقويمها حكماً (تنضيض حكمي)، وأيلولتها إلى الجهة المصدرة بالبيع، وقد يتم التملك أيضاً بالهبة أو بثمان رمزي أو بالقيمة المتبقية (كما هو الحال في صكوك الإجارة)؛
4. هلاك الموجودات.

¹ فيصل صالح الشمري، مرجع سبق ذكره، ص 393-394، عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مرجع سبق ذكره، ج 2، ص 110.

خلاصة:

عملية هيكلية الصكوك تمر بعدة مراحل وهي:

1. مرحلة الإصدار التي يجب أن تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، سواءً من حيث شرعية العقد المبني عليه وأطرافه المتعددة أو من حيث شرعية خطواته، والتي تشرف عليها هيئة شرعية، ولعل أبرز الاشكالات التي تدور حول مرحلة الإصدار هي طبيعة ملكية حملة الصكوك التي آلت في التطبيق إلى حق الانتفاع فقط، إلى جانب قضية الشركة ذات الغرض الخاص والحقيقة من إنشائها، وأخيراً قضية موضع نشرة الإصدار بين الإيجاب والقبول؛

2. مرحلة تداول الصكوك التي يجب أن تتماشى مع ما يمثله الصك من أعيان، ومنافع، وديون، ونقود كلِّ وضوابطه الشرعية؛

3. مرحلة توزيع الأرباح وإطفاء الصكوك، حيث أن توزيع الأرباح يخضع لعدة متغيرات كدراسة الجدوى وتقلبات الأوضاع الاقتصادية الذي نتج عنهم تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار واحتياطي تذبذب عوائد الصكوك. أما مرحلة إطفاء الصكوك فقد أحدثت جدلاً حول القيمة التي يتم بها الإطفاء على أن لا تكون القيمة الاسمية، وله هو الآخر متغيرات يخضع لها وأطراف تساهم في ذلك خاصة من ناحية التعهد بجبر الخسارة والضمانات المقدمة من طرف الدولة.

الفصل الثالث



الأهمية الاقتصادية للكوك الإسلامية

المبحث 1:

أهمية الكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي

المبحث 2:

أهمية الكوك الإسلامية
بالنسبة لسوق الأوراق المالية

المبحث 3:

أهمية الكوك الإسلامية بالنسبة لأطراف الإصدار

تمهيد:

تأتي أهمية الصكوك الإسلامية من الدور الرائد الذي تلعبه أساساً، فقد حققت إضافة نوعية في مختلف المجالات سواءً على مستوى الاقتصاد الكلي أو على مستوى الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية وغيرها من المجالات، ناهيك عن اعتبارها أداةً للاستثمار الشرعي وبديلاً لسبل التمويل الربوية.

والناظر للنجاح الذي حققته صناعة الصكوك الإسلامية يدرك المكانة التي وصلت إليها سواءً على المستوى المحلي أو على المستوى العالمي، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي شهدت طفرةً في إصدارات الصكوك، لذا وجب علينا دراسة الأدوار الاقتصادية التي تؤديها الصكوك الإسلامية.

وعليه سَتَتَنَاوَلُ في الفصل الثالث الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية من خلال المباحث

التالية:

المبحث الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي.

المبحث الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لأطراف الإصدار.

المبحث الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي

إن طرح الصكوك الإسلامية البعيدة عن التعاملات الربوية يستوعب القدرات الاقتصادية الكبيرة القائمة في مجتمعنا، وبهذا تتسق الصيغ الاقتصادية المطروحة مع عقيدة الأمة الإسلامية وتطلعاتها الدينية ومبادئها، بالإضافة إلى التطلعات الاقتصادية والاجتماعية التي يقدمها الاقتصاد البعيد عن الربا، ناهيك عن قدرة هذه الأداة المالية -باعتبارها مورداً خارجياً- على النهوض بالاقتصاد الإسلامي فهي استكمال لبقية الأدوات التي يتطلبها الاقتصاد الإسلامي¹. ومن ثم فإن الصكوك الإسلامية تتمتع بأهمية بالغة على مستوى الاقتصاد الكلي في الإمكانيات التي تتميز بها لتمويل المشاريع سواءً الاستثمارية أو الخاصة بالبنى التحتية، إلى جانب قدرتها على حشد المدخرات وتمويل عجز الموازنة العامة للدولة والتوزيع العادل للثروة وكذا محاربة البطالة، إلى جانب أدوار أخرى، والتي سيتم تناولها في هذا المبحث من خلال التطرق إلى:

المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في حشد المدخرات والموارد المالية.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية والبنى التحتية.

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السياسات الاقتصادية الحكومية.

¹ محمد شكري الجميل العدوي، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014م، ص 491، علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية وتمويل البنية التحتية، مؤتمر الدوحة الثاني للمال الإسلامي: الصيرفة الإسلامية بين الواقع والمأمول، شركة بيت المشورة للاستشارات المالية، 11 أكتوبر 2011م، ص 71، عبد الحميد الغزالي، التنمية الاقتصادية بين التمويل الربوي والتمويل الإسلامي، الملتقى الدولي حول أخلاقيات الإسلام واقتصاد السوق من 27 إلى 29 صفر 1427هـ الموافق من 27 إلى 29 مارس 2006م، منشورات المجلس الإسلامي الأعلى، الجزائر، 2007م، ص 127-129.

المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في حشد المدخرات والموارد المالية.

سيتم تناول هذا الدور من خلال إبراز أهمية حشد المدخرات والموارد المالية ودور المؤسسات المالية في ذلك والنتائج المترتبة على هذا الدور.

الفرع الأول: أهمية حشد المدخرات والموارد المالية.

تُعَدُّ تعبئة وحشد الموارد من الأهداف التي يسعى النظام الاقتصادي في الإسلام لتحقيقها، ولأن الإسلام يحرم اكتناز الأموال وجب على أصحابها توجيهها واستخدامها استخداماً منتجاً في إطار تحقيق الأهداف الاقتصادية في الإسلام، وقد لا يكون بمقدور الفرد أن يقوم بإدارة أمواله واستثمارها إما نقلتها أو لعدم كفاءته الإدارية، وهنا لابد للمؤسسات المالية الإسلامية التي تتوفر فيها الجاهزية المناسبة للاستثمار أن تبادر بحشد هذه الأموال وتوجيهها للاستخدامات الإنتاجية نحو القطاعات الحيوية كقطاع الصناعة وقطاع الزراعة وقطاع الإسكان، بما يوافق فقه الأولويات وبما يقدم إضافة نوعية للاقتصاد الإسلامي¹ وتطويره لا أن تلعب دور الوسيط المالي وتبني الاقتصاد المالي على حساب الاقتصاد الحقيقي.

الفرع الثاني: دور المؤسسات المالية في حشد المدخرات والموارد المالية.

تعمل المؤسسات المالية الإسلامية وفق آلية المشاركة والوساطة بين وحدات الفائض (أصحاب المدخرات) الذين يريدون استثمار أموالهم مقابل عائد متغير ومرتبطة بنشاط المشروع، وبين وحدات العجز (المستثمرين) الذين يريدون تمويلاً لمشروعاتهم². وقد لعبت هذه المؤسسات بشكل عام والمصارف الإسلامية بشكل خاص دوراً فعالاً في تعبئة المدخرات الحقيقية من خلال إصدار الصكوك الإسلامية، ولهذا الأمر عدة آثار نوجزها في النقاط التالية:

¹ محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل: دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام، ترجمة: سيد محمد سكر، سلسلة إسلامية المعرفة 3، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، فيرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، دار البشير، عمان، الأردن، ط 2، ص 64، علي محي الدين القره داغي، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية مقارنة بالاقتصاد الوضعي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، ج 2، 2010م، ص 534.

² صالح حميد العلي، المؤسسات المالية الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، سلسلة دراسات في الاقتصاد الإسلامي (2)، دار النوادر، دمشق، سورية، ط 3، 2012م، ص 506-507.

أولاً: نشر الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين.

فالصكوك الإسلامية تسعى لاستثمار مدخرات الأفراد الصغيرة وحسن توظيفها من خلال نشر الوعي الادخاري وبالتالي زيادة الوعي الاستثماري، بدلاً من اكتنازها وتناقص قيمتها مع تقدم الزمن، إما بفقدان قوتها الشرائية أو بما يجب فيها من الزكاة¹، وهذا لا يعني أن الاستثمار عن طريق الاكتتاب في الصكوك سيفقد حق مستحقي الزكاة بل سيزيد من ذلك، لان رأس المال سينمو عن طريق استثماره وبالتالي ستزيد قيمة الزكاة المستحقة.

فالاهتمام بالصكوك الإسلامية من شأنه أن يساهم في الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب بصورة تجتذب العديد من فئات المجتمع المعزولة عن المساهمة في التنمية².

ثانياً: تنوع الموارد المالية.

من خلال حشد الموارد وإصدار الصكوك وتعامل المؤسسات المالية الإسلامية بها تنتج مرونة في تعديل هيكل الموارد وتركيبية المحفظة الاستثمارية³، إضافة إلى أنه يصبح بوسع المؤسسة المالية الاعتماد على موارد خارجية دون عناء اللجوء لمواردها المالية أو الودائع الاستثمارية، خاصة وأن الصكوك الإسلامية تعد مورداً مالياً خارج الميزانية.

فيمكن للمصرف الإسلامي أن يصدر صكوكاً لتعبئة الموارد المالية التي يحتاج إليها، كأن يصدر صكوك إجارة مقابل التمويل الذي قدمه على سبيل الإجارة المنتهية بالتمليك⁴ أو صكوك مضاربة مقابل ما قدمه من تمويل على أساس المضاربة وهكذا، وبالتالي سيسترد المبالغ المالية التي مؤل بها الغير لتكون فرصة استثمارية في مجالات أخرى. وباعتبار أن الصكوك قائمة على مختلف

¹ أحمد محمد أحمد كليب، مرجع سبق ذكره، ص 44، عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم للمؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سورية، 2009م، ص 8.

² سامي حسن حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، بحث رقم 38، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2014م، ص 120.

³ عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، من 31 ماي إلى 3 جوان 2009م، ص 35.

⁴ نزيه حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2010م، ص 316.

الصيغ الإسلامية فإن إصدارها لحشد الموارد المالية سيُتَوَجَّع من سبل الاستثمار وعدم الاقتصار على المرابحة التي طغى استعمالها على المصارف الإسلامية.

ثالثاً: توسيع قاعدة المشروعات.

فحشد المدخرات المالية عن طريق الصكوك الإسلامية يساهم في نمو معدلات الاستثمار والتكوين الرأسمالي، فضلاً عن تحقيق معدلات لا بأس بها من الأرباح¹، ويمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية أيضاً في تنمية الاستثمارات الحقيقية من خلال توفير موارد مالية ملائمة لهذه الاستثمارات من حيث الآجال المطلوبة، ودرجة المخاطر، ونوعية القطاعات، وطريقة التمويل الملائمة، وهذا ما ينتج عنه زيادة حجم المدخرات المخاطرة وبالتالي زيادة تمويل الأنشطة الاستثمارية المنتجة واتساع قاعدة المشروعات الممولة في الاقتصاد القومي، مما يؤدي إلى حدوث زيادة في حجم الاستثمار القومي².

كما أن الصكوك الإسلامية تتميز بشموليتها لجميع أنواع الاستثمار كونها قائمة على الصيغ الإسلامية كالمضاربة والمشاركة والإجارة والسلم وغيرها، وبالتالي سيكون لكل نوع صك استثماري أصحابه والراغبين في الاستثمار عن طريقه، الأمر الذي يوسع قاعدة الاستثمار الإسلامي³.

رابعاً: توفير مورد مالي طويل الأجل.

تعاني المصارف الإسلامية من مشكلة في الاستثمارات طويلة الأجل، ففي حين أن أغلب الودائع المصرفية تعد قصيرة الأجل فإن المصارف تسعى لإيجاد موارد أخرى لتوظيفها مدةً أطول⁴، والحل يكمن في استخدام الصكوك الإسلامية -باعتبارها حسابات استثمارية ثابتة- في حشد المدخرات سيساعد على إقامة هيكل مالي واستخدامه بكفاءة من خلال المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات،

¹ عبد الحميد محمود البعلي، بحوث اقتصادية ومصرفية في الإسلام: دراسة مقارنة وموازنة، سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية (5)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2002م، ص 213.

² أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014م، ص 221.

³ علي محي الدين القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، 2009م، ص 332.

⁴ عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي: ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، تنظيم المعهد العالمي للفكر الإسلامي وجامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر 2010م، ص 5.

وتخفيض مخاطر السحوبات المفاجئة لأصحاب الحسابات الاستثمارية على مستوى المصارف الإسلامية، فهي توفر مورداً طويلاً للأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل¹، حيث يؤثر الانسحاب المفاجئ لأصحاب الحسابات الاستثمارية على نتيجة المشروع الاستثماري، بينما إذا استعملت الصكوك الإسلامية في التمويل طويل الأجل فإن انسحاب مالك الصك من العملية الاستثمارية لن يؤثر على المشروع، لأن قيمة رأس المال بقيت على ما هي عليه، والتغير الحاصل طرأ على هوية مالك الصك المنسحب فقط.

خامساً: استقطاب رؤوس الأموال المهاجرة.

لعل أبرز جانب في حشد المدخرات والموارد المالية عن طريق إصدار الصكوك الإسلامية هو جذب الأموال المهاجرة المستثمرة في الغرب، فانتشار الصكوك في البلدان الإسلامية ومع المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في البلدان الغربية تأتي الأهمية الاقتصادية للصكوك لكي تعود هذه الأموال إلى مواطنها الأصلية لتستفيد بها الأمة الإسلامية². كما يمكن للصكوك أن تساهم في انتقال رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية، وعليه فمن واجب مخططي السياسات الاقتصادية إعطاء هذا الجانب أهمية بالغة لأنه يساهم في دعم مشاريع التنمية³.

سادساً: التكامل بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي.

تلعب الصكوك الإسلامية من حيث قيامها بحشد المدخرات وتخصيص الاستثمارات دوراً هاماً بحيث تُعدُّ حلقة وصلٍ بين الادخار المصرفي وأسواق الاستثمار بطريقة مباشرة ومرتبطة بالعوامل الانتاجية البحتة، وتجسد التكامل بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي⁴، ولأن التصكيك الإسلامي يشترط الموجودات دون الديون لتمام عملية التصكيك وهذا من شأنه أن يحدث توازناً بين الاقتصاديين⁵.

¹ أحمد شعبان محمد علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013م، ص 38، محمود حسين الوادي وآخرون، الاقتصاد الإسلامي، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط 1، 2010م، ص 212.

² المرجع السابق، ص 221-222.

³ محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سبق ذكره، ص 491.

⁴ أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار الجوهرة، القاهرة، مصر، ط 1، 2014م، ص 98.

⁵ عبد القادر زيتوني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

الخاصة



أنتجت الهندسة المالية الإسلامية الصكوك منافسة بذلك السندات الربوية نظيرتها في الاقتصاد التقليدي، والتي بنيت على أساس فقه المضاربة بحيث تجمع المدخرات المعطلة وتوظف في مشاريع إنتاجية وخدمية في شتى المجالات.

وقد أصبحت الصكوك محل اهتمام عالمي كملاذ استثماري جديد وبديل للسندات الربوية بعد الفشل الذي لحق بها، حتى أصبح الطلب على الصكوك أكبر من العرض، ويتوقع العاملون في هذا الحقل تفاؤلاً في نموها الذي قد يصل إلى 900 مليار دولار خلال سنة 2018م. وما زاد من أهميتها الإصدارات الغربية ودخول عدة دول عربية لتبنيها مثل تونس والأردن وغيرهما، سواءً كان ذلك للاقتراض المحلي أو لسد العجز في الميزانية بشكل مؤقت لتصبح في المستقبل دُولاً مهيمنةً على هذا القطاع من خلال إصدارات واسعة النطاق.

غير أن الصكوك تواجه العديد من المشكلات كارتفاع التكاليف المرافقة لها ووجود اختلافات تشريعية وشرعية بين دولة وأخرى خاصة الإسلامية منها.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

أولاً: النتائج واختبار الفرضيات.

1. تعد الصكوك الإسلامية منتجاً مالياً أصيلاً غير تقليدي، وهي واحدة من المنتجات المالية الإسلامية التي لقيت إقبالا واسعاً عليها خاصة من طرف الدول الغربية التي توجهت لإصدارها نظراً لكفاءتها التمويلية. وقد يعزى الفضل في انتشارها على مستوى العالم إلى الأزمة المالية العالمية التي كانت بمثابة نقطة انعطاف في مسيرة الصكوك وساهمت في إبرازها، وهذا ما يثبت الفرضية الأولى.
2. أغلب الصكوك المصدرة في الدول الإسلامية غير قابلة للتداول على عكس الصكوك المصدرة في أسواق الأوراق المالية الغربية فأغلبها قابل للتداول.
3. الصكوك الإسلامية بديل مثالي للسندات التقليدية والإصدارات الحالية غير مشابهة لها، إلا أن إصدار الصكوك القائمة على عقود المداينات كصكوك المرابحة فيه ميول لمحاكاة السندات الربوية. خاصة وأن الصكوك المدعومة بالأصول تمثل حجماً صغيراً من الإصدارات مقارنة بنظيرتها القائمة على الأصول التي تمثل الأغلبية. وهناك نسبة من الصكوك المصدرة في الدول الإسلامية لا تتوافق

مع ضوابطها الشرعية، كالخروج عن قاعدة الغنم بالغرم من خلال التحوط لتجنب مخاطر الصكوك، وهذا ما ينفي الفرضية الثانية بشكل نسبي.

4. إنشاء احتياطات لذلك مثل احتياطي مخاطر الاستثمار واحتياطي تذبذب معدل الأرباح اللذان يعتبران مجرد تلاعب لإيهام حامل الصك بأن مشروع التصكيك مدر للأرباح وبين عكس ذلك.

5. الملكية في أغلب الصكوك يتم فيها نقل الملكية النفعية فقط دون الملكية القانونية وحامل الصك لا يحوز على الملكية الكاملة للموجودات، وبالتالي فهو يمتلك حق الانتفاع من الأصل فقط إلى جانب حصة من ثمن بيع الموجودات عند إطفاء الصكوك، وبالتالي لم تصبح حصته شائعة في ملكية موجودات نشاط استثماري.

6. الصكوك المصدرة لا يتحقق فيها شرط القبض الحكمي وهو التخلية مع التمكين.

7. الشركة ذات الغرض الخاص ليست مسألة صورية لتحوط المنشئ من أي خسارة محتملة، لكن نجاحها يرتبط بالتزامها بأحكام الشريعة الإسلامية، وإنشاؤها في بلدان تتميز بالإعفاءات الضريبية لا يشكل خطراً كبيراً على حاملي الصكوك وإنما هو من باب تقليص التكاليف على المنشئ.

8. للصكوك أهمية بالغة تكمن خاصة في حشد المدخرات والموارد المالية، وتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة المتعلقة بالبنى التحتية، وكلّ وله نوع الصك المناسب لذلك المشروع أو لمرحلة من مراحلها. كما أنها تساهم في قيام السوق المالية الإسلامية وتنشيطه وتوسيع قاعدة مؤسساتها وتقليل دور الوساطة المالية وأصبحت بذلك أهم الأدوات المالية بالنسبة لوحدات الفائض المالي والعجز المالي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة نسبياً.

9. جل القوانين الصادرة المنظمة لعملية التصكيك نصت بصريح العبارة بضرورة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

10. لم تنص القوانين الصادرة بضرورة الالتزام بقرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي أو معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في موادها، وفيها من تضمن مأخذ شرعية.

11. تستوجب القوانين الصادرة في الدول الإسلامية وجود هيئة شرعية في السوق المالي لمتابعة القضايا الشرعية للصكوك المصدرة.

12. يعد القانون الأردني رقم 30 الصادر سنة 2012م الوحيد الذي صرح بضرورة أن يكون للشركة ذات الغرض الخاص مقر في الدولة، كما أنه يعد أفضل القوانين الصادرة في نظر الخبراء.

13. لا يوجد في القوانين الصادرة حظر لاستخدام الأصول الثابتة والمنقولة المملوكة للدولة ملكية عامة أو منافعها في إصدار صكوك حكومية في مقابلها، فالدولة تصدر الصكوك الحكومية مقابل حق الانتفاع فقط وهذا ما يصب في مصلحة الدولة.

14. الصكوك الإسلامية منتج مالي يجسد إضافةً في الاقتصاد الحقيقي -في أغلب أنواعها- وبالتالي في تنتج فرصاً استثمارية من شأنها المساهمة في زيادة الدخل القومي، خاصة وأن إدراجها في التعاملات الاقتصادية يساهم في الاستقرار الاقتصادي وذلك لتدني مخاطرها. وهذا ما يثبت الفرضية الخامسة.

وتبعاً لهذه النتائج، يمكن أن نتقدم بالتوصيات الآتية:

ثانياً: التوصيات.

1. لابد من تطوير الصكوك الإسلامية باعتبارها منتجاً مالياً أصيلاً غير تقليدي ليكون من أدوات المالية الإسلامية التي تسيطر على الأسواق المالية.

2. لابد من تجنب كافة المآخذ الشرعية في إصدارات الصكوك الإسلامية وذلك من خلال سن القوانين التي تحكم هيكلتها، وتجعل من قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي ومعايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية مرجعية لفتاوى القضايا الشرعية المتعلقة بهيكله الصكوك.

3. تجنب إصدار الصكوك الإسلامية القائمة على المداينات لتجنب محاكاة السندات الربوية، وتشجيع إصدار الصكوك المدعومة بالأصول على حساب القائمة على الأصول لاشتباه هذه الأخيرة بالسندات الربوية، الأمر الذي يجعلها قابلة للتداول ومنافسة للأسواق المالية الغربية من جهة، ومن جهة أخرى إصدار الصكوك التي تقدم إضافة حقيقية في الاقتصاد.

4. يفضل عدم تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار واحتياطي تذبذب معدل الأرباح، فهي عبارة عن أرباح محتجزة لسنة ما قد تتحقق فيها الخسارة فوجوده كعدم وجوده، فقط أن المستثمر يشعر وكأنه لم يخسر شيئاً. ناهيك أن هذه الاحتياطات عند اطفائها لا تعود لأصحابها الأصليين.
5. لابد لعلماء المالية الإسلامية النظر في ملكية حملة الصكوك بحيث تنتقل الملكية القانونية والنفعية (الملكية الكاملة)، ويتحقق فيها شرط القبض الحكمي وهو التخلية مع التمكين مع عدم المساس باستمرارية المشروع الاستثماري.
6. لابد من إصدار معايير وقرارات شرعية تنظم عمل الشركة ذات الغرض الخاص، لتجنب وقوعها في المآخذ الشرعية.
7. لابد من وجود هيئة شرعية على مستوى السوق المالي في الدول التي لم تصدر بعد قانوناً للصكوك الإسلامية، بحيث يكون أعضاؤها من المتحصلين على شهادات عليا في الفقه الإسلامي، والمالية الإسلامية، والمحاسبة الإسلامية.
8. يفضل عدم الاستثمار في الصكوك التي تصدرها الدول الغربية لما فيها من جذب لأموال المسلمين وتهجيرها من الاستثمار في الدول الإسلامية.
9. من الضروري أن تنص نشرة الإصدار على نص تبين فيه ما إذا كانت قبلاً أو دعوة للاكتتاب لتجنب الوقوع في اشكال شرعي.
10. لابد لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية النظر في المعيار المحاسبي الخاص بالصكوك الإسلامية، وإعداده بحيث يتماشى مع هيكله الصكوك من إصدار وتداول وإطفاء وعدم اقتصره على التسجيل المحاسبي لعملية شراء الصكوك فقط.

ثالثاً: آفاق الدراسة.

تقترح الدراسة مجموعة من المواضيع للدراسة وهي:

1. دراسة لإصدارات الصكوك الإسلامية المخففة وعلاقتها بالمآخذ الشرعية المترتبة.

2. دراسة للجواب المحاسبية لهيكله الصكوك الإسلامية.

3. التصنيف الائتماني والشرعي للصكوك الإسلامية.

الملاحق



ملحق رقم (1): الصفحة 13 من نشرة إصدار صكوك ملكية منقعة موجودات للشركة السعودية للكهرباء .

شروط وأحكام الصكوك

فيما يلي نص شروط وأحكام الصكوك (والتي لاتزال قيد الاكمال والتعديل) التي سترفق (طبقاً لنصوصها) بالشهادة الرئيسية وتطبق عليها.

مقدمة

يمثل كل صك من الصكوك التي سنتتهي في ١٥ يوليو ٢٠٢٧م ("الصكوك") حصة مشاعة في ملكية موجودات الصكوك (طبقاً لتعريفها في هذه الشروط) التي تحتفظ بها شركة الكهرباء للصكوك ("أمين موجودات الصكوك"، وهو مصطلح يتضمن أي خلف لأمين موجودات الصكوك فيما يتعلق بموجودات الصكوك) لمصلحة حملة الصكوك المسجلين ("حملة الصكوك").

ووفقاً لإعلان وكالة ("إعلان الوكالة") يتم إبرامه في أو قريباً من تاريخ الإقفال (كما هو معرف في هذه الشروط) بين المصدر (كما هو معرف في هذه الشروط) وأمين موجودات الصكوك وإتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة بصفتها وكيلة لحملة الصكوك ("وكيل حملة الصكوك") وهو مصطلح يتضمن أي خلف لوكيل حملة الصكوك فيما يتعلق بالصكوك)، سيتم تعيين وكيل حملة الصكوك للعمل كوكيل وتعيين أمين موجودات الصكوك للعمل كأمين لموجودات الصكوك لصالح ونيابة عن حملة الصكوك. ويعتبر كل حامل صكوك باكتتابه وشرائه وأملاكه للصكوك موافقاً على شروط إعلان الوكالة، على أن يشمل ذلك، ودون حصر، تعيين وكيل حملة الصكوك وتعيين أمين موجودات الصكوك.

وفي هذه الشروط تعتبر الإشارة إلى كلمة "صكوك" إشارة إلى الصكوك كما هي ممثلة في الشهادة الرئيسية طبقاً لما هو موضح في الشرط ٢ (الصيغة والفئة).

يتم سداد الدفعات المتعلقة بالصكوك وفقاً لاتفاقية إدارة الدفعات التي ستبرم في أو قريباً من تاريخ الإقفال ("اتفاقية إدارة الدفعات") بين، وضمن أطراف أخرى، المصدر والبنك السعودي البريطاني بصفته مدير الدفعات ("مدير الدفعات"، وهو مصطلح يشمل أي خلف أو مدير دفعات آخر يتم تعيينه بخصوص الصكوك).

ويعتبر كل حامل صكوك أولي، بشرائه وتملكه للصكوك، أنه قد فوض وصادق ووافق على قيام وكيل حملة الصكوك وأمين موجودات الصكوك بإبرام وثائق الصكوك (كما هي معرفة في هذه الشروط) التي هو طرف فيها وعلى شروط وأحكام كل وثيقة من وثائق الصكوك.

تعتبر بعض نصوص هذه الشروط ملخصات لإعلان الوكالة وتخضع لأحكامه التفصيلية. ويعتبر حملة الصكوك ملزمين ومدركين لجميع أحكام إعلان الوكالة المنطبق عليهم. وطالما أن الصكوك سارية المفعول فسوف تتوفر نسخ من إعلان الوكالة واتفاقية إدارة موجودات الصكوك واتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك وتعهد الشراء (كما هي معرفة في هذه الشروط) للمعاينة اعتباراً من تاريخ الإقفال من قبل حملة الصكوك أثناء ساعات العمل المعتادة في المكاتب المحددة لكل من

ملحق رقم (2): الصفحة 12 من نشرة إصدار صكوك ملكية منفعة موجودات للشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك".

شروط وأحكام الصكوك

فيما يلي نص شروط وأحكام الصكوك (شروط اكتمالها وتعديلها) التي ستترفق (طبقاً لنصوصها) بالشهادة الرئيسية وتطبق عليها.

مقدمة

يمثل كل صك من الصكوك التي ستنتهي في يوليو عام ٢٠٢٧م ("الصكوك") حصة مشاعة في ملكية منفعة موجودات الصكوك (طبقاً لتعريفها أدناه) التي تحتفظ بها شركة سابك للصكوك ("أمين موجودات الصكوك"، وهو مصطلح يتضمن أي خلف لأمين موجودات الصكوك فيما يتعلق بموجودات الصكوك) لمصلحة حملة الصكوك المسجلين ("حملة الصكوك").

ووفقاً لإعلان وكالة ("إعلان الوكالة") يتم إبرامه في أو قريباً من تاريخ الإقفال (كما هو معرف أدناه) بين المُصدّر (كما هو معرف في هذه الشروط) وأمين موجودات الصكوك واتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة بصفتها وكيل لحملة الصكوك (وكيل حملة الصكوك) وهو مصطلح يتضمن أي خلف لوكيل حملة الصكوك فيما يتعلق بالصكوك)، سيتم تعيين وكيل حملة الصكوك للعمل كوكيل وتعيين أمين موجودات الصكوك للعمل كأمين لموجودات الصكوك (كما هو معرفة أدناه) لصالح نيابة عن حملة الصكوك. ويعتبر كل حامل صكوك باكتتابه وشراؤه وامتلاكه للصكوك موافقاً على شروط إعلان الوكالة، على أن يشمل ذلك، ودون حصر، تعيين وكيل حملة الصكوك وتعيين أمين موجودات الصكوك.

في هذه الشروط تعتبر الإشارة إلى كلمة "صكوك" إشارة إلى الصكوك كما هي ممثلة في الشهادة الرئيسية طبقاً لما هو موضح في الشرط ٢ (الصيغة والفئة).

يتم سداد الدفعات المتعلقة بالصكوك وفقاً لاتفاقية إدارة الدفعات التي ستبرم في أو قريباً من تاريخ الإقفال ("اتفاقية إدارة الدفعات") بين، وضمن أطراف أخرى، المُصدّر والبنك السعودي البريطاني بصفته مدير الدفعات ("مدير الدفعات"، وهو مصطلح يشمل أي خلف أو مدير دفعات آخر يتم تعيينه بخصوص الصكوك).

ويعتبر كل حامل صكوك أولي، بشراؤه وتملكه للصكوك، أنه قد فوض وصادق ووافق على تعيين وكيل حملة الصكوك وكيلا له وقيام وكيل حملة الصكوك وأمين موجودات الصكوك بإبرام وثائق الصكوك (كما هي معرفة في هذه الشروط) التي هو طرف فيها وعلى شروط وأحكام كل وثيقة من وثائق الصكوك.

تعتبر بعض نصوص هذه الشروط ملخصات لإعلان الوكالة وتخضع لأحكامه التفصيلية. ويعتبر حملة الصكوك ملزمين ومدركين لجميع أحكام وثائق الصكوك المنطبق عليهم. تتوفر نسخ من إعلان الوكالة واتفاقية إدارة موجودات الصكوك واتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك وتعهد الشراء (كما هي معرفة أدناه) للمعاينة اعتباراً من تاريخ الإقفال من قبل حملة الصكوك أثناء ساعات العمل المعتادة في المكاتب المحددة لكل من المُصدّر وأمين موجودات الصكوك ووكيل حملة الصكوك، والمذكورة مكاتبتهم في نشرة الإصدار.

ملحق رقم (3): الصفحة 38 من نشرة إصدار صكوك شركة صدارة للخدمات الأساسية.

شركة صدارة للخدمات الأساسية

يتعين على حملة الصكوك المحتملين ملاحظة أنه ليس لديهم مستحقات مادية في أصول المشروع أو في حقوق ملكية في أصول المشاركة الأخرى، مثل المساهمة من قبل الشركاء (بما في ذلك المساهمة الرأسمالية العينية المقدمة من صدارة لحقوقها وفوائدها، ومستحقاتها في ونحو وبموجب اتفاقية تأجير الأرض الصناعية)؛

إن حيازة الصكوك لا تخول حملة الصكوك الحيازة لأصول المشروع، أو ملكية أصول المشاركة الأخرى مثل مساهمات الشركاء (بما في ذلك المساهمة الرأسمالية العينية المقدمة من صدارة والمثلة بحقوقها، وفوائدها، ومستحقاتها في ونحو وبموجب اتفاقية تأجير الأرض الصناعية الرئيسية). كل صك يمثل المصلحة الخاصة بحامله في أصول الصكوك، والتي تم تحديدها في قسم "أحكام وشروط الصكوك - الشرط 4-1 (أصول الصكوك)" من هذه النشرة، وتشمل كافة حقوق وملكيات ومصالح وفوائد المصدر، الحالية والمستقبلية، في ونحو وبموجب وثائق صنفقة الصكوك التي هو طرف فيها أو التي هو أحد المستفيدين منها، أو بخلاف ذلك له أي من تلك الحقوق، والملكيات، والمصالح، والفائدة، ولكنه لا يشمل الحيازة لأصول المشروع أو ملكية أصول المشاركة الأخرى. وكل صك يخول حامله باستلام توزيعات دورية من المصدر للمبالغ المنصوص على استحقاقها عليه بموجب أحكام وشروط الصكوك (كما هي محددة في هذه النشرة).

على وجه الخصوص على حملة الصكوك المحتملين ملاحظة أن - وكما هو موضح بمزيد من التفصيل في بند عوامل المخاطرة المعنون بـ "الضمان الممنوح من صدارة للدين الأعلى مرتبة (بما ذلك تسهيلات الصكوك) محدود وتنفيذه يخضع لبعض الشكوك" - الأصول المادية لصدارة غير مضمونة لمصلحة مشاركي التمويل ذوي الأولوية (بمن فيهم المصدر)، وغير مشمولة بالتالي كجزء من الملكية المضمونة كما في تاريخ نشرة الإصدار هذه، وأن صندوق التنمية الصناعية السعودي، اعتباراً من التاريخ الذي ينضم فيه إلى ترتيبات تمويل صدارة كمشارك تمويل ذي أولوية، سيحصل على رهن ذي أولوية أولى على مجمع صدارة وجميع الأصول المادية الأخرى المتعلقة بالمشروع، بما في ذلك أصول المشروع (إن انطبق)، وسوف يعتمد حملة الصكوك (من خلال المصدر بصفته مشاركاً ذا أولوية في الصكوك) على اتفاقية صندوق التنمية الصناعية السعودي بأن يعيد المتحصلات المتبقية بعد تنفيذ مصالح الضمان ذات العلاقة التي يمتلكها على الأصول المادية لصدارة وفقاً لاتفاقية التنازل عن مصالح الضمان مع صندوق التنمية الصناعية السعودي.

إن مصالح الضمان التي تم إنشاؤها بموجب وثائق ضمان المصدر تم وصفها في هذا القسم أذناه تحت البند الذي عنوانه "تتضمن ضمانات حملة الصكوك بشكل رئيسي على ضمان الحقوق التعاقدية للمصدر وفقاً لوثائق ضمان المصدر. وحملة الصكوك ليسوا مضمونين مباشرة بموجب الضمان المقدم من قبل صدارة لأمين ووكيل الضمان الخارجي ووكيل الضمان المحلي". وإذا ما تم تنفيذها، فستخول حملة الصكوك (من ضمن أشياء أخرى) بالاستفادة من الحقوق التعاقدية للمصدر لاستلام الدفعات من صدارة للمبالغ المختلفة بموجب وثائق صنفقة الصكوك. غير أنها لا تخول حملة الصكوك حيازة أو الحق في بيع أو تأجير أصول المشروع أو أصول المشاركة الأخرى.

هناك مخاطرة بأن إصدار الصكوك من قبل المصدر قد يكون خارج نطاق طلاحيته:

إن نظام الشركات السعودي لا ينص صراحة على إصدار أوراق مالية ذات طبيعة مشابهة للصكوك من قبل شركة سعودية مساهمة (مثل المصدر). غير أنه يجدر بحملة الصكوك ملاحظة ما يلي:

- لا يحتوي نظام الشركات على أي أحكام تمنع صراحة الشركة المساهمة السعودية من إصدار أوراق مالية ذات طبيعة مشابهة للصكوك.
- تمثل الصكوك مصالح كل حامل صكوك في أصول الصكوك، ولا يمنع نظام الشركات السعودي الشركات السعودية من نقل أي من حقوقها و/أو التزاماتها بموجب أي عقد تكون طرفاً فيه.
- النظام الأساسي للمصدر يخوله بشكل محدد بإصدار سندات بما في ذلك سندات الدين والصكوك.
- تم اعتماد طرح وإصدار الصكوك من قبل هيئة السوق المالية التي تنظم طرح وإصدار الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية.

غير أنه لم يحدث سابقاً في المملكة أن أي أوراق مالية أو سندات ذات طبيعة مشابهة للصكوك كانت عرضة للتأويلات القانونية أو التنفيذ في المملكة العربية السعودية، وبالتالي فمن غير المؤكد على وجه التحديد كيف وإلى أي حد يمكن أن تعتبر محكمة سعودية أو اللجنة أن الصكوك تم إصدارها حسب الأصول من قبل المصدر.

تسليم أصول المشروع بموجب اتفاقية الشراء ليس شرطاً لتاريخ اكتمال المشروع، والذي تنتهي عنده ضمانات الاكتمال:

من الممكن أن يحل تاريخ اكتمال المشروع دون أن تكمل صدارة إنشاء جميع أصول المشروع موضوع التزامات الشراء بموجب اتفاقية الشراء. وهذا يعني على الرغم من ذلك انتهاء ضمانات الاكتمال بحلول تاريخ اكتمال المشروع، وعليه فإن أي مدفوعات مستحقة أو واجبة السداد بعد ذلك من قبل صدارة بموجب وثائق صنفقة الصكوك لن تستفيد من أحكام تلك الوثائق.

في حال لم تتم صدارة بإنشاء جميع أصول المشروع، فسوف يؤدي هذا الإخفاق إلى عدم التسليم بموجب اتفاقية الشراء، مما يتسبب في (1) استحقاق دفع تعويضات التسليم المتأخر من قبل صدارة على أساس دوري إذا ما استمر عدم التسليم هذا بعد التاريخ المحدد كتاريخ اكتمال مستهدف، و(2) إذا تم إنهاء اتفاقية الشراء قبل تسليم أصول المشروع، فيجب أن يتم دفع مبلغ إنهاء شراء المصدر (لتمويل استرداد الصكوك) الناتج عن ذلك. إن قابلية تنفيذ

ملحق رقم (4): الصفحة 53 من نشرة إصدار صكوك شركة صادرة للخدمات الأساسية.



٢. نقل الصكوك:

٢-١ عمليات النقل

مع مراعاة الشرطين ٢-٢ (فترات حظر النقل) و ٢-٤ (اللوائح) وأحكام اتفاقية إدارة الدفعات الخاصة بالصكوك، فإنه يجوز نقل الصكوك فقط بمضاعفات الرقم ٥٠,٠٠٠ ريال، وشريطة أنه اعتباراً من وشاملاً تاريخ الإقتال حتى وشاملاً التاريخ الذي يصادف بعد ستة أشهر من تاريخ الإقتال، فإن أي امتلاك للصكوك يجب أن يكون من وقت لآخر بمبلغ لا يقل بالإجمال عن (١) مليون ريال سعودي (باستثناء عندما يقوم حامل الصكوك المذكور بنقل كامل ملكيته من الصكوك)، ووفقاً للقواعد والإجراءات المعتمدة لدى المسجل من خلال تزويد المسجل بالمعلومات التي تشترطها اللوائح والإجراءات.

يجوز نقل الصك إلى أي شخص شريطة: (أ) أن يكون شخصاً طبيعياً ويحمل جنسية المملكة العربية السعودية ("المملكة")، أو (ب) أي شخص اعتباري آخر مؤسس بصفة دائمة في المملكة ولديه رقم سجل تجاري ساري المفعول صادر من وزارة التجارة والصناعة (أو أي جهة تخلفها)، ولديه في أي من الفئتين (أ) و(ب) حساب بنكي في المملكة، وهو خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

٢-٢ الرسوم

يخضع نقل الصكوك لرسوم يتقاضاها المسجل ويتحملها المتنازل والمتنازل إليه وفقاً لقواعد وإجراءات المسجل. وتجنباً للبيس، لا يتحمل المصدر ولا وكيل حملة الصكوك مسؤولية دفع أي تكاليف يفرضها المسجل. ولن يتم فرض أي رسوم أخرى على المصدر أو وكيل حملة الصكوك بالنسبة لنقل الصكوك.

٢-٣ فترات حظر النقل

لا يجوز لحامل الصك أن يطلب تسجيل نقل الصك خلال فترة الخمسة أيام التي تقع قبل وتنتهي في نهاية تاريخ استحقاق أي دفعة من مبلغ التوزيع النهائي (كما هو معرف في الشرط ٨-١ (الإنهاء المجدول)) أو أي مبلغ توزيع دوري (كما هو معرف في الشرط ٦-٦ (تحديد سعر سايبور))، أو أي مبالغ توزيع ثابتة (كما هو معرف في الشرط ٨-٦ (الاسترداد الجزئي)) و/أو مبالغ التوزيع الإضافية (كما هو معرف في الشرط ٨-٦ (الاسترداد الجزئي)) و/أو مبلغ السداد المبكر الإضافي (كما هو معرف في الشرط ٨-٣ (ج) (الإنهاء المبكر بناء على اختيار المصدر)).

٢-٤ اللوائح

تتم جميع عمليات نقل الصكوك وقيودها في السجل وفقاً للوائح والإجراءات المعتمدة لدى المسجل وأحكام كل من اتفاقية التسجيل، واتفاقية الإدراج، واتفاقية تحميل بيانات المصدر، اللتان سيتم تأريخهما قبل تاريخ الإقتال بين المصدر والمسجل (اتفاقية التسجيل)، علماً بأنه يجوز للمسجل تغيير هذه اللوائح والإجراءات في أي وقت.

٣. وضع الصك، والضمان، و ضمانات الاكتمال، ومحدودية حق الرجوع

٣-١ وضع الصك

تمثل الصكوك مصالح ملكية انتفاعية غير مجزأة في موجودات الصكوك، وتمثل التزامات مباشرة على المصدر مضمونة وغير مشروطة وذات أولوية في التسديد ومع مراعاة أولوية التوزيع المحددة في الشرط (٤-٢) (استخدام عائدات موجودات الصكوك)، وستكون في كل الأوقات في مرتبة متساوية دون أي أفضلية أو أولوية فيما بينها.

٣-٢ الضمان

سيتم ضمان التزامات المصدر بموجب الصكوك بالطريقة المنصوص عليها في وثائق ضمان المصدر. أما حقوق المصدر بموجب وثائق التمويل التي هو طرف فيها، فهي إلى جانب أصول المصدر الأخرى، مضمونة لصالح وكلاء ضمان المصدر (كما هو محدد في الشرط ٤-١ (موجودات الصكوك)) وفقاً لوثائق ضمان المصدر. ويمكن تنفيذ هذا الضمان وفقاً لشرطه فقط، وبعد تنفيذ هذا الضمان، يمكن لوكلاء ضمان المصدر توجيه المصدر بشأن تنفيذ حقوقه بموجب وثائق التمويل التي هو طرف فيها، أو ممارستها باسمهم الخاص كوكلاء مفوضين حسب الأصول من جانب المصدر.

طالما بقيت أي صكوك قائمة، فإن وكلاء ضمان المصدر سيطلبون تعليمات وكيل حملة الصكوك ويعملون وفقاً لها، ولا يجوز إلا لوكلاء ضمان المصدر فقط تنفيذ أعباء الضمان بموجب وثائق ضمان المصدر، وخلاف وكيل حملة الصكوك، الذي يمكنه القيام بالإجراء المسموح به وفقاً لإعلان الوكالة الخاصة بالصكوك وهذه الشروط (وغيرها من وثائق التمويل بقدر انطباقها)، يمكن لوكلاء ضمان المصدر فقط رفع دعوى ضد المصدر وفقاً لاتفاقية الدائنين لتنفيذ حقوق الأطراف المضمونة من جانب المصدر ضد المصدر، سواء نشأت هذه الحقوق بموجب القانون العام أو بمقتضى وثائق ضمان المصدر أو غيرها من وثائق التمويل أو غير ذلك، ولا يحق لأي من الأطراف المضمونة من جانب المصدر اتخاذ أي إجراء آخر يكون وكلاء ضمان المصدر ملزمين بالقيام به أو مخولين بذلك، إلا إذا فشل وكلاء ضمان المصدر في ذلك أو تهاونوا فيه بعد أن أصبحوا ملزمين به، وطالما كانت أي صكوك قائمة، إذا فشل وكلاء ضمان المصدر في القيام بأي إجراء أو تهاونوا فيه بعد أن أصبحوا ملزمين به، عندئذ فقط يمكن لحملة الصكوك القيام بذلك الإجراء، ولكن بشرط أن يكون ذلك

ملحق رقم (5): الصفحة 37 من نشرة إصدار صكوك شركة إعمار.

Distribution:	Trust Certificates may be distributed by way of private or public placement and in each case on a syndicated or non-syndicated basis.
Currencies:	Subject to any applicable legal or regulatory restrictions, any currency agreed between the Issuer, Emaar and the relevant Dealer.
Maturities:	The Trust Certificates will have such maturities as may be agreed between the Issuer, Emaar and the relevant Dealer, subject to such minimum or maximum maturities as may be allowed or required from time to time by the relevant central bank (or equivalent body) or any laws or regulations applicable to the Issuer, Emaar or the relevant Specified Currency.
Issue Price:	Trust Certificates may only be issued on a fully-paid basis and at an issue price which is at par.
Form of Trust Certificates:	The Trust Certificates will be issued in registered form as described in “ <i>Form of the Trust Certificates</i> ”.
Status:	Each Trust Certificate will evidence an undivided beneficial ownership interest of the Certificateholders in the Trust Assets of the relevant Series, will be a limited recourse obligation of the Issuer and will rank <i>pari passu</i> , without any preference or priority, with all other Trust Certificates of the relevant Series issued under the Programme.
Periodic Distributions:	Certificateholders are entitled to receive Periodic Distribution Amounts calculated on the basis specified in the applicable Final Terms.
Redemption of Trust Certificates:	Trust Certificates shall be redeemed at the Dissolution Amount specified in the applicable Final Terms.
Face Amount of Trust Certificates:	The Trust Certificates will be issued in such face amounts as may be agreed between the Issuer, Emaar and the relevant Dealer save that the minimum face amount of each Trust Certificate will be such amount as may be allowed or required from time to time by the relevant central bank (or equivalent body) or any laws or regulations applicable to the relevant Specified Currency, see “ <i>Certain Restrictions</i> ” above, and save that the minimum face amount of each Trust Certificate admitted to trading on a regulated market within the European Economic Area or offered to the public in a Member State of the European Economic Area in circumstances which require the publication of a prospectus under the Prospectus Directive will be €100,000 (or, if the Trust Certificates are issued in a currency other than euro, the equivalent amount in such currency).
Dissolution Events:	Upon the occurrence of any Dissolution Event, the Trust Certificates may be redeemed on the Dissolution Date at 100 per cent. of their face amount and the relevant Return Accumulation Period may be adjusted accordingly. See Condition 15.
Optional Dissolution:	If so specified in the applicable Final Terms, a Series of Trust Certificates may be dissolved prior to its Maturity Date in the circumstances set out in Condition 11.2 and Condition 11.3.
Total Loss Event:	If Total Loss Event is specified in the applicable Final Terms as applying in relation to the Series, the occurrence of a Total Loss Event will result in the redemption of the Trust Certificates of that Series and the consequent dissolution of the relevant Trust. The Servicing Agent is responsible for ensuring that, in the event of a Total Loss Event occurring, all insurance proceeds in respect thereof are paid in U.S. dollars directly into the Transaction Account by no later than the 30th day after the occurrence of the Total Loss Event.

ملحق رقم (6): الصفحة 55 من نشرة إصدار صكوك شركة أرامكو توتال العربية للخدمات.

شركة أرامكو توتال العربية للخدمات

شروط وأحكام الصكوك

فيما يلي الأحكام والشروط التي تنطبق على الصكوك بالصيغة التي سيتم جدولتها في المجلد بالتوافق مع إعلان الوكالة ضمن الملحق ٢ (شروط الصكوك وأحكامها).

إن كل واحدة من الصكوك البالغة قيمتها * ريال سعودي وتستحق في تاريخ الإنهاء المقرر (الصكوك) صادرة عن شركة أرامكو توتال العربية للخدمات (المصدر).

يتم تسديد الدفعات المرتبطة بالصكوك طبقاً لاتفاقية إدارة الدفعات المؤرخة بتاريخ الإقفال (كما هو معرف في الشرط ٦-٢ (تعريف سايبور)) (اتفاقية إدارة الدفعات) والمبرمة بين المصدر وشركة أرامكو السعودية توتال للتكرير والبتروكيماويات (ساتورب) (ساتورب)، وأتش أس بي سي العربية السعودية المحدودة (بصفتها وكيل حملة الصكوك)، ومجموعة سامبا المالية كمدير الدفعات (بهذه الصفة، ويشار إليها مع مديري الدفعات الآخرين الذين يتم تعيينهم من وقت لآخر بخصوص الصكوك، بسمير الدفعات)، وآخرين.

تشتمل البيانات الواردة في هذه الشروط على ملخصات للأحكام المفصلة لوثائق الصيغة وتخضع لتلك الأحكام (كما هو محدد في إعلان الوكالة ووردت تفاصيله في الشرط ٤-١ (موجودات الصكوك)). وفي هذه الشروط، سيكون للكلمات والمصطلحات المعرفة في إعلان الوكالة أو التي تم إدراج تعريفاتها ضمناً في ذلك الإعلان، نفس المعاني المستخدمة في هذه الوثيقة، إضافة لذلك، فإن قواعد الإنشاء أو التفسيرات الموضحة في إعلان الوكالة (بما في ذلك الواردة في البند ٢-١ منها) ستطبق على هذه الشروط بنفس القدر كما لو أنها جميعاً وردت في هذه الشروط. تتوفر نسخ من وثائق الصيغة للمعابنة خلال ساعات الدوام العادية في المكتب المحدد لوكيل حملة الصكوك، ويعتبر حملة الصكوك بأنهم على علم بجميع أحكام وثائق الصيغة المنطبقة عليهم.

يعتبر كل واحد من حملة الصكوك بشرائه مصلحة في صك واقتنائه لها، أنه: (١) يفوض المصدر، نيابة عن حملة الصكوك، ويطلب منه استخدام المبالغ التي دفعها بخصوص شهادته في شراء حصة تناسبية من موجودات الصكوك (كما هي معرفة في الشرط ٤-١ (موجودات الصكوك)). (٢) وافق على تعيين وكيل حملة الصكوك كوكيل له فيما يتعلق بالصكوك وفقاً للأحكام الواردة في إعلان الوكالة وهذه الشروط، وكلاء ضمان المصدر كوكيل له وفقاً للأحكام الواردة في وثائق ضمان المصدر وفي هذه الشروط. (٣) وافق على تعيين المصدر وكليلاً له فيما يتعلق بموجودات الصكوك وفقاً للأحكام الواردة في إعلان الوكالة وهذه الشروط. (٤) صادق ووافق على دخول المصدر ووكيل حملة الصكوك وكلاء ضمان المصدر في وثائق الصيغة التي يمثلان طرفين فيها و(٥) وافق كما هو محدد في الشرط ٣-٥ (اتفاقية حملة الصكوك).

١ الصيغة والفئة وحق الملكية

١-١ الصيغة والفئة

يتم إصدار الصكوك في صيغة مسجلة من فئة ١٠٠,٠٠٠ ريال سعودي وبمضاعفات الرقم ١٠٠,٠٠٠ ريال سعودي لما زاد عن ذلك، على الأقل المبلغ الأدنى للاكتتاب عن ١,٠٠٠,٠٠٠ ريال سعودي، ويسمح بنقل ملكية الصكوك كما هو موضح في الشروط، شريطة أنه اعتباراً من تاريخ الإقفال (وشاملاً ذلك التاريخ) لغاية (وشاملاً) تاريخ الذكرى الثامنة على تاريخ الإقفال، فإن أي حيازة للصكوك من قبل أي من حملة الصكوك يجب أن تكون من وقت لآخر بمبلغ لا يقل عن مجموع ١,٠٠٠,٠٠٠ ريال سعودي (باستثناء ما إذا قام حامل الصكوك ذلك بتحويل كامل حيازته من الصكوك)، وستتمثل الصكوك عند إصدارها بصك رئيسي يودع لدى وكيل حملة الصكوك، ولن يتم إصدار صكوك فردية تمثل حصة في الصكوك الرئيسية، ولكن يمكن لحملة الصكوك أن يحصلوا عند الطلب على كشف من شركة سوق الأسهم السعودية (تداول) (المسجل) يبين حصتهم من الصكوك كما هي مفيدة في السجل، وسوف تمثل الصكوك الرئيسية كل الصكوك المتعلقة وما يملكه حملة الصكوك كحصة انتفاعيه مشاع في موجودات الصكوك.

٢-١ حق الملكية

يحتفظ المسجل بسجل للصكوك (السجل) وفقاً لأحكام اتفاقية التسجيل، سيتم معاملة الحامل المسجل لأية شهادة (باستثناء ما يقتضيه القانون بخلاف ذلك) على أنه الحامل المطلق للشهادة بالنسبة لجميع الأغراض (سواء كان هناك دفعة على الصك متأخرة السداد أم لا وبغض النظر عن أي إشعار ملكية أو أمانة يخص الصك أو أية مصلحة فيها أو أية كتابة عليها أو في حال سرقتها أو فقدانها)، ولن تقع على أي شخص أية مسؤولية قانونية نتيجة لمعاملة من يحمل أية شهادة، وسوف يقر المصدر بحامل الصك المسجل وأحقبته في امتلاك شهادته خالية من أية مشاركة أو مقاصة أو مطالبية مقابلة من جانب المصدر ضد حامل الصك الأصلي أو أي حامل وسيط لها، وفي هذه الشروط، يقصد بمصطلح حامل الصك (وفيما يتعلق بالصك) الحامل المعاني المحددة في إعلان الوكالة.

٢ تحويل الصكوك

١-٢ عمليات التحويل

مع مراعاة الشرطين ٢-٣ (فترات حظر التحويل) و ٢-٤ (اللوائح) وأحكام اتفاقية إدارة الدفعات، فإنه يجوز تحويل الصكوك فقط بمضاعفات الرقم ١٠٠,٠٠٠ ريال، شريطة أنه اعتباراً من تاريخ الإقفال (وشاملاً ذلك التاريخ) لغاية (وشاملاً) تاريخ الذكرى الثامنة على تاريخ الإقفال، فإن أي حيازة للصكوك من قبل أي من حملة الصكوك يجب أن يكون من وقت لآخر بمبلغ لا يقل عن مجموع ١,٠٠٠,٠٠٠ ريال سعودي (باستثناء ما إذا قام حامل الصكوك ذلك بتحويل كامل حيازته من الصكوك)، ووفقاً للقواعد والإجراءات المعتمدة لدى المسجل من خلال تزويد المسجل بالمعلومات التي تشترطها اللوائح والإجراءات.

ملحق رقم (7): أول صفحة في ملخص إصدار ضمن نشرة إصدار صكوك الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات "سبكيم".

٣. ملخص الإصدار

الأطراف

المصدر: الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكيم)

مدير الإصدار ومدير استقبال الرياض المالية و دويتشه لأوراق المالية السعودية ذ.م.م
العروض:

وكيل حملة الصكوك: الرياض المالية

مدير الدفعات: بنك الرياض

المسجل: تداول السوق المالية السعودية (تداول)

ملخص المضاربة:

اتفاقية المضاربة: سوف يتم إنشاء المضاربة (المضاربة) بواسطة اتفاقية المضاربة المؤرخة في أو حوالي تاريخ الإغلاق بين المصدر (كمضارب) ووكيل حملة الصكوك بالنيابة عن حملة الصكوك (كرب المال).

تبدأ المضاربة من تاريخ الإقفال وتنتهي إما: (١) في موعد أقصاه تاريخ التوزيع الدوري الأخير الذي يصادف أو يكون أقرب إلى • (تاريخ الانتهاء) والتاريخ الذي يتم فيه استرداد صكوك المضاربة بالكامل؛ أو (٢) في حالة استرداد صكوك المضاربة بالكامل قبل تاريخ الانتهاء، في اليوم الذي يلي مباشرة ذلك الاسترداد.

أصول المضاربة: يقوم المصدر بالبيع إلى وكيل حملة الصكوك (متصرفاً باسم والنيابة عن حملة الصكوك) منفعة غير مجزأة في أعمال المصدر الحالية والمستقبلية (بما في ذلك، ومن بين أمور أخرى، الحق في المشاركة في التوزيعات وأية دفعات أخرى يتم تسديدها من قبل أي شركة تابعة إلى المصدر عند استلامها من قبل المصدر، ولكن باستثناء حصص أية شركة تابعة إلى المصدر أو أية منفعة في تلك الحصص أو أية أصوات ملحقه بها) وذلك طبقاً لاتفاقية تحويل حقوق المنفعة (اتفاقية تحويل حقوق المنفعة) والتي سوف تشمل أصول مضاربة (أصول مضاربة).

سوف يقر المصدر في تاريخ الإقفال بالحصصة غير المجزئة لوكيل حملة الصكوك (متصرفاً باسم و نيابة عن حملة الصكوك) في أصول المضاربة.

ملحق رقم (8): الصفحة 34 من نشرة إصدار صكوك ملكية منقعة موجودات للشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك".

وصف وثائق الصكوك

ما يلي هو مجرد ملخص لبعض الشروط الأساسية لاتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك واتفاقية إدارة موجودات الصكوك وتعهد الشراء. و يعتبر هذا الملخص للمعلومية فقط ولا يعتبر شاملا لهذه الوثائق (ويجب أن لا يفسر كذلك)، وبالتالي يتعين على حملة الصكوك المحتملين ملاحظة أن هذا الملخص لا يشكل بديلا للإطلاع على وثائق الصكوك المعنية بكاملها، والتي تتوفر للمعاينة أثناء ساعات العمل المعتادة من تاريخ الإقفال إلى تاريخ الإتهاء أو الشراء المبكر لكل الصكوك في المكاتب المحددة لكل من المُصدر وأمين موجودات الصكوك ووكيل حملة الصكوك. كما نذكر عناية حملة الصكوك المحتملين بأنهم ملزمون، وفقا للشروط، بجميع نصوص وثائق الصكوك ويعتبرون مدركين لتلك النصوص.

سيكون لكل من المصطلحات المستخدمة وغير المعرفة في هذا القسم، المعنى المحدد لها في الشروط.

تشمل موجودات الصكوك حقوقا والتزامات معينة للمُصدر فيما يتعلق بحصة مشاعة في كل اتفاقية تسويق تساوي النسبة المئوية المطبقة لكل اتفاقية تسويق معينة، وتحديدا:

- (أ) حقوق المُصدر بموجب كل اتفاقية لتسويق وبيع المنتجات التي تتوفر له بواسطة الأطراف المقابلة في كل اتفاقية تسويق معينة والحق في قبض رسوم التسويق الخاصة بذلك؛ و
- (ب) التزامات المُصدر، بشكل عام، بموجب اتفاقيات التسويق بتقديم خدمات التسويق والبيع فيما يتعلق بالمنتجات التي تتوفر له بواسطة الأطراف المقابلة المعنية؛

ويُشار إلى النسبة المئوية المطبقة لهذه الحقوق والالتزامات التي تُشكل تلك الحصة المشاعة باعتبارها "حقوقا محددة" و"التزامات محددة"، على الترتيب.

موجودات الصكوك والحقوق والمستحقات المتصلة بها موصوفة بدقة في اتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك وسيتم شراء هذه الحقوق والمستحقات من قبل حملة الصكوك (عن طريق وكيل حملة الصكوك) من المُصدر لمدة ٢٠ سنة وسيقوم المُصدر بتحويل موجودات الصكوك إلى أمين موجودات الصكوك لمصلحة حملة الصكوك. ٢٠% من بعض الحقوق والالتزامات المحددة بموجب اتفاقيات التسويق (كما هي معرفة أدناه) قد حولت سابقا إلى أمين موجودات الصكوك لتكون موجودة صكوك متعلقة بصكوك سابك الصادرة في ٢٠٠٦ والتي تنتهي في ٢٠٢٦ بقيمة ٣,٠٠٠,٠٠٠,٠٠٠ ريال سعودي.

اتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك

يبرم المُصدر وأمين موجودات الصكوك ووكيل حملة الصكوك اتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك والتي بموجبها:

- (١) يوافق المُصدر على أن يحول ملكية موجودات الصكوك إلى أمين موجودات الصكوك لمصلحة حملة الصكوك لمدة ٢٠ سنة.
- (٢) يبدأ سريان مفعول تحويل ملكية موجودات الصكوك في اعتبارا من تاريخ الإقفال وبظل نافذا بالنسبة لكل اتفاقية تسويق وحتى (أ) تاريخ انتهاء فترة التحويل (كما هي معرفة في اتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك) أو (ب) إنهاء أو انتهاء اتفاقية التسويق المعنية، أيهما يحدث أولا.
- (٣) إن تحويل ملكية موجودات الصكوك لا يخول أي حامل صكوك الحق في (أ) القيام بتسويق أو بيع أي منتجات ينتجها أي طرف مقابل محدد؛ (ب) تسلّم أو طلب أي منتجات من المُصدر أو أي طرف مقابل محدد؛ (ج) ودون إخلال بأي حق لحامل الصكوك في قبض مبلغ التوزيع الدوري ومبلغ العجز الدوري (إن وجد) والمبلغ الإضافي (إن وجد) والمبلغ المحدد (إن وجد) وفقا للشروط، قبض أو طلب أي رسوم دخل أو أي مبالغ أخرى من أي طرف مقابل محدد؛ (د) الحق في أي حقوق أو مطالبات في مواجهة أي طرف مقابل محدد فيما يتعلق بنوع أو كمية أو جودة المنتجات المنتجة من قبله؛ (هـ) استلام أو طلب أي معلومات من المُصدر أو أي طرف مقابل محدد فيما يتعلق بأعمال أو عمليات أي طرف مقابل محدد؛ (و) استلام أو طلب أي نسخ لأي اتفاقيات تسويق أو أي معلومات تتعلق بها تشكل إضافة إلى المعلومات الواردة في اتفاقية تحويل ملكية موجودات الصكوك ونشرة الإصدار؛ (ز) إرسال أي توجيهات أو تعليمات إلى أي طرف مقابل محدد فيما يتعلق بمزاولة أنشطته أو عملياته أو الطلب منه التقيد بأي توجيهات أو تعليمات من أي حامل صكوك، أو فيما يتعلق بأي مصلحة مهما كان نوعها في أي طرف مقابل محدد أو أصوله أو أعماله أو المنتجات التي ينتجها؛ (ح) تعديل أو إضافة أو وقف أو

ملحق رقم (9): الصفحة 147 من نشرة إصدار صكوك ملكية منقعة موجودات للشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك".

ثالثاً: الدفع إلى حملة الصكوك في نهاية كل سنة خامسة، مبلغ إضافي يصل إلى ما يعادل ١٠% من إجمالي القيمة الاسمية للصكوك كما هي في يوم العمل الثالث الذي يسبق مباشرة تاريخ سنة خامسة (العائد الإضافي).

رابعاً: يبقى المتبقي من الاحتياطي مع المدير ليستخدم في تغطية الخطوات أولاً وثانياً وثالثاً أعلاه في نهاية كل سنة خامسة، وحين تتم تصفية الصكوك وفي ذلك الوقت فقط يُدفع باقي رصيد حساب الاحتياطي إلى مدير موجودات الصكوك كحافز آتاعاب لإدارة موجودات الصكوك سواء أكانت التصفية قبل نهاية المدة (٢٠ عاماً) أو بعد نهاية المدة.

التعويض عن الأضرار:

يثبت الضرر المستحق للتعويض بظهور العجز نتيجة إهمال المدير أو تقصيره في الحالات التالية:

أ- إذا كان إجمالي صافي الدخل والاحتياطي الموزع على حملة الصكوك، في أي تاريخ توزيع دوري، غير كاف لدفع مبلغ التوزيع الدوري إلى حملة الصكوك و/أو

ب- إذا كانت مبالغ الاحتياطي الموزعة على حملة الصكوك، في أي تاريخ سنة خامسة، غير كاف لدفع مبلغ العائد الإضافي إلى حملة الصكوك.

و في هاتين الحالتين يحق لحملة الصكوك الحصول على تعويض عن الضرر المتمثل في العجز من المدير بمجرد الإثبات المعقول لإهمال المدير أو تقصيره.

تعهد الشراء:

تقوم سابك بتوقيع تعهد شراء ملزم لصالح حملة الصكوك تتعهد بموجبه بشراء كل أو بعض الصكوك في نهاية كل خمس سنوات الا في حالات الإخفاق إذ يجب على المصدر شراء الصكوك حسب المادة رقم (١١) بعد إرسال إشعار الممارسة بواسطة وكيل حملة الصكوك نيابة عن جميع أو أي من حملة الصكوك ويكون ثمن الشراء على النحو التالي:

الفترة	ثمن الشراء (نسبة مئوية من القيمة الاسمية للصك)
في نهاية السنة الخامسة (٥)	90%
في نهاية السنة العاشرة (١٠)	٦٠%
في نهاية السنة الخامسة عشرة (١٥)	٣٠%

و يتم إصدار إشعار الممارسة عند حلول أي تاريخ سنة خامسة.

وفي وقت شراء الصكوك في كل فترة، يكون لحملة الصكوك الحق في تعبئة نموذج توجيه صادر إلى وكيل حملة الصكوك يقضي بطلب إرسال إشعار ممارسة فيما يتعلق بصكوكهم مباشرة قبل تاريخ السنة الخامسة المعني ما لم يخطر حامل الصكوك وكيل حملة الصكوك بخلاف ذلك خطياً في فترة لا تتجاوز [٩٠] يوم عمل قبل تاريخ السنة الخامسة المعني.

وفي الفترة الممتدة بين ٩٠ يوماً إلى ١٨٠ يوماً قبل أي تاريخ سنة خامسة، يقوم وكيل حملة الصكوك بإرسال إشعار إلى حملة الصكوك يخبرهم بقرب حلول تاريخ السنة الخامسة المعني وبحقوقهم الناشئة بموجب تعهد الشراء نتيجة لحلول ذلك التاريخ ويصف في الإشعار النتائج المترتبة عن ممارسة أو عدم ممارسة حقوقهم.

إذا تسلم وكيل حملة الصكوك في أو قبل التاريخ الذي يقع قبل ٣٠ يوماً قبل تاريخ سنة خامسة توجيهات دائمة (ولم تلغ فيما بعد) و/أو توجيهات محددة من حملة صكوك، يملكون مجتمعين، ما لا يقل عن ٧٠% من القيمة الاسمية لتلك الصكوك القائمة في ذلك التاريخ، فسوف يقدم وكيل حملة الصكوك قبل ٣٠ يوم من تاريخ انتهاء السنة الخامسة إلى المصدر إشعار ممارسة (ويرسل نسخة إلى حملة الصكوك) بذلك. وبعد تسلم إشعار الممارسة هذا، يقوم المصدر، وفقاً لتعهد الشراء، بشراء الصكوك من جميع حملة الصكوك وذلك بدفع سعر الشراء وأي مبلغ عائد إضافي في تاريخ السنة الخامسة.

حالات الإخفاق:

تشكل كل واحدة من الأحداث والظروف التالية 'حالة إخفاق':

٩
٢
١٤٧

ملحق رقم (10): قائمة محكمي الاستبيان.

الاسم الكامل	الرتبة العلمية	الجامعة
1 أ.د. سليمان ناصر	أستاذ	جامعة قاصدي مرباح (ورقلة)
2 أ.د. ساعد بن فرحات	أستاذ	جامعة سطيف 1
3 أ.د. عبد الوهاب بلمهدي	أستاذ	جامعة سطيف 1
4 د. حسان خباياة	أستاذ محاضر "أ"	جامعة سطيف 1
5 د. اسماعيل مومني	أستاذ محاضر "أ"	جامعة سطيف 1
6 د. أمين عويسي	أستاذ محاضر "أ"	جامعة سطيف 1
7 د. إيمان يوسف	أستاذ محاضر "ب"	جامعة سطيف 1

ملحق رقم (11): قائمة خبراء المالية الإسلامية والعاملين فيها.

نبرة مختصرة + سنوات الخبرة	بلد الإقامة	السن	الاسم الكامل	
رئيس قسم الاقتصاد في كلية التجارة بجامعة الأزهر في مصر.		64	أ. د. نجاح عبد العليم أبو الفتوح	01
عضو هيئة تدريس ومستشار في معهد الاقتصاد الإسلامي في المملكة العربية السعودية (40 سنة).		68	أ. د. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي	02
عميدة البحث العلمي في الجامعة العالمية للعلوم الإسلامية في الأردن (4 سنوات).		40	أ. د. هناء محمد هلال الحنيطي	03
مدير الإفتاء العام بوزارة الأوقاف في سوريا (13 سنة).		52	أ. د. علاء الدين زعتري	04
أستاذ بجامعة الكويت (25 سنة).		59	أ. د. كمال حطاب	05
أستاذ التمويل الإسلامي (22 سنة)، وعميد كلية المال والأعمال في جامعة العلوم الإسلامية العالمية بالأردن (2 سنتين).		50	أ. د. غسان الطالب	06
مستشار لدى مجموعة البركة المصرفية (40 سنة)، وعضو بالمجلس الأوربي للإفتاء والبحوث، ومجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة، وخبير في الموسوعة الفقهية بوزارة الأوقاف الكويتية، والعديد من الهيئات الأخرى.		77	د. عبد الستار أبو غدة	07
مستشار وعضو المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI في البحرين (خبرة طويلة).		58	د. نظام محمد صالح يعقوبي	08

09	د. حامد ميرة	38		الأمين العام السابق لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI في البحرين (3 سنوات) وأستاذ في المعهد العالي للقضاء.
10	د. مرسي السيد حجازي	69		وزير مالية سابق لجمهورية مصر العربية، وأستاذ متفرغ بكلية التجارة جامعة الإسكندرية (20 سنة).
11	د. أحمد عبد العليم عبد اللطيف	60		مدير إدارة الدراسات والبحوث ومجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة (9 سنوات)، وأستاذ مشارك (20 سنة).
12	د. عبد الباري مشعل	51		سوري الجنسية، رئيس شركة رقابة للتدقيق الشرعي والاستشارات المالية الإسلامية في بريطانيا (10 سنوات)، وخبرة في التدريس (23 سنة).
13	د. محمد البلتاجي	56		مدير عام الرقابة الشرعية لبنك مصر (35 سنة) ورئيس الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي.
14	د. وليد مصطفى شاويش	50		عميد كلية الفقه المالكي جامعة العلوم الإسلامية العالمية بالأردن وأستاذ مشارك.
15	د. السعيد بوهرارة	50		جزائري الجنسية، مدير قسم البحوث وكبير الباحثين في الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية ISRA في ماليزيا (10 سنوات)، وأستاذ مشارك (16 سنة).

كبيرة الباحثين في الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية ISRA في ماليزيا (5 سنوات).		51	د. شمسية محمد	16
باحث في البنك الإسلامي للتنمية في المملكة العربية السعودية (13 سنة)، ونائب مدير المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك.		52	د. سامي السويلم	17
عميد كلية الاقتصاد بجامعة الزرقاء بالأردن (2 سنتين)، وعميد مستشار.		52	د. حسين سمحان	18
نائب عميد كلية الشريعة في الجامعة الأردنية (5 سنوات)، وأستاذ مساعد في قسم المصارف الإسلامية (5 سنوات).		47	د. باسل يوسف محمد الشاعر	19
أستاذ في قسم الاقتصاد - كلية الاقتصاد بجامعة طرابلس (26 سنة)، مستشار وعضو هيئات رقابة شرعية لمؤسسات أخرى (10 سنوات).		58	د. سالم الحوتي	20
مسؤول التدقيق الشرعي في مؤسسة تنمية أموال الأيتام الأردنية (2 سنتين)، وأستاذ مشارك بقسم المصارف الإسلامية بكلية الشريعة - الجامعة الأردنية (11 سنة).		43	د. موسى مصطفى القضاة	21
مصري الجنسية، مدير أول البحوث الاقتصادية في بيت التمويل الكويتي (25 سنة).		50	د. محمد الشبشيرى	22
رئيسة الجمعية التونسية للمالية الإسلامية (8 سنوات).		58	أ. أمال عمري	23

جزائري الجنسية، عضو هيئة تدريس بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية في المملكة العربية السعودية (20 سنة).		40	د. عبد الحليم غربي	24
مدير دائرة التدقيق الشرعي الداخلي بالبنك العربي الإسلامي الدولي - الأردن (9 سنوات).		39	د. عمر مصطفى الشريف	25
مدير عام شركة "أرفاق" للاستشارات المالية الإسلامية والتدريب في الأردن (3 سنوات).		50	د. خولة فريز النوباني	26
رئيس قسم الاقتصاد في كلية العلوم الاقتصادية بجامعة سطيف 1 - الجزائر، وأستاذ محاضر في التمويل الإسلامي (6 سنوات).		36	د. بورقبة عاشور شوقي	27
أستاذ محاضر في التمويل الإسلامي بكلية الاقتصاد بجامعة سطيف 1 بالجزائر (10 سنوات).		36	د. اسماعيل مومني	28
محلل مالي شرعي في شركة السنايل الدولية القابضة الإسلامية في الأردن (8 سنوات)، ومحاضر غير متفرغ.		39	د. تمارا ملكاوي	29
أستاذ مشارك في قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية بجامعة اليرموك - الأردن (15 سنة).		50	د. عماد بركات	30
أردني الجنسية، رئيس الامتثال للشريعة الإسلامية في بنك "نزوى" الإسلامي بسلطنة عمان (1 سنة)، وخبير في التدقيق الشرعي.		42	د. منصور القضاة	31

رئيس تنفيذي بمؤسسة أحسنت للتدريب والاستشارات في الأردن (3 سنوات).		45	د. محمد فخري الصويلح	32
أستاذ محاضر في الأسواق المالية بكلية الاقتصاد - جامعة سطيف 1 - الجزائر (11 سنة).		38	د. شافية كتاف	33
أستاذ محاضر بكلية الاقتصاد - جامعة سطيف 1، الجزائر (9 سنوات).		35	د. فرج الله أحلام	34
أستاذ محاضر في الأسواق المالية بكلية الاقتصاد - جامعة سطيف 1 - الجزائر (10 سنوات)، ومسؤول فريق اختصاص الاقتصاد الكمي.		38	د. بن دعاس زهير	35
أمين الهيئة الشرعية لشركة السعودية للتمويل (5 سنوات).		30	د. فيصل الشمري	36
باحث شرعي في دائرة الإفتاء الأردنية (7 سنوات).		31	د. حمزة مشوقة	37
باحثة أردنية في الاقتصاد والمصارف الإسلامية (6 سنوات).		37	د. زاهرة بني عامر	38
أستاذ بالجامعة العربية الأمريكية بجنين - فلسطين (2 سنتين).		29	د. حمزة اسماعيل	39
أستاذ جزائري محاضر بجامعة خميس مليانة (10 سنوات).		37	د. يوسف تبري	40
أستاذ مساعد في جامعة العلوم التطبيقية الخاصة في الأردن (10 سنوات).		61	د. منير سليمان الحكيم	41
مدير اقليمي للتدريب والاستشارات في الهيئة العالمية للتسويق الإسلامي في الأردن.		53	د. هلال علي البقوم	42

فلسطيني الجنسية، كبير المدربين بمعهد البحرين للدراسات المصرفية والمالية BIBF، وأستاذ مشارك (10 سنوات)، وأستاذ مشارك.		46	د. أحمد أسعد	43
مستشار مالي وتدريب بمؤسسة ميجا للاستشارات والتدريب - الأردن (12 سنة).		53	أ. نواف يوسف حسين أبو حجلة	44
مراقب مالي أردني في شركة البحار (20 سنة).		44	أ. خالد معروف	45
مدير قطاع الصيرفة الإسلامية بمصرف الجمهورية في ليبيا (12 سنة).		50	أ. جمال احمد ابو القاسم عجاج	46
باحث في المالية الإسلامية بجامعة UM - ماليزيا.		36	أ. ضياء الدين العطيات	47
طالب دكتوراه في المعهد العالي لأصول الدين، وباحث في المالية الإسلامية.		25	أ. عبد الرحمن	48
مستشار مالي في DG Group سوريا (10 سنوات).		32	أ. واضح حنانا	49
جزائري الجنسية، موظف في البنوك التقليدية الجزائرية (11 سنة)، وباحث في المالية الإسلامية.		36	أ. غزال محمد	50

الفرع الأول: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً.

بعد قفل باب الاكتتاب عادةً وجمع الحصيلة المخصصة للمشروع الاستثماري وقبل البدء في النشاط الفعلي له، فإن الصكوك الإسلامية تمثل في الوقت الراهن نقوداً، وصاحب الصك أصبح يحمل ما يمثل مساهمته في هذا المشروع من خلال صك واحد أو مجموعة من الصكوك، وكما سبق ذكره فإن له حقاً شرعياً إما لامتلاك هذه الصكوك أو بيع جزء منها أو بيعها كاملة.

وعموماً يتصور أن تكون الصكوك عبارة عن نقود في الحالات التالية والتي تمنع فيها لوائح الصكوك التداول خلالها إلا بالقيمة الاسمية وبمراعاة أحكام الصرف¹:

1. عند بداية طرح الصكوك للاكتتاب، وتسلّم الجهة المُصدرة للأموال؛
2. فترة ما بعد الاكتتاب وقبل بدء النشاط الاستثماري؛
3. في أي مرحلة تقوم فيها الشركة بالتنضيق الحقيقي لما تمثله الصكوك لتوزيع الأرباح الدورية*، أو بداية مشروع استثماري جديد**؛
4. عند نهاية المشروع وتصفيته وبيع موجوداته وتحصيل مستحقات مالكي الصكوك من ديون.

ويخضع التداول في هذه المرحلة لضوابط شرعية تتمثل في أحكام عقد الصرف لأن المبادلة هنا تكون بمثابة نقدٍ بنقد، وهذا ما نص عليه مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف"²، وكذا ما نصت عليه هيئة المحاسبة والمراجعة

¹ فيصل بن صالح الشمري، صكوك المضاربة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص 368، عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها"، مرجع سبق ذكره، ج 11، ط 1، 2010م، ص 79.

* وهي حالة نادرة الحصول على العموم، وسيتم توضيح هذه الفكرة أكثر في المبحث الثالث عند التطرق لتوزيع الأرباح.

** في حالة إصدار صكوك استثمارية إسلامية تتسم بالاستمرارية.

² لمزيد أنظر: قرار رقم 30 (4/5) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150، قرار رقم 188 (20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، الدورة العشرون في وهران بالجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية من 26 شوال إلى 2 من ذي القعدة 1433هـ، الموافق من 13 إلى 18 سبتمبر 2012م، متوفر على موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي على الرابط التالي (تاريخ الاطلاع: 2016/07/16): <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم 17 (البند 1/2/5): "... أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، ..."¹، وفيما يلي الضوابط الواجب التقيد بها في هذه المرحلة.

أولاً: التقابض بين البدلين.

عند تداول الصكوك الإسلامية في هذه المرحلة لا بد من تقابض البدلين في مجلس العقد قبل الافتراق، ودليل ذلك حديث الرسول ﷺ: "الذهب بالذهب والفضة بالفضة والبر بالبر والشعير بالشعير والتمر بالتمر والملح بالملح مثلاً بمثل سواء بسواء يدا بيد فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يدا بيد"²، وكذا قوله ﷺ: "لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلاً بمثل ولا تشفوا بعضها على بعض ولا تبيعوا منها غائباً بناجز إلا يدا بيد"³.

ثانياً: التماثل.

عند بيع الصكوك بنقد قبل بدء النشاط فإن البيع يجب أن يكون بالقيمة الاسمية للصك المكتتب فيه دون زيادة أو نقصان لكي لا تؤول العملية إلى ربا، ودليل ذلك ما تقدم من أحاديث الرسول ﷺ وقوله أيضاً ﷺ: "لا تبيعوا الدينار بالدينارين ولا الدرهم بالدرهمين"⁴، وهذا عند بيع الصكوك من جنس العملة التي تم بها الاكتتاب في الصكوك فلا بد من التماثل، أما لو بيعت بعملة أجنبية فيجوز التفاضل⁵، فلو كانت قيمة الصكوك المراد بيعها 10000 دينار جزائري والاكتتاب تم بالعملة الجزائرية، وأراد مالك الصك البيع بالدينار الجزائري وجب التماثل في البدلين، أما لو أراد البيع بعملة أجنبية كالدولار الأمريكي فلا يجب التماثل ولكن يجب تقابض البدلين قبل الافتراق.

¹ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 479.

² حديث صحيح، مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري (ت: 261هـ)، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، د.ط، ج 3، د.ت، ص 1210، باب الصرف وبيع الذهب بالورق نقداً، حديث رقم: 1587.

³ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1208، باب الربا، حديث رقم: 1584.

⁴ حديث صحيح، مسلم، صحيح مسلم، مرجع سبق ذكره، ج 3، ص 1209، باب الربا، حديث رقم: 1585.

⁵ يوسف بن عبد الله الشيبلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق والودائع الاستثمارية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، د.ط، م 1، 2002م، ص 738-739، معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، مرجع سبق ذكره، ص 304.

ثالثاً: الخلو من خيار الشرط.

إذا تم بيع الصكوك الإسلامية في هذه الفترة واشترط أحد المتعاقدين (البائع: المالك الأصلي للصك أو المشتري) خيار الشرط* فإن عقد الصرف يبطل على قول جمهور الفقهاء من المالكية والحنفية والشافعية¹، كأن يشترط أحد طرفي العقد على الأقل إعطاء مدة من الزمن للنظر في هذه العملية (شراء/بيع الصكوك) فإن هذا الشرط لا يجوز إذ يمنع من تحقق شرط التقابض².

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل ديوناً.

إذا تَمَحَّصَت موجودات الصكوك بعد بيعها ديوناً فلا بد من تطبيق أحكام التعامل بالدين، لأنه بيع دين بنقد، وهو لا يجوز باتفاق الفقهاء لاشتماله على الربا بنوعيه الفضل والنسيئة**، ومن ثم لا يجوز بيع الصكوك إلا بعد تحقق شروط بيع الدين³.

وتتمثل في ضوابط الدين المؤجل من غير المدين، وهي:

أولاً: البيع بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا⁴، فمثلاً في صكوك المرابحة عند بيع بضاعتها تتحول موجودات الصكوك إلى ديون في ذمة

* خيار الشرط: فهو أن يشترط أحد المتعاقدين أو كل منهما أن له الخيار -أي حق فسخ العقد أو إمضائه- خلال مدة معلومة. عبد الحق حميش والحسين شواط، *فقه العقود المالية*، دار البيارق، عمان، الأردن، ط 1، 2001م، ص 62.

¹ شمس الدين محمد بن محمد الحطاب الرُّعيني (ت: 954هـ)، *مواهب الجليل في شرح مختصر خليل*، دار الفكر، دم، ط 3، ج 4، 1412هـ، 1992م، ص 308، علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني (ت: 587هـ)، *بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع*، دار الكتب العلمية، دم، ط 2، ج 5، 1406هـ، 1986م، ص 219، أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني (ت: 558هـ)، *البيان في مذهب الإمام الشافعي*، تحقيق: قاسم محمد النوري، دار المناهج، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، ج 5، ص 176.

² عثمان بن علي بن محجن البارعي فخر الدين الزيلعي الحنفي (ت: 743هـ)، *تبيين الحقائق شرح كنز الدقائق وحاشية الشُّلبي*، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، مصر، ط 1، 1313هـ، ج 4، ص 136.

** ربا الفضل: بيع المال الربوي بجنسه مع زيادة في أحد العوضين، ربا النسيئة: بيع المال الربوي مع تأخير بدله، ربا النسيئة في الديون: الزيادة المشترطة في القرض عند العقد أو عند حلول الأجل مقابل التأخير، أو هو الزيادة في الدين نظير التأجيل، أنظر: عبد الحق حميش والحسين شواط، مرجع سبق ذكره، ص 92-99.

³ أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، *تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية*، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص 9.

⁴ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.

مشتري البضاعة وعليه يصبح حامل الصك دائناً، فلا يجوز أن يبيع صكه إلى طرف ثالث (مشتري جديد) بثمن حال (معجل) لأنه غرر وهو غير جائز على رأي الحنفية¹ والحنابلة²، أما المالكية فأجازوه بشروط³. ويجوز البيع إما بعملة أجنبية حالة، تختلف عن عملة الدين ويسعر يومها، أو بسلعة معينة، أو بمنفعة عين معينة⁴.

ثانياً: البيع بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ:

فلا يجوز بيع الدين المؤجل من غير المدين بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه بيع الكالئ بالكالئ⁵، وقد نهى عنه الرسول ﷺ⁶، وهو بيع الرجل ديناً له على رجل بدين على رجل آخر (طرف ثالث)⁷. وصورته أن يبيع مالك الصك صكوكه إلى طرف ثالث دون قبض الثمن حالاً وإنما لأجل.

وقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة أنواع الصكوك التي لا يجوز تداولها إلا بمرعاة أحكام الدين وهي⁸:

1. صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة بعد إعادة إجارتها لأن الصك هنا يصبح عبارة عن الأجرة (دين في ذمة المستأجر الثاني)؛

¹ علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، مرجع سبق ذكره، ج 6، ص 43.
² منصور بن يونس بن ادريس البهوتي (ت: 1051هـ)، شرح منتهى الإرادات: دقائق أولي النهى لشرح المنتهى، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 2000م، ص 222.
³ عبد الباقي بن يوسف بن أحمد الزرقاني المصري (ت: 1099هـ)، شرح الزرقاني على مختصر خليل، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1422هـ، 2002م، ص 88.
⁴ قرار رقم 158 (17/7) بشأن بيع الدين، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 514.
⁵ قرار رقم 101 (11/4) بشأن بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع العام والخاص، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 334.
⁶ حديث ضعيف، النيسابوري، محمد بن عبد الله أبو عبد الله الحاكم (ت: 405هـ)، المستدرک علی الصحیحین، تحقيق: مصطفى عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 2، 1411هـ، 1990م، ص 66، وردت درجة الحديث في كتاب ضعيف الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير للشيخ الألباني، ط 3، حديث رقم: 6061، ص 873.
⁷ أبو عبد الله الأصحبي مالك بن أنس (ت: 179هـ)، الموطأ، تحقيق: محمد مصطفى الأعظمي، مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، ج 4، 1425هـ، 2004م، ص 954.
⁸ المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار، المعايير الشرعية (1-54)، مرجع سبق ذكره، ص 480-482.

2. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة؛
 3. صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين بعد إعادة إجارتها حيث يصبح الصك في هذه الفترة يمثل الأجرة وهو دين في ذمة المستأجر الثاني؛
 4. صكوك الاستصناع عندما تدفع حصيلة الاكتتاب ثمناً في استصناع موازٍ، أو عندما تسلم العين المصنعة للمستصنع؛
 5. صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري (الأمر بالشراء) لأنها تصبح ديناً في ذمة المشتري؛
 6. صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان مالكو الصكوك من الملتزمين بالعمل وذلك قبل بدو صلاح الزرع أو الثمر؛
- أما صكوك السلم فلا يجوز تداولها، على رأي الجمهور من الحنابلة¹ والأحناف² والشافعية³، لأن المسلم فيه لا يجوز التصرف فيه قبل قبضه بنحو بيع وشراكة ومرابحة وتولية ولو ممن هو عليه⁴.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي يغلب عليها النقود أو الديون.

هناك بعض أنواع الصكوك التي تكون في مجملها خليطاً بين المنافع والأعيان والخدمات والديون والنقود ولكن الغالب عليها نقود أو ديون وذلك بنسبة كبيرة تفوق الـ50%، وهذه الحالة محل خلاف بين المعاصرين في النظر إلى الصكوك نظراً كلية بمجموع هذا الخليط والانضباط بأحكام

¹ أبو محمد عبد الله ابن قدامة (ت: 620هـ)، المغني، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي وعبد الفتاح محمد الحلو، دار عالم الكتاب، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 3، ج 6، 1417هـ، 1997م، ص 415.

² علاء الدين أبو بكر بن مسعود الكاساني الحنفي (ت: 587هـ)، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط2، ج 12، 1406هـ، 1986م، ص 132.

³ أبو اسحاق الشيرازي (ت: 476هـ)، المهذب في فقه الإمام الشافعي، تحقيق وتعليق: محمد الزحيلي، دار القلم، دمشق، سورية، الدار الشامية، بيروت، لبنان، ط 1، ج 3، 1417هـ، 1996م، ص 179.

⁴ محمد أمين بن عمر عابدين (ت: 1252هـ)، رد المحتار على الدر المختار وشرح تنوير الأبصار، تحقيق: عادل أحمد عبد الموجود وعلي محمد معوض، دار عالم الكتب، الريا، المملكة العربية السعودية، طبعة خاصة، ج 7، 1423هـ، 2003م، ص 467.

ملحق رقم (13): نتائج اختبار ألفا كرونباخ.

Case Processing Summary

		N	%
Cases	Valid	50	100,0
	Excluded ^a	0	,0
	Total	50	100,0

a. Listwise deletion based on all variables in the procedure.

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
,649	50

RELIABILITY

/VARIABLES=Q01 Q02 Q03 Q04 Q05 Q06 Q07 Q08 Q09 Q10 Q11 Q12 Q13 Q14
Q15 Q16 Q17 Q18 Q19 Q20 Q21 Q22 Q23 Q24 Q25 Q26 Q27 Q28 Q29 Q30 Q31
Q32 Q33 Q34 Q35 Q36 Q37 Q38 Q39 Q40 Q41 Q42 Q43 Q44 Q45 Q46 Q47 Q48
Q49 Q50

/SCALE('ALL VARIABLES') ALL

/MODEL=ALPHA

/SUMMARY=TOTAL.

ملحق رقم (14): نتائج اختبار فرق المتوسطين (T) Independent Sample Test (T)

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	.Sig	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Confidence %95 Interval of the Difference	
									Lower	Upper
المفاهيمي	EVA	3,262	0,077	1,040-	48	0,303	0,12798-	0,12303	0,37535-	0,11939
	EVnA			0,777-	8,162	0,459	0,12798-	0,16471	0,50650-	0,25055
التنظيمي	EVA	0,018	0,892	0,279	48	0,781	0,04563	0,16352	0,28313-	0,37440
	SPV EVnA			0,274	9,694	0,790	0,04563	0,16674	0,32749-	0,41876
التنظيمي ملكية	EVA	0,300	0,586	0,820	48	0,416	0,15476	0,18877	0,22478-	0,53431
	EVnA			0,743	9,119	0,476	0,15476	0,20830	0,31550-	0,62502
الشرعي	EVA	0,075	0,786	0,162-	48	0,872	0,01871-	0,11565	0,25124-	0,21383
	EVnA			0,169-	10,293	0,869	0,01871-	0,11046	0,26388-	0,22647
المخاطر	EVA	0,727	0,398	0,503-	48	0,617	0,05357-	0,10653	0,26777-	0,16062
	EVnA			0,393-	8,337	0,705	0,05357-	0,13647	0,36608-	0,25893
الاقتصادي	EVA	0,917	0,343	0,599	48	0,552	0,09193	0,15358	0,21687-	0,40073
	EVnA			0,547	9,170	0,598	0,09193	0,16817	0,28742-	0,47128
القانوني	EVA	0,517	0,476	1,407-	48	0,166	0,16667-	0,11847	0,40488-	0,07154
	EVnA			1,271-	9,100	0,235	0,16667-	0,13112	0,46279-	0,12945

EVA: Equal variances assumed

EVnA: Equal variances not assumed

ملحق رقم (15): نتائج اختبار تحليل التباين ANOVA.

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	.Sig
الخبرة	Between Groups	3,603	2	1,802	2,272	0,114
	Within Groups	37,277	47	0,793		
	Total	40,880	49			
المنصب	Between Groups	2,146	2	1,073	0,324	0,725
	Within Groups	155,854	47	3,316		
	Total	158,000	49			
الرتبة العلمية	Between Groups	1,564	2	0,782	2,974	0,061
	Within Groups	12,356	47	0,263		
	Total	13,920	49			
الجنس	Between Groups	0,608	2	0,304	2,337	0,108
	Within Groups	6,112	47	0,130		
	Total	6,720	49			
السن	Between Groups	0,160	2	0,080	0,070	0,932
	Within Groups	53,460	47	1,137		
	Total	53,620	49			
بلد الإقامة	Between Groups	29,269	2	14,635	941,	398,
	Within Groups	731,231	47	15,558		
	Total	760,500	49			

السن

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	.Sig
المفاهيمي	Between Groups	1,228	4	0,307	3,671	0,011
	Within Groups	3,764	45	0,084		
	Total	4,993	49			
التنظيمي SPV	Between Groups	0,418	4	0,105	0,573	0,684
	Within Groups	8,220	45	0,183		
	Total	8,638	49			
التنظيمي ملكية	Between Groups	0,363	4	0,091	0,362	0,834
	Within Groups	11,292	45	0,251		
	Total	11,655	49			
الشرعي	Between Groups	0,206	4	0,051	0,563	0,691
	Within Groups	4,111	45	0,091		
	Total	4,317	49			
المخاطر	Between Groups	0,160	4	0,040	0,513	0,727
	Within Groups	3,520	45	0,078		
	Total	3,680	49			
الاقتصادي	Between Groups	0,167	4	0,042	0,250	0,908
	Within Groups	7,498	45	0,167		
	Total	7,665	49			
القانوني	Between Groups	0,227	4	0,057	0,570	0,686
	Within Groups	4,487	45	0,100		
	Total	4,714	49			

Post Hoc
Multiple Comparisons

المفاهيمي :Dependent Variable

LSD

	Mean Difference (I-J)	Std. Error	.Sig	Confidence %95 Interval	
				Lower Bound	Upper Bound
من 30 إلى أقل (I) السن (J)					
من 40 إلى أقل من 49 سنة	*0,35294-	0,14714	0,021	0,6493-	0,0566-
من 50 إلى أقل من 59 سنة	*0,49265-	0,14714	0,002	0,7890-	0,1963-
من 60 إلى أقل من 69 سنة	0,21875-	0,16488	0,191	0,5508-	0,1133
70 سنة فما فوق	0,12500-	0,21122	0,557	0,5504-	0,3004
من 30 إلى أقل من 39 سنة	*0,35294	0,14714	0,021	0,0566	0,6493
من 40 إلى أقل من 49 سنة	0,13971-	0,09920	0,166	0,3395-	0,0601
من 60 إلى أقل من 69 سنة	0,13419	0,12400	0,285	0,1156-	0,3839
70 سنة فما فوق	0,22794	0,18112	0,215	0,1369-	0,5927
من 30 إلى أقل من 39 سنة	*0,49265	0,14714	0,002	0,1963	0,7890
من 40 إلى أقل من 49 سنة	0,13971	0,09920	0,166	0,0601-	0,3395
من 60 إلى أقل من 69 سنة	*0,27390	0,12400	0,032	0,0241	0,5237
70 سنة فما فوق	*0,36765	0,18112	0,048	0,0029	0,7324
من 30 إلى أقل من 39 سنة	0,21875	0,16488	0,191	0,1133-	0,5508
من 40 إلى أقل من 49 سنة	0,13419-	0,12400	0,285	0,3839-	0,1156
من 50 إلى أقل من 59 سنة	*0,27390-	0,12400	0,032	0,5237-	0,0241-
70 سنة فما فوق	0,09375	0,19580	0,634	0,3006-	0,4881
من 30 إلى أقل من 39 سنة	0,12500	0,21122	0,557	0,3004-	0,5504
من 40 إلى أقل من 49 سنة	0,22794-	0,18112	0,215	0,5927-	0,1369
من 50 إلى أقل من 59 سنة	*0,36765-	0,18112	0,048	0,7324-	0,0029-
من 60 إلى أقل من 69 سنة	0,09375-	0,19580	0,634	0,4881-	0,3006

. * .significant at the 0.05 level The mean difference is .*

بلد الإقامة

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	.Sig
المفاهيمي	Between Groups	1,391	10	0,139	1,507	0,174
	Within Groups	3,601	39	0,092		
	Total	4,993	49			
التنظيمي SPV	Between Groups	1,135	10	0,113	0,590	0,812
	Within Groups	7,504	39	0,192		
	Total	8,638	49			
التنظيمي ملكية	Between Groups	2,818	10	0,282	1,244	0,295
	Within Groups	8,837	39	0,227		
	Total	11,655	49			
الشرعي	Between Groups	0,788	10	0,079	0,871	0,567
	Within Groups	3,529	39	0,090		
	Total	4,317	49			
المخاطر	Between Groups	0,598	10	0,060	0,756	0,669
	Within Groups	3,082	39	0,079		
	Total	3,680	49			
الاقتصادي	Between Groups	1,170	10	0,117	0,703	0,716
	Within Groups	6,495	39	0,167		
	Total	7,665	49			
القانوني	Between Groups	0,783	10	0,078	0,776	0,651
	Within Groups	3,932	39	0,101		
	Total	4,714	49			

الرتبة

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	.Sig
المفاهيمي	Between Groups	0,002	2	0,001	0,011	0,989
	Within Groups	4,990	47	0,106		
	Total	4,993	49			
التنظيمي SPV	Between Groups	0,051	2	0,026	0,140	0,870
	Within Groups	8,587	47	0,183		
	Total	8,638	49			
التنظيمي ملكية	Between Groups	0,310	2	0,155	0,643	0,530
	Within Groups	11,345	47	0,241		
	Total	11,655	49			
الشرعي	Between Groups	0,046	2	0,023	0,253	0,777
	Within Groups	4,271	47	0,091		
	Total	4,317	49			
المخاطر	Between Groups	0,108	2	0,054	0,709	0,497
	Within Groups	3,572	47	0,076		
	Total	3,680	49			
الاقتصادي	Between Groups	0,714	2	0,357	2,412	0,101
	Within Groups	6,952	47	0,148		
	Total	7,665	49			
القانوني	Between Groups	0,374	2	0,187	2,026	0,143
	Within Groups	4,340	47	0,092		
	Total	4,714	49			

المنصب

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	.Sig
المفاهيمي	Between Groups	0,569	5	0,114	1,131	0,358
	Within Groups	4,424	44	0,101		
	Total	4,993	49			
التنظيمي SPV	Between Groups	0,699	5	0,140	0,774	0,574
	Within Groups	7,940	44	0,180		
	Total	8,638	49			
التنظيمي ملكية	Between Groups	3,162	5	0,632	3,277	0,013
	Within Groups	8,493	44	0,193		
	Total	11,655	49			
الشرعي	Between Groups	0,265	5	0,053	0,576	0,718
	Within Groups	4,052	44	0,092		
	Total	4,317	49			
المخاطر	Between Groups	0,325	5	0,065	0,852	0,521
	Within Groups	3,355	44	0,076		
	Total	3,680	49			
الاقتصادي	Between Groups	0,723	5	0,145	0,916	0,479
	Within Groups	6,942	44	0,158		
	Total	7,665	49			
القانوني	Between Groups	650,	5	130,	1,407	241,
	Within Groups	4,064	44	092,		
	Total	4,714	49			

Multiple Comparisons (Post Hoc)

Dependent Variable: التنظيمي ملكية -LSD

المنصب (I)	المنصب (J)	Mean Difference (I-J)	Std. Error	.Sig.	Confidence %95 Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
					رئيس جمعية للمالية الإسلامية	*1,20833	0,35871	0,002	0,4854	1,9313
عضو في أيوفي، مجمع	مستشار في قطاع الصيرفة الإسلامية	*0,62500	0,21967	0,007	0,1823	1,0677
عضو في أيوفي، مجمع	عضوية في هيئة رقابة شرعية، تدقيق شرعي، مستشار مالي، دائرة إفتاء	0,22619	0,24442	0,360	0,2664-	0,7188
المجلس الأوروبي للافتاء	لجنة إعداد قانون، لائحة الصكوك	0,33333	0,35871	0,358	0,3896-	1,0563
	عضو هيئة تدريس، باحث في المالية الإسلامية	*0,50000	0,20337	0,018	0,0901	0,9099
عضو في أيوفي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المجلس الأوروبي للافتاء	رئيس جمعية للمالية الإسلامية	*1,20833-	0,35871	0,002	1,9313-	0,4854-
	مستشار في قطاع الصيرفة الإسلامية	0,58333-	0,33555	0,089	1,2596-	0,0929
رئيس جمعية للمالية الإسلامية	عضوية في هيئة رقابة شرعية، تدقيق شرعي، مستشار مالي، دائرة إفتاء	*0,98214-	0,35225	0,008	1,6921-	0,2722-
	لجنة إعداد قانون، لائحة الصكوك	0,87500-	0,43933	0,053	1,7604-	0,0104
	عضو هيئة تدريس، باحث في المالية الإسلامية	*0,70833-	0,32511	0,035	1,3636-	0,0531-
عضو في أيوفي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المجلس الأوروبي للافتاء	رئيس جمعية للمالية الإسلامية	*0,62500-	0,21967	0,007	1,0677-	0,1823-
مستشار في قطاع الصيرفة الإسلامية	عضوية في هيئة رقابة شرعية، تدقيق شرعي، مستشار مالي، دائرة إفتاء	0,39881-	0,20894	0,063	0,8199-	0,0223
	لجنة إعداد قانون، لائحة الصكوك	0,29167-	0,33555	0,389	0,9679-	0,3846
	عضو هيئة تدريس، باحث في المالية الإسلامية	0,12500-	0,15898	0,436	0,4454-	0,1954
عضو في أيوفي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المجلس الأوروبي للافتاء	رئيس جمعية للمالية الإسلامية	0,22619-	0,24442	0,360	0,7188-	0,2664
عضوية في هيئة رقابة شرعية، تدقيق شرعي، مستشار مالي، دائرة إفتاء	مستشار في قطاع الصيرفة الإسلامية	*0,98214	0,35225	0,008	0,2722	1,6921
	لجنة إعداد قانون، لائحة الصكوك	0,39881	0,20894	0,063	0,0223-	0,8199
	عضو هيئة تدريس، باحث في المالية الإسلامية	0,10714	0,35225	0,762	0,6028-	0,8171
	عضو هيئة تدريس، باحث في المالية الإسلامية	0,27381	0,19174	0,160	0,1126-	0,6602
عضو في أيوفي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المجلس الأوروبي للافتاء	رئيس جمعية للمالية الإسلامية	0,33333-	0,35871	0,358	1,0563-	0,3896
لجنة إعداد قانون، لائحة الصكوك	مستشار في قطاع الصيرفة الإسلامية	0,87500	0,43933	0,053	0,0104-	1,7604
	عضوية في هيئة رقابة شرعية، تدقيق شرعي، مستشار مالي، دائرة إفتاء	0,29167	0,33555	0,389	0,3846-	0,9679
	عضو هيئة تدريس، باحث في المالية الإسلامية	0,10714-	0,35225	0,762	0,8171-	0,6028
	عضو هيئة تدريس، باحث في المالية الإسلامية	0,16667	0,32511	0,611	0,4886-	0,8219
عضو في أيوفي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المجلس الأوروبي للافتاء	رئيس جمعية للمالية الإسلامية	*0,50000-	0,20337	0,018	0,9099-	0,0901-
عضو هيئة تدريس، باحث في المالية الإسلامية	مستشار في قطاع الصيرفة الإسلامية	*0,70833	0,32511	0,035	0,0531	1,3636
	عضوية في هيئة رقابة شرعية، تدقيق شرعي، مستشار مالي، دائرة إفتاء	0,12500	0,15898	0,436	0,1954-	0,4454
	لجنة إعداد قانون، لائحة الصكوك	0,27381-	0,19174	0,160	0,6602-	0,1126
	لجنة إعداد قانون، لائحة الصكوك	0,16667-	0,32511	0,611	0,8219-	0,4886

* .The mean difference is significant at the 0.05 level .

الخبرة

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	.Sig
المفاهيمي	Between Groups	0,209	3	0,070	0,668	0,576
	Within Groups	4,784	46	0,104		
	Total	4,993	49			
التنظيمي SPV	Between Groups	0,458	3	0,153	0,859	0,469
	Within Groups	8,180	46	0,178		
	Total	8,638	49			
التنظيمي ملكية	Between Groups	0,515	3	0,172	0,709	0,551
	Within Groups	11,140	46	0,242		
	Total	11,655	49			
الشرعي	Between Groups	0,385	3	0,128	1,501	0,227
	Within Groups	3,932	46	0,085		
	Total	4,317	49			
المخاطر	Between Groups	0,218	3	0,073	0,968	0,416
	Within Groups	3,462	46	0,075		
	Total	3,680	49			
الاقتصادي	Between Groups	1,034	3	0,345	2,391	0,081
	Within Groups	6,631	46	0,144		
	Total	7,665	49			
القانوني	Between Groups	0,229	3	0,076	0,784	0,509
	Within Groups	4,485	46	0,097		
	Total	4,714	49			

المصادر والمراجع



أولاً: قائمة المصادر.

- علوم القرآن:

1. أبو الفداء إسماعيل بن عمر بن كثير القرشي الدمشقي (ت: 774هـ)، تفسير القرآن العظيم، تحقيق: سامي بن محمد سلامة، دار طيبة، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 2، 1999م.

- متون الحديث:

2. أحمد بن الحسين بن علي بن موسى أبو بكر البيهقي (ت: 458هـ)، سنن البيهقي الكبرى، تحقيق: محمد عبد القادر عطا، دار الباز، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، د.ط، 1414هـ، 1994م.

3. أحمد بن شعيب أبو عبد الرحمن النسائي (ت: 303هـ)، سنن النسائي الكبرى، تحقيق: عبد الغفار سليمان البنداري وسيد كسروي حسن، باب: المنيحة، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، 1411هـ، 1991م.

4. أبو زكريا يحيى بن شرف بن مري النووي (ت: 676هـ)، المنهاج شرح صحيح مسلم بن الحجاج: شرح النووي على صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ط 2، 1392هـ.

5. سليمان بن الأشعث السجستاني أبو داود (ت: 275هـ)، سنن أبي داود، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، د.ط، د.ت.

6. محمد بن عبد الله أبو عبد الله الحاكم النيسابوري (ت: 405هـ)، المستدرک على الصحيحين، تحقيق: مصطفى عبد القادر عطا، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، 1411هـ، 1990م.

7. مسلم بن الحجاج أبو الحسين القشيري النيسابوري (ت: 261هـ)، صحيح مسلم، تحقيق: محمد فؤاد عبد الباقي، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، د.ط، د.ت.

- المصادر الفقهية:

أصول الفقه والقواعد الفقهية:

8. أبو حامد محمد بن محمد الغزالي (ت: 505هـ)، المستصفي من علم الأصول، تحقيق: محمد عبد السلام عبد الشافي، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، 1413هـ.

- مصادر المذاهب الأربعة:

الفقه الحنفي:

9. عثمان بن علي بن محجن البارعي فخر الدين الزيلعي الحنفي (ت: 743هـ)، تبين الحقائق شرح كنز الدقائق وحاشية الشلبي، المطبعة الكبرى الأميرية، القاهرة، مصر، ط 1، 1313هـ.
10. علاء الدين أبو بكر بن مسعود بن أحمد الكاساني الحنفي (ت: 587هـ)، بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 2، 1406هـ، 1986م.
11. كمال الدين محمد بن عبد الواحد السيواسي المعروف بابن الهمام (ت: 861هـ)، فتح القدير، دار الفكر، بيروت، لبنان، د.ط، د.ت.
12. محمد أمين بن عمر عابدين (ت: 1252هـ)، رد المحتار على الدر المختار وشرح تنوير الأبصار، تحقيق: عادل أحمد عبد الموجود وعلي محمد معوض، دار عالم الكتب، الريا، المملكة العربية السعودية، طبعة خاصة، 1423هـ، 2003م.
13. أبو محمد محمود بن أحمد بن موسى الغيتابي الحنفي بدر الدين العيني (ت: 855هـ)، البناية شرح الهداية، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، 1420هـ، 2000م.

الفقه المالكي:

14. شمس الدين الشيخ محمد عرفة الدسوقي (ت: 1230هـ)، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، دار إحياء الكتب العربية، القاهرة، مصر، د.ط، د.ت.
15. شمس الدين محمد بن محمد الحطاب الرعيني (ت: 954هـ)، مواهب الجليل في شرح مختصر خليل، دار الفكر، د.م، ط 3، 1412هـ، 1992م.
16. شهاب الدين أبي العباس أحمد بن ادريس بن عبد الرحمن الصنهاجي المشهور بالقرافي (ت: 684هـ)، كتاب الفروق أنوار البروق في أنواء الفروق، سلسلة دراسات مركز الدراسات الفقهية، تحقيق: محمد أحمد سراج وعلي جمعة محمد، دار السلام، القاهرة، مصر، ط 1، 2001م.
17. صالح عبد السميع الآبي الأزهري (ت: 1335هـ)، جواهر الإكليل شرح مختصر العلامة الشيخ خليل، المكتبة الثقافية، بيروت، لبنان، د.ط، د.ت.

18. أبو العباس أحمد بن محمد الخلوتي الصاوي المالكي (ت: 1241هـ)، حاشية الصاوي على الشرح الصغير، دار المعارف، دم، د.ط، د.ت.
19. عبد الباقي بن يوسف بن أحمد الزرقاني المصري (ت: 1099هـ)، شرح الزرقاني على مختصر خليل، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، 1422هـ، 2002م.
20. أبو عبد الله الأصبحي مالك بن أنس (ت: 179هـ)، الموطأ، تحقيق: محمد مصطفى الأعظمي، مؤسسة زايد بن سلطان آل نهيان، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، 1425هـ، 2004م.
21. محمد بن يوسف بن أبي القاسم العبدري (ت: 897هـ)، التاج والإكليل شرح مختصر خليل، دار الفكر، بيروت، لبنان، ط 1، 1419هـ، 1998م.

الفقه الشافعي:

22. أبو إسحاق الشيرازي (ت: 476هـ)، المهذب في فقه الإمام الشافعي، تحقيق وتعليق: محمد الزحيلي، دار القلم، دمشق، سورية، الدار الشامية، بيروت، لبنان، ط 1، 1417هـ، 1996م.
23. أبو الحسين يحيى بن أبي الخير بن سالم العمراني (ت: 558هـ)، البيان في مذهب الإمام الشافعي، تحقيق: قاسم محمد النوري، دار المناهج، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، د.ت.
24. شمس الدين محمد بن أحمد الخطيب الشربيني الشافعي (ت: 977هـ)، مغني المحتاج إلى معرفة معاني ألفاظ المنهاج، دار الكتب العلمية، دم، ط 1، 1994م.

الفقه الحنبلي:

25. علاء الدين أبو الحسن علي بن سليمان المرادوي الدمشقي الصالحي الحنبلي (ت: 885هـ)، الإنصاف في معرفة الراجح من الخلاف، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ط 2، د.ت.
26. أبو محمد عبد الله ابن قدامة (ت: 620هـ)، المغني، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن التركي وعبد الفتاح محمد الحلو، دار عالم الكتاب، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 3، 1417هـ، 1997م.

27. منصور بن يونس بن صلاح الدين ابن حسن بن إدريس البهوتي الحنبلي (ت: 1051هـ)،
شرح منتهى الإرادات: دقائق أولي النهى لشرح المنتهى، تحقيق: عبد الله بن عبد المحسن
التركي، مؤسسة الرسالة، بيروت، لبنان، ط 1، 2000م.
28. منصور بن يونس بن صلاح الدين ابن حسن بن إدريس البهوتي الحنبلي (ت: 1051هـ)،
كشاف القناع عن متن الإقناع، دار الكتب العلمية، د.م، د.ط، د.ت.

- المصادر اللغوية:

29. أحمد بن فارس بن زكريا أبي الحسن (ت: 395هـ)، مقاييس اللغة، تحقيق: عبد السلام محمد
هارون، دار الفكر، بيروت، لبنان، د.ط، 1979م.
30. أحمد بن محمد بن علي الفيومي المقرئ (ت: 770هـ)، المصباح المنير، مكتبة لبنان، بيروت،
لبنان، د.ط، 1987م.
31. علي بن محمد السيد الشريف الجرجاني (ت: 816هـ)، معجم التعريفات، تحقيق: محمد صديق
المنشاوي، دار الفضيلة، القاهرة، مصر، د.ط، د.ت.
32. أبي الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور (ت: 711هـ)، لسان العرب، دار صادر،
بيروت، لبنان، ط 1، د.ت.
33. محمد بن أبي بكر بن عبد القادر الرازي (ت: بعد 666هـ)، مختار الصحاح، تحقيق: محمود
خاطر، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، ط 1، 1994م.
34. محمد مرتضى الحسيني الزبيدي (ت: 1205هـ)، تاج العروس من جواهر القاموس، تحقيق:
عبد العزيز مطر، مطبعة حكومة الكويت، الكويت، ط 2، 1994م.

ثانياً: قائمة المراجع باللغة العربية.

- الكتب:

معاجم اللغة وموسوعات المصطلحات:

35. جبران مسعود، الرائد، دار العلم للملايين، بيروت، لبنان، ط 7، 1992م.
36. مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، دار التحرير، القاهرة، مصر، د.ط، 1989م.
37. مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة، مصر، ط 4، 2004م.

38. عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ط 2، 1986م.
39. حسين عمر، موسوعة المصطلحات الاقتصادية، مكتبة القاهرة الحديثة، القاهرة، مصر، ط 2، 1967م.

الكتب الفقهية:

40. أحمد بن الشيخ محمد الزرقا، شرح القواعد الفقهية، تحقيق: مصطفى أحمد الزرقا، دار القلم، دمشق، سورية، د.ط، 1409هـ، 1989م.
41. إلغاء الفائدة من الاقتصاد: تقرير مجلس الفكر الإسلامي في باكستان، ترجمة: عبد العليم السيد منسي، المركز العالي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 1984م.
42. بدران أبو العينين بدران، تاريخ الفقه الإسلامي ونظرية الملكية والعقود، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، د.ط، د.ت.
43. عبد الحق حميش والحسين شواط، فقه العقود المالية، دار البيارق، عمان، الأردن، ط 1، 2001م.
44. علي أحمد السالوس، فقه البيع والاستيثاق والتطبيق المعاصر: دراسة في الفقه الإسلامي مقارناً بالقانون مع تهذيب وترتيب وتبويب المغني لابن قدامة وتخريج أحاديثه، مكتبة دار القرآن، القاهرة، مصر، ط 8، 2009م.
45. محمد بكر إسماعيل، القواعد الفقهية بين الأصالة والتوجيه، دار المنار، القاهرة، مصر، ط 1، 1997م.
46. محمد عثمان شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 6، 2007م.
47. محمد مصطفى الزحيلي، القواعد الفقهية وتطبيقاتها في المذاهب الأربعة، دار الفكر، دمشق، سورية، ط 1، 2006م.
48. محمد ناصر الدين الألباني، صحيح الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير، المكتب الإسلامي، بيروت، لبنان، ط 3، 1408هـ، 1988م.

49. محمد ناصر الدين الألباني، **ضعيف الجامع الصغير وزيادته: الفتح الكبير**، المكتب الإسلامي، بيروت، لبنان، ط 3، 1408هـ، 1988م.
50. مصطفى أحمد الزرقا، **المدخل الفقهي العام**، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2004م.
51. **الموسوعة الفقهية**، وزارة الاوقاف والشؤون الإسلامية، د.ط، الكويت، د.ت.
52. نزيه حمّاد، **في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة**، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2010م.
53. نزيه حماد، **قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد**، دار القلم، دمشق، سورية، ط 2، 2012م.
54. وهبة الزحيلي، **الفقه الإسلامي وأدلته: الشامل للأدلة الشرعية والآراء المذهبية وأهم النظريات الفقهية وتحقيق الأحاديث النبوية وتخريجها**، دار الفكر، دمشق، سورية، ط 4، د.ت.

الكتب الاقتصادية:

55. أحمد شعبان محمد علي، **الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية**، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013م.
56. أحمد شعبان محمد علي، **الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية**، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014م.
57. أحمد عارف العساف، ومحمود حسين الوادي، **التخطيط والتنمية الاقتصادية**، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط 1، 2011م.
58. أحمد محمد أحمد كليب، **الضوابط الشرعية لصكوك المضاربة**، دار النفائس، عمّان، الأردن، ط 1، 2015م.
59. أحمد محمد السعد، **الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية**، دار الكتاب الثقافي، إربد، الأردن، ط 1، 2008م.
60. أدهم إبراهيم جلال الدين، **الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، دار الجوهرة، القاهرة، مصر، ط 1، 2014م.

61. أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، مصر، ط1، 2009م.
62. أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام، القاهرة، مصر، ط 1، 2007م.
63. أميرة عبد اللطيف مشهور، الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مكتبة مدبولي، القاهرة، مصر، ط 1، 1990.
64. بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 1، 2013م.
65. جون وايت، الاستثمار في السندات والأسهم، ترجمة: خالد العامري، دار الفاروق، القاهرة، مصر، ط 2، 2006م.
66. حامد ماهر محمد، النظام القانوني لعقود الإنشاء والتشغيل وإعادة المشروع، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، د.ط، 2005م.
67. حامد ميرة، صكوك الإجارة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، دار الميمان، الرياض، السعودية، ط 1، 2008م.
68. حسين راتب يوسف الريان، عجز الموازنة وعلاجها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 1، 1999م.
69. حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، بحث رقم 63، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2006م.
70. حسين الماحي، الشركات التجارية، دار أم القرى، المنصورة، مصر، ط 2، 1992م.
71. حسين محمد سمحان، وموسى عمر مبارك، وعبد الحميد أبو صقري، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية: بحوث ودراسات، جامعة الدول العربية، القاهرة، مصر، د.ط، 2012م.
72. خالد بن سعود بن عبد الله الرشود، العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك، إصدارات المجموعة الشرعية (13) لمصرف الراجحي، دار كنوز إشبيليا، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2013م.

73. رفيق يونس المصري، أصول الاقتصاد الإسلامي، دار القلم، دمشق، سورية، ط 6، 2012م.
74. سامي حسن أحمد حمود، الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة، بحث رقم 38، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط2، 2014م.
75. سامي حسن أحمد حمود، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية، دار الاتحاد العربي، القاهرة، مصر، ط 1، 1976م.
76. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، سلسلة دراسات في الاقتصاد الإسلامي 2، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، ط1، 1996م.
77. شعبان محمد إسلام البراوري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سورية، ط 1، 2002م.
78. صالح حميد العلي، المؤسسات المالية الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، سلسلة دراسات في الاقتصاد الإسلامي 2، دار النوادر، دمشق، سورية، ط 3، 2012م.
79. عادل عبد الفضيل عيد، صكوك الاستثمار الإسلامية: دراسة مقارنة، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2015م.
80. عبد الجبار حمد السبهاني، الوجيز في التمول والاستثمار وضعياً وإسلامياً، مطبعة حلاوة، إربد، الأردن، ط 1، 2012م.
81. عبد الجبار حمد السبهاني، الوجيز في المصارف الإسلامية، مطبعة حلاوة، إربد، الأردن، ط1، 2014م.
82. عبد الجبار حمد السبهاني، الأسعار وتخصيص الموارد في الإسلام: مدخل إسلامي لدراسة النظرية الاقتصادية (دراسة مقارنة)، سلسلة الاقتصاد الإسلامي 2، دار البحوث للدراسات الإسلامية وإحياء التراث، حكومة دبي، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، 2005م.
83. عبد الحميد محمود البعلي، بحوث اقتصادية ومصرفية في الإسلام: دراسة مقارنة وموازنة، سلسلة الدراسات المصرفية والمالية الإسلامية (5)، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2002م.

84. عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: ضوابط الاستثمار بالصكوك، مجموعة دله البركة، جدة، المملكة العربية السعودية، ج 2، 2002م.
85. عبد الستار أبو غدة، بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة، وتداولها، ط 1، ج 11، 2010م.
86. عبد السلام داود العبادي، الملكية في الشريعة الإسلامية: طبيعتها ووظيفتها وقيودها (دراسة مقارنة بالقوانين والنظم الوضعية)، مكتبة الأقصى، عمان، الأردن، ط 1، 1974م.
87. عبد الله بن محمد العمراني، ومحمد بن ابراهيم السحبياني، التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة، بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، مشروع رقم (06-12)، برنامج كرسي البحث، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2013م.
88. علي محي الدين القره داغي، أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية: المشكلة والحلول (دراسة فقهية اقتصادية)، بحث رقم 61، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، د.ت.
89. علي محي الدين القره داغي، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي: دراسة تأصيلية مقارنة بالاقتصاد الوضعي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، 2010م.
90. علي محي الدين القره داغي، المقدمة في المال والاقتصاد والملكية والعقد: دراسة فقهية قانونية اقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، 2009م.
91. علي محي الدين القره داغي، بحوث في فقه البنوك الإسلامية: دراسة فقهية واقتصادية، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، ط 2، 2009م.
92. عيسى خليفي، التغيرات في قيمة النقود: الآثار والعلاج في الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 1، 2011م.
93. فهد بن بادي المرشدي، الصكوك، أحكامها وضوابطها وإشكالياتها: دراسة شرعية نقدية، إصدارات المجموعة الشرعية (14) لمصرف الراجحي، دار كنوز إشبيليا، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2014م.

94. فيصل بن صالح الشمري، صكوك المضاربة: دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، سلسلة إصدارات جدوى للاستثمار 3، دار الميمان، الرياض، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2014م.
95. قطب ابراهيم محمد، الموازنة العامة للدولة، الهيئة المصرية العامة للكتاب، الإسكندرية، مصر، د.ط، 1976م.
96. لجنة التأليف والترجمة والبحوث، مدخل إلى علاقة المصارف الإسلامية بالبنوك المركزية، جامعة آل لوتاه العالمية بالاتصالات الحديثة، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2004.
97. محمد ابراهيم الشبلي، وطارق ابراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الناشر: محمد ابراهيم الشبلي، ط 1، 2000م.
98. محمد أبو زهرة، الملكية ونظرية العقد في الشريعة الإسلامية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، ط 2، 1996م.
99. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، ط 1، 2009م.
100. محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية: السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي، دار ابن حزم، ط 1، 2011م.
101. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، د.ط، 2007م.
102. محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، ترجمة: سعيد الأيوبي، أكاديميا إنترناشيونال، بيروت، لبنان، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، دبي، الإمارات العربية المتحدة، د.ط، 2009م.
103. محمد شكري الجميل العدوي، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية: دراسة فقهية مقارنة، مكتبة الوفاء القانونية، الاسكندرية، مصر، ط 1، 2014م.
104. محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية: بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، د.ط، 2002م.
105. محمد عمر شابرا، وحبیب أحمد، الإدارة المؤسسية في المؤسسات المالية الإسلامية، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، ورقة مناسبات رقم 6، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 1، 2006م.

106. محمد عمر شابرا، نحو نظام نقدي عادل: دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام، ترجمة: سيد محمد سكر، سلسلة إسلامية المعرفة 3، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، فيرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، دار البشير، عمان، الأردن، ط 2، د.ت.
107. محمود حسين الوادي، و ابراهيم محمد خريس، وحسين محمد سمحان، وكمال محمد رزيق، وأمجد سالم لطايفة، الاقتصاد الإسلامي، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط 1، 2010م.
108. مروان عطون، أسعار صرف العملات: أزمات العملات في العلاقات النقدية الدولية، دار الهدى، عين مليلة، الجزائر، ط 1، 1992.
109. معبد علي الجارحي، نحو نظام نقدي ومالي إسلامي: الهيكل والتطبيق، المركز العالمي لأبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، د.ط، 1981م.
110. منذر قحف، أساسيات التمويل الإسلامي، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، كوالالمبور، ماليزيا، ط 1، 2011م.
111. منذر قحف، بيع سندات الإجارة وإعادة بيعها: بديل اسلامي لخصم الأوراق التجارية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، د.ط، 1998م.
112. منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية: دراسة حالة ميزانية الكويت، بحث رقم 39، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2000م.
113. منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، بحث رقم 28، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، ط 2، 2000م.
114. منور إقبال، وأوصاف أحمد، وطارق الله خان، التحديات التي تواجه العمل المصرفي الإسلامي، ورقة مناسبات رقم 2، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، د.ط، د.ت.
115. نجاح عبد العليم أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتاب الحديث، إربد، الأردن، ط 1، 2014م.

116. وليد خالد الشايجي، المدخل إلى المالية العامة الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، ط 1، 2005م.
117. يوسف بن عبد الله الشبيلي، الخدمات المصرفية لاستثمار أموال العملاء وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق والودائع الاستثمارية، دار ابن الجوزي، الرياض، المملكة العربية السعودية، د.ط، 2002م.

كتب القانون:

118. عبد الرزاق أحمد السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، د.ط، 1952م.
119. أبو زيد رضوان، شركات المساهمة وفقاً لأحكام القانون رقم 159 لسنة 1981م والقطاع العام، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، د.ط، 1983م.
120. محمد سمير الشرقاوي، الشركات التجارية في القانون المصري، مكتبة دار النهضة، القاهرة، مصر، 1980م.

- بحوث الدوريات والمجلات العلمية:

121. أحمد سالم ملحم، نشأة الصكوك الإسلامية وأهدافها، بحث غير منشور.
122. أحمد عبد الفتاح الأشقر، نحو سوق مالية إسلامية في مرحلة انتقالية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية، م 1، ع 1، 1995م.
123. أمل نجاح البشبيشي، نظام البناء والتشغيل والتحويل، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، محافظة العاصمة، الكويت، ع 35، 2004م.
124. باسل يوسف الشاعر، التشريعات الناظمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني (قانون رقم: 30 لسنة 2012)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، الأردن، المجلد 21، العدد 1 (عدد متخصص بالصكوك الإسلامية)، 2013م.

125. بدر الدين قرشي مصطفى، التجربة السودانية في إصدار وإدارة الصكوك الإسلامية، مجلة المصرفي، الإدارة العامة للبحوث والإحصاء ببنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان، العدد 49، 2008م.
126. جبرين بن عبد الرحمن الجبرين، وصالح بن عبد العواد، "تجربة المملكة العربية السعودية في مجال اتفاقيات إعادة الشراء (الريبو)، بحث غير منشور.
127. حسين حامد حسان، صكوك الاستثمار، بحث غير منشور.
128. حسين حامد حسان، ضمان رأس المال أو الربح في صكوك المضاربة أو سندات المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، ع 4، 1988م.
129. خليل عليان عبد الرحيم، محددات استخدام الصكوك كأداة تمويلية من قبل الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق المالي السعودي في ظل الأزمة المالية العالمية: دراسة نوعية، مجلة التعاون، الأمانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربية، الرياض، السعودية، ع 72، 2014م.
130. رفيق يونس المصري، القروض المتبادلة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، الرياض، المملكة العربية السعودية، م 14، 2002م.
131. رفيق يونس المصري، مراجعة علمية لكتاب صكوك الإجارة (رسالة ماجستير في الفقه والقانون تأليف حامد ميرة)، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، م 23، ع 1، 2010م.
132. الصديق محمد الأمين الضير، سندات المقارضة، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، منظمة المؤتمر الإسلامي، جدة، المملكة العربية السعودية، ع 4، 1988م.
133. عبد الجبار السبهاني، الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن، المجلد 5، ع 2/أ، 2009م.
134. عبد الرحمن يسري أحمد، تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق مالية ثانوية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، م 3، ع 1، 1995م.

135. عبد السلام العبادي، **صكوك التمويل الإسلامي ومسيرتها في المملكة الأردنية الهاشمية**، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، الأردن، المجلد 21، العدد 1 (عدد متخصص بالصكوك الإسلامية)، 2013م.
136. عبد القادر زيتوني وسليمان ناصر، **التصكيك الإسلامي كآلية لإدارة السيولة في المصارف الإسلامية**، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للعلوم الشرعية، كوالالمبور، ماليزيا، م 3، ع 1، يونيو 2012م.
137. عبد الملك منصور المصعبي، **الصكوك**، بحث غير منشور.
138. علي محي الدين القره داغي، **الاستثمار في الأسهم**، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، العدد 9، ط 2، 2004م.
139. فؤاد محمد أحمد محيسن، **الشركة ذات الغرض الخاص**، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمّان، الأردن، المجلد 21، العدد 1 (عدد متخصص بالصكوك الإسلامية)، 2013م.
140. قطب مصطفى سانو، **صكوك الإجارة**، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي "منظمة المؤتمر الإسلامي سابقاً"، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، ع 15، ج2، 2004م.
141. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، **الصكوك الإسلامية مالها وما عليها**، مقال غير منشور.
142. محمد محمود عبد الله يوسف، **المخاطر الاقتصادية والمالية لمشروعات الـ B.O.T مع التعرض لتجارب عربية**، بحث غير منشور.
143. محمد بن ابراهيم السحبياني، **آلية تحديد معدلات ليبور وإمكانية الاستفادة منها لحساب مؤشرات مالية إسلامية**، مجلة جامعة الإمام، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية: العلوم الإنسانية والاجتماعية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ع 7، 1429هـ.
144. محمد علي القرني، **صكوك البترول: أداة مالية بديلة لأذونات الخزنة الحكومية**، بحث غير منشور، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية.

145. محمد فرحي وسميرة مشرواي، التوريق الإسلامي: ضمان لتفادي الأزمات وللحد من مخاطر التمويل، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للعلوم الشرعية، كوالالمبور، ماليزيا، م 1، ع 2، يونيو 2011م، ص 129.
146. منذر قحف، سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقاتها في تمويل التنمية في البلدان الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، م 1، 1989م، ص 59.
147. موسى خليل المتري، تمويل المشاريع: هيكله الـB.O.T، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سورية، م 21، ع 2، 2005م.
148. نجاح عبد العليم أبو الفتوح، التمويل بالعجز: شرعيته، وبدائله من منظور إسلامي، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، الرياض، المملكة العربية السعودية، م 15، 2003م.

- بحوث التظاهرات العلمية (المؤتمرات والملتقيات والندوات):

أبحاث مؤتمرات مجمع الفقه الإسلامي الدولي:

- أبحاث مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر العالمي، الدورة الثانية عشر من 21 إلى 27 سبتمبر 2000م، الرياض، المملكة العربية السعودية:
149. منذر قحف، الإجازة المنتهية بالتمليك وصكوك الأعيان المؤجرة.
- أبحاث مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، 1-5 جمادى الأولى 1430هـ الموافق لـ 26-30 أبريل 2009م، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة:
150. أحمد محمد أحمد بخيت، تطبيق عقد البناء والتشغيل وإعادة B.O.T في تعمیر الأوقاف والمرافق العامة.
151. أحمد محي الدين أحمد، تطبيق نظام البناء والتمليك B.O.T في تعمیر الأوقاف والمرافق العامة.
152. أختر زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها.

153. خالد بن سعود بن عبد الله الرشود، تطبيق عقد البناء والتشغيل وإعادة B.O.T في تعميم المرافق العامة والأوقاف.
154. عبد الستار أبو غدة، عقد البناء والتشغيل وإعادة B.O.T وتطبيقه في تعميم الأوقاف والمرافق العامة.
155. عبد الوهاب إبراهيم أبو سليمان، عقد البناء والتشغيل وإعادة الملك B.O.T.
156. عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما.
157. عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصكيك وتطبيقاتهما.
158. علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة: دراسة فقهية اقتصادية تطبيقية.
159. فؤاد محمد أحمد محيسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها.
160. محمد تقي العثماني، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة.
161. محمد تقي العثماني، عقود البناء والتشغيل ونقل الملكية من الناحية الشرعية.
162. محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك.
163. محمد عبده عمر، تطبيق نظام البناء والتمليك B.O.T في تعميم الأوقاف والمرافق العامة.
164. محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها.
165. محمد علي القرني بن عيد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها.
166. مرتضي الترابي، عقد البناء والتشغيل وإعادة التكييف الفقهي والحكم الشرعي.
167. معبد علي الجارحي، وعبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية.
168. ناهد علي حسن السيد، حقيقة نظام البناء والتشغيل ونقل الملكية.
- أبحاث مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة العشرون، من 26 شوال إلى 2 ذو القعدة 1433هـ، الموافق من 13 إلى 18 سبتمبر 2012م، وهران، الجزائر:
169. أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية.
170. محمد تقي العثماني، الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة.
- أبحاث مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، الدورة الحادية والعشرون من 15 إلى 19 محرم 1435هـ الموافق من 18 إلى 22 نوفمبر 2013م، الرياض، المملكة العربية السعودية:

171. معبد علي الجارحي، وعبد العظيم جلال أبوزيد، القضايا المتبقية في الصكوك من الناحيتين الفقهية والاقتصادية.

- أبحاث ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، يومي 10 و 11 جمادى الآخرة 1431هـ، الموافق 24 و 25 ماي 2010م، جامعة الملك عبد العزيز، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، جدة، المملكة العربية السعودية:

172. حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية.

173. سامي بن ابراهيم السويلم، منتجات صكوك الإجارة.

174. سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول.

175. عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها.

176. معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها.

أبحاث باقي المؤتمرات والندوات والملتقيات:

177. حسن عبد القادر صالح، التخطيط ودوره في التنمية الاقتصادية في الإسلام، بحوث مؤتمر الإسلام والتنمية، جمعية الدراسات والبحوث الإسلامية، يومي 13 و 14 محرم 1406هـ الموافق 28 و 29 سبتمبر 1985م، عمان، الأردن، 1992م.

178. حسين حامد حسان، مكونات الأسهم وأثرها على تداولها، ندوة البركة العشرين للاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، من 3 إلى 5 ربيع الآخر 1422هـ، كوالا لامبور، ماليزيا.

179. حسين عثمان، التوريق المصرفي للديون: الممارسة والإطار القانوني، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، العين، وغرفة تجارة دبي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2007م.

180. زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً؟، بحث مقدم لمؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، قسم

- الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 12-13 نوفمبر 2013م، إربد، الأردن.
181. **زكاة عروض التجارة: أحكام زكاة صور من عروض التجارة المعاصرة**، مقال غير منشور.
182. سامي بن ابراهيم السويلم، **تطوير المشاركة المتناقصة**، مؤتمر شورى الفقهي السادس، يومي 16 و 17 نوفمبر 2015م، شورى للاستشارات الشرعية، الكويت.
183. سليمان ناصر وربيعه بن زيد، **ارتباط تسعير الصكوك الإسلامية بمعدل الفائدة ليبور كعامل مهدد لسلامة الاستثمار فيها: دراسة تطبيقية على عينة من الصكوك الإسلامية**، المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو والعدالة والاستقرار من منظور إسلامي، من 9 إلى 13 سبتمبر 2013م، مجموعة من المنظمين، اسطنبول، تركيا.
184. عبد الجبار السبهاني، **وقف الصكوك وصكوك الوقف**، مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، 12-13 نوفمبر 2013م، إربد، الأردن.
185. عبد الحميد الغزالي، **التنمية الاقتصادية بين التمويل الربوي والتمويل الإسلامي**، الملتقى الدولي حول أخلاقيات الإسلام واقتصاد السوق من 27 إلى 29 صفر 1427هـ الموافق من 27 إلى 29 مارس 2006م، منشورات المجلس الإسلامي الأعلى، الجزائر، 2007م.
186. عبد الستار أبو غدة، **الاسترداد والتخارج للصناديق الاستثمارية**، بحوث الندوة الفقهية للشركة الأولى للاستثمار، 31 أكتوبر/تشرين الأول و1 نوفمبر/تشرين الثاني 2001م، الكويت.
187. عبد الستار أبو غدة، **تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة**، المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، يومي 3 و 4 أكتوبر 2004م، المنامة، البحرين.
188. عبد الستار أبو غدة، **صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة فقهية تأصيلية موسعة**، المؤتمر العلمي السنوي الرابع العشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل"، 7-9 ربيع الآخر 1426هـ الموافق 15-17 ماي 2005م، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، الإمارات العربية المتحدة.

189. عبد الستار الخويلدي، التأمين على الودائع والاستثمارات والصكوك والتعامل مع مؤسسات الضمان الحكومية والخاصة، بحوث ندوة البركة الثانية والثلاثون للاقتصاد الإسلامي، مجموعة البركة المصرفية، المنامة، البحرين، ط 1، 2011م.
190. عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي: ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، تنظيم المعهد العالمي للفكر الإسلامي وجامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و2 ديسمبر 2010م.
191. عبد القوي ردمان محمد عثمان، الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة، بحث مقدم للمؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دمشق، سورية، 2009م.
192. عبد الملك منصور، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، من 31 ماي إلى 3 جوان 2009م.
193. عجيل جاسم النشمي، المشاركة المتناقصة وصورها في ضوء ضوابط العقود المستجدة، مؤتمر شورى الفقهي السادس، يومي 16 و17 نوفمبر 2015م، شورى للاستشارات الشرعية، الكويت.
194. عصام خلف العنزي، الملكية القانونية والملكية النفعية من منظور شرعي وقانوني، المؤتمر العالمي التاسع لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - البنك الإسلامي للتنمية، يومي 17 و18 محرم 1436هـ الموافق 10 و11 نوفمبر 2014م.
195. علاء الدين زعتري، الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية، بحث مقدّم لورشة عمل حول "الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، يومي 18-19 جويلية 2010م، شركة BDO، عمان، الأردن،
196. علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية ودورها في الادخار والتمويل والاستثمار، ندوة الصكوك من ناحية شرعية وعملية واقتصادية وقانونية، الأربعاء 6 نوفمبر 2013م، مركز الاقتصاد والتمويل الإسلامي، كلية الدراسات الإسلامية، مؤسسة قطر، الدوحة، قطر.

197. علي محي الدين القره داغي، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية وتمويل البنية التحتية، مؤتمر الدوحة الثاني للمال الإسلامي: الصيرفة الإسلامية بين الواقع والمأمول، شركة بيت المشورة للاستشارات المالية، 11 أكتوبر 2011م.
198. علي محي الدين القره داغي، الملكية القانونية والملكية النفعية من منظور شرعي وقانوني: الإطار العام والتحديات الرئيسية، المؤتمر العالمي التاسع لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - البنك الإسلامي للتنمية، يومي 17 و18 محرم 1436هـ الموافق 10 و11 نوفمبر 2014م.
199. فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية، بحث مقدم لمنندى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان، 2008م.
200. محمد عبد الحليم عمر، الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، التابع للبنك الإسلامي، من 15 إلى 18 أكتوبر 2000م، الإسكندرية، مصر.
201. محمد عبد المطلب بدوي، التورق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، العين، وغرفة تجارة دبي، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2007م.
202. محمد علي القرني، تطبيق الملكية النفعية والملكية القانونية في التمويل الإسلامي، المؤتمر العالمي التاسع لعلماء الشريعة حول المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - البنك الإسلامي للتنمية، يومي 17 و18 محرم 1436هـ الموافق 10 و11 نوفمبر 2014م.
203. محمد علي القرني، كيف تتوافق الصكوك في أحكام الشريعة، مؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 27 و28 ماي 2008م، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين.
204. محمد علي القرني، وأسيد الكيلاني، وسامي سويلم، ومحمد داوود بكر، تعقيب لأبحاث جلسة "التصنيف الشرعي في الصناعة المالية الإسلامية وآليات التصنيف وآليات التصنيف"، مؤتمر العمل المصرفي والمالي الإسلامي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع البنك الدولي، يومي 6 و7 ديسمبر 2015م، المنامة، البحرين.

205. محمد محبوب باشري، **صكوك الإجارة المنتهية بالتملك**، المؤتمر الدولي الأول حول الصيغ المبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، يومي 5-6 أبريل 2011م، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن.
206. نادية أمين محمد علي، **صكوك الاستثمار الشرعية - خصائصها وأنواعها**، المؤتمر العلمي السنوي الرابع العشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل"، 7-9 ربيع الآخر 1426هـ الموافق 15-17 ماي 2005م، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، الإمارات العربية المتحدة.
207. نيفين فرج إبراهيم، **دور الهندسة المالية الإسلامية في توفير التمويل اللازم للاستثمار في مصر**، مؤتمر الاقتصاد الإسلامي: الفلسفة والنظام والتطبيقات المعاصرة، كلية التجارة - بنين، جامعة الأزهر، ومركز الدراسات المعرفية، يومي 20 و21 أبريل 2013م، القاهرة، مصر.
208. وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، **صكوك الاستثمار الشرعية**، المؤتمر العلمي السنوي الرابع العشر حول "المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل"، 7-9 ربيع الآخر 1426هـ الموافق 15-17 ماي 2005م، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، غرفة تجارة وصناعة دبي، الإمارات العربية المتحدة.
209. يوسف بن عبد الله الشبلي، **أدوات إدارة مخاطر السيولة وبدائل اتفاقية إعادة الشراء في المؤسسات المالية الإسلامية**، المؤتمر الحادي عشر للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، 8-7 ماي 2012م، المنامة، البحرين.

- الرسائل والأطروحات الجامعية:

210. أحمد محي الدين حسن، **أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي**، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 1989م.
211. خالد غسان أحمد يوسف، **سوق الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق الصكوك الماليزية**، أطروحة دكتوراه، قسم المصارف الإسلامية، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمّان، الأردن، 2013م.

212. سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، أطروحة دكتوراه في التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، 2005م.
213. سميرة حصايم، عقود البوت B.O.T إطار لاستقبال القطاع الخاص في مشاريع البنية التحتية، رسالة ماجستير في القانون، تخصص قانون التعاون الدولي، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2011م.
214. عود بن ملح العنزي، الصكوك الإسلامية: ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمّان، الأردن، 2010م.
215. فريد أحمد عبد الحافظ غنّام، إطار مقترح لإعداد وتطبيق موازنة البرامج والأداء في فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.

- القوانين:

216. قانون (رقم 10 لسنة 2013م بشأن إصدار الصكوك)، نشر في الصفحة (3) من العدد (18) مكرر (ب)) من الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، رئاسة الجمهورية، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، بتاريخ (27 جمادى الآخرة 1434 هـ الموافق 7 ماي 2013م).
217. قانون (رقم 30 لسنة 2012م)، نشر في الصفحة (4244) من العدد (5179) من الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية، بتاريخ (الأربعاء 3 ذو القعدة 1433 هـ الموافق 19 سبتمبر 2012م).
218. قانون (عدد 30 لسنة 2013م)، نشر في الصفحة (2613) من العدد (62) من الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، رئاسة الحكومة، المطبعة الرسمية للجمهورية التونسية، بتاريخ (الجمعة 24 رمضان 1434 هـ الموافق 2 أوت 2013م).
219. قانون أسواق المال (رقم 95 لسنة 1992م)، نشر في الصفحة (30) من العدد (25 مكرر) من الجريدة الرسمية لجمهورية مصر العربية، رئاسة الجمهورية، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، بتاريخ (22 جوان 1992م).
220. قانون إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية (رقم 7 لسنة 2010م)، الكويت.

221. قانون مؤقت (رقم 10 لسنة 1981م)، نشر في الصفحة (306) من العدد (2992) من الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية، رئاسة الوزراء، مديرية الجريدة الرسمية، بتاريخ (الاثنين 11 جمادى الأولى 1401هـ الموافق 16 مارس 1981م).
222. نظام (رقم 44 لسنة 2014م)، نشر في الصفحة (2493) من العدد (5281) من الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية.
223. نظام (رقم 45 لسنة 2014م)، نشر في الصفحة (2499) من العدد (5281) من الجريدة الرسمية للملكة الأردنية الهاشمية، بتاريخ (الأربعاء 16 جمادى الآخرة 1435هـ الموافق 16 أبريل 2014م).

- القرارات والمعايير والفتاوى الشرعية:

224. أحكام وفتاوى الزكاة والصدقات والنذور والكفارات، ندوة الهيئة الشرعية العالمية للزكاة الثالثة عشر بالسودان، بيت الزكاة، الكويت، ط 5، 2006م.
225. البيان الختامي للدورة العادية الثامنة عشر، دورة المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث الثامنة عشر المنعقدة بالعاصمة الفرنسية باريس في الفترة من 27 جمادى الآخرة إلى 2 رجب 1429هـ، الموافق من 1 إلى 5 جويلية 2008م.
226. البيان الختامي للدورة العادية العشرين، دورة المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث المنعقدة بمدينة اسطنبول بتركيا من 12 إلى 15 رجب 1431هـ، الموافق من 24 إلى 27 جوان 2010م، متوفر على موقع المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث.
227. البيان الختامي وقرارات وتوصيات مؤتمر شورى الفقهي الخامس للمؤسسات المالية الإسلامية، شركة شورى للاستشارات الشرعية، 11 و 12 صفر 1435هـ الموافق 16 و 17 ديسمبر 2013م، الكويت، الكويت.
228. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي "منظمة المؤتمر الإسلامي سابقاً"، طبع على نفقة الأمانة العامة للأوقاف بالشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ط 1، 2011م:
- قرار رقم 22 (3/10) بشأن: سندات المقارضة وسندات التنمية والاستثمار.
- قرار رقم 30 (4/5) بشأن: سندات المقارضة وسندات الاستثمار.

- قرار رقم 53 (6/4) بشأن: القبض، صورته وبخاصة المستجدة منها وأحكامها.
- قرار رقم 60 (6/11) بشأن: سندات المقارضة وسندات الاستثمار.
- قرار رقم 63 (7/1) بشأن: الأسواق المالية.
- القرار رقم 76 (8/7) بشأن: مشكلات البنوك الإسلامية.
- قرار رقم 101 (11/4) بشأن: بيع الدين وسندات القرض وبدائلها الشرعية في مجال القطاع.
- قرار رقم 110 (12/4) بشأن: الإيجار المنتهي بالتمليك، وصكوك التأجير.
- قرار رقم 130 (14/4) بشأن: الشركات الحديثة: الشركات القابضة وغيرها وأحكامها الشرعية.
- قرار رقم 137 (15/3) بشأن: صكوك الإجارة.
- قرار رقم 156 (17/5) بشأن: استكمال صكوك المشاركة: مكونات موجوداتها.
- قرار رقم 158 (17/7) بشأن: بيع الدين.
- قرار رقم 178 (19/4) بشأن: الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها العام والخاص.
- قرار رقم 181 (19/7) بشأن: وقف الأسهم والصكوك والحقوق المعنوية والمنافع.
- قرار رقم 182 (19/8) بشأن: تطبيق نظام البناء والتشغيل والإعادة B.O.T في ترميم الأوقاف والمرافق العامة.
- قرار رقم 188 (20/3) بشأن: استكمال موضوع الصكوك الإسلامية.
- قرار رقم 196 (21/2) بشأن: استكمال موضوع الصكوك الإسلامية.
- 229. قرارات وتوصيات المجمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية:
- قرار رقم 89 (16/1) بشأن: موضوع الدين.
- 230. قرارات مجمع الفقه الإسلامي بالهند:
- قرار رقم (22/4) بشأن: الصكوك.
- 231. المعايير الشرعية (1-54)، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، د. ط، 2015م:
- المعيار الشرعي رقم (5) بعنوان الضمانات.
- المعيار الشرعي رقم (9) بعنوان: الإجارة والإجارة المنتهية بالتمليك.

- المعيار الشرعي رقم (10) بعنوان: السلم والسلم الموازي.
- المعيار الشرعي رقم (11) بعنوان: الاستصناع والاستصناع الموازي.
- المعيار الشرعي رقم (12) بعنوان: الشركة (المشاركة) والشركات الحديثة.
- المعيار الشرعي رقم (17) بعنوان: صكوك الاستثمار.
- المعيار الشرعي رقم (20) بعنوان: بيع السلع في الأسواق المنظمة.
- المعيار الشرعي رقم (21) بعنوان: الأوراق المالية (الأسهم والسندات).
- المعيار الشرعي رقم (27) بعنوان: المؤشرات.
- المعيار الشرعي رقم (35) بعنوان: الزكاة.
- المعيار الشرعي رقم (40) بعنوان: الحسابات الاستثمارية وتوزيع الربح في الحسابات الاستثمارية على أساس المضاربة.
- المعيار الشرعي رقم (44) بعنوان: السيولة: تحصيلها وتوظيفها.
- المعيار الشرعي رقم (47) بعنوان: ضوابط حساب ربح المعاملات.
- 232. قرارات وتوصيات ندوات البركة للاقتصاد الإسلامي، الأمانة العامة للهيئة الشرعية، مجموعة دله البركة، ندوة البركة السابعة للاقتصاد الإسلامي:
- فتوى رقم (9/6) بشأن: عقود المضاربة والمشاركة مع التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة من رأس المال على الحساب.
- فتوى رقم (11/6) بشأن: إيداع البنك الإسلامي أرصدة تعويضية لدى البنك الربوي لتجنب الفوائد.
- فتوى رقم (2/7) بشأن: تحميل المصروفات في عقد المضاربة.
- فتوى رقم (8/7) بشأن: تبادل القروض.
- فتوى رقم (2/8) بشأن: التنضيف الحكمي بطريق التقويم الدوري بغرض توزيع الأرباح أو تحديد أسعار تداول الوحدات.
- فتوى رقم (3/8) بشأن: اقتطاع المخصصات في شركة المضاربة.
- فتوى رقم (8/10) بشأن: التخارج في الحسابات الاستثمارية والصناديق وحسابات الأرباح.
- فتوى رقم (1/32) بشأن: إصدار الصكوك الاستثمارية بمراعاة المقاصد والمآلات وملكية حملتها وضماداتها.

233. معايير المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، 2015م:
- المعيار المحاسبي رقم (17) بعنوان: الاستثمارات.
 - المعيار المحاسبي رقم (11) بعنوان: المخصصات والاحتياطات.
234. معايير مجلس الخدمات المالية الإسلامية IFSB، كوالالمبور، ماليزيا، 2009م:
- المعيار رقم 7: متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية.
235. معيار سوق دبي المالي لإصدار وتملك وتداول الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، سوق دبي المالي، دبي، الإمارات العربية المتحدة.

- التقارير:

236. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2010م، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.
237. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2015م، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.

ثانياً: قائمة المراجع باللغة الأجنبية.

- Books:

238. Abdulkader THOMAS, **SUKUK**, Thomson Reuters, Sweet & Maxwell Asia, Kuala Lumpur, MALAYSIA, 2010.
239. Alain BEITONE et d'autre, **DICTIONNAIRE DE SCIENCE ECONOMIQUE**, Armand Colin, Paris, France, 3ème Edition, 2010.
240. Jeff MADURA & Theodore VEIT, **INTRODUCTION TO FINANCIAL MANAGEMENT**, West Publishing Company, New York, USA, 1988.
241. Joseph DIVANNA & Antoine SREIH, **A NEW FINANCIAL DAWN: THE RISK OF ISLAMIC FINANCE**, Leonardo and Francis Press, Cambridge, UNITED KINGDOM, 1st Edition, 2009.

242. Muhammad Nejatullah SIDDIQI, **ECONOMIC ENTERPRISE IN ISLAM**, Markazi Maktaba Islami, Delhi, INDIA, 1st Edition, 1972.
243. Nathif J. ADAM and Abdulkader THOMAS, **ISLAMIC BONDS : YOUR GUIDE TO ISSUING, STRUCTURING, AND INVESTING IN SUKUK**, Euromoney Books, London, UNITED KINGDOM, 2004.
244. Obiyathulla Ismath BACHA & Abbas Mirakhor, **ISLAMIC CAPITAL MARKETS: A COMPARATIVE APPROACH**, Wiley Finance Series, John WILEY & Sons, 1st Edition, Singapore, 2013.

- Encyclopedias terms & Dictionaries:

245. Fadi FARHAT & Michel Ibrahim, **DICTIONARY OF BUSINESS AND FINANCE**, Dar Al-Kotob Al-Ilmiyah, Beirut, Lebanon, 1st Edition, 2007.
246. Glenn Gaywaine MUNN & Others, **ENCYCLOPEDIA OF BANKING & FINANCE**, Mcgraw Hill Book Company, Illinois, U.S.A, 9th Edition, 1991.
247. Henry Campbell BLACK & Others, **BLACK'S LAW DICTIONARY**, THE PUBLISHER'S EDITORIAL STAFF, WEST PUBLISHING CO, New York, U.S.A, 5th Edition, 1979.
248. **OXFORD LEARNER'S POCKET DICTIONARY**, Oxford University Press, Oxford, UNITED KINGDOM, 3rd Edition, 2005.
249. **REUTERS FINANCIAL GLOSSARY**, Thomson Reuters, Published by Pearson Education, London, GREAT BRITAIN, 2nd Edition, 2003.

- Researchs:

250. Ahsan LAHSASNA & Umar IDRIS, "EXAMINATION OF THE AAOIFI PRONOUNCEMENT ON SUKUK ISSUANCE AND IT'S IMPLICATION ON THE FUTURE SUKUK STRUCTURE IN THE ISLAMIC CAPITAL MARKET", 6th International Islamic Finance Conference: Innovation in Islamic Finance: A Fast Track to Global Acceptance, At 13 & 14 October 2008. Monash University, Melbourne, AUSTRALIA.
251. Andreas A. Jobst, **THE ECONOMICS OF ISLAMIC FINANCE AND SECURITIZATION**, WP/07/117, IMF Working Paper, International Monetary Fund, 2007.

252. Ashraf Wajdi DUSUKI & Shabnam MOKHTAR, **CRITICAL APPRAISAL OF SHARI'AH ISSUES ON OWNERSHIP IN ASSET-BASED SUKUK AS IMPLEMENTED IN THE ISLAMIC DEBT MARKET**, RESEARCH PAPER N°8, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance (ISRA), Kuala Lumpur, MALAYSIA, 2010.
253. Christophe J. GODLEWSKI, Rima TURK-ARISS & Laurent WEILL, **"DO MARKETS PERCEIVE SUKUK AND CONVENTIONAL BONDS AS DIFFERENT FINANCING INSTRUMENTS?"**, Bank of Finland, BOFIT Institute for Economies in Transition, BOFIT discussion paper, 2011.
254. John KIFF, **WHAT IS LIBOR?**, Finance & Development, The International Monetary Fund, Washington, U.S.A, Vol 49, N°4, 2012.
255. Mohammad Akram KHAN, **LONG TERM FINANCING IN ISLAMIC COUNTRIES: CASE STUDY OF PAKISTAN**, Seminar Proceedings Series, N° 30, FINANCING DEVELOPMENT IN ISLAM, Islamic Research and Training Institute (IRTI), Islamic Development Bank, Jeddah, KINGDOM OF SAUDI ARABIA, 1st Edition, 1416H.
256. Sutan Emir HIDAYAT, **"A COMPARATIVE ANALYSIS BETWEEN ASSET BASED AND ASSET BACKED SUKUK: WHICH ONE IS MORE SHARIAH COMPLIANT?"**, International SAMANM Journal of Finance and Accounting (ISJFA), Vol 1, N 2, Islamabad, PAKISTAN, 2008.
257. Sweder Van WIJNBERGEN & Sajjad ZAHER, **"SUKUK DEFAULTS: ON DISTRESS RESOLUTION IN ISLAMIC FINANCE"**, Duisenberg school of finance - Tinbergen Institute Discussion Paper, Amsterdam School of Economics, University of Amsterdam, and Tinbergen Institute, Amsterdam, NETHERLANDS, First draft, July 2013.
258. Zohra JABEEN & Mohamed Tariq JAVED, **"SUKUK STRUCTURES :AN ANALYSIS OF RISK -REWARD SHARING AND WEALTH CIRCULATION"**, The Pakistan development review, The Pakistan Institute of Development Economics, Vol 46, N° 4, part 2, Islamabad, Pakistan, 2007.

- Reports:

259. David HOU & David SKEIE, **LIBOR: ORIGINS, ECONOMICS, CRISIS, SCANDAL, AND REFORM**, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 667, New York, U.S.A, 2014.
260. International Islamic Financial Market, **SUKUK REPORT : A COMPREHENSIVE STUDY OF THE INTERNATIONAL SUKUK MARKET**, 1st Edition, Manama, BAHRAIN, 2009.
261. International Islamic Financial Market, **SUKUK REPORT : A COMPREHENSIVE STUDY OF THE GLOBAL SUKUK MARKET**, 3rd Edition, Manama, BAHRAIN, 2013.
262. International Islamic Financial Market, **SUKUK REPORT : A COMPREHENSIVE STUDY OF THE GLOBAL SUKUK MARKET**, 4th Edition, Manama, BAHRAIN, 2014.
263. International Islamic Financial Market, **SUKUK REPORT : A COMPREHENSIVE STUDY OF THE GLOBAL SUKUK MARKET**, 5th Edition, Manama, BAHRAIN, 2016.

- Other:

264. **AAOIFI'S SHARI'A BOARD RESOLUTIONS ON SUKUK**, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), Manama, Bahrain, 2008.
265. Prospective, **PRONONUNCEMENT OF THE AL-HILAL BANK, FATWAAND SHARIAH SUPERVISORY BOARD FOR ITS CERTIFICATES ISSUANCE PROGRAMME**, 2013.

ثالثاً: مواقع الإنترنت.

266. موقع أرقام: www.argaam.com

267. موقع الدكتور أحمد سالم ملحم: <http://www.drahmadmelhem.com>

268. موقع الدكتور حسين حامد حسان: <http://www.hussein-hamed.com>

269. موقع الدكتور علاء الدين زعتري: <http://www.alzatari.net>

270. موقع الدكتور محمد علي القري: <http://www.elgari.com>

271. موقع المجلس الأوروبي للإفتاء والبحوث: www.e-cfr.org
272. موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: <http://www.cibafi.org>
273. موقع بيت الزكاة الكويتي: <http://www.zakathouse.org.kw>
274. موقع شبكة الأخبار الأمريكية (النسخة العربية): <http://arabic.cnn.com>
275. موقع شركة بلومبرج: <http://www.bloomberg.com>
276. موقع قناة سكاي نيوز عربية: <http://www.skynewsarabia.com>
277. موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي: <http://www.iifa-aifi.org>
278. موقع مجمع الفقه الإسلامي بالهند: <http://www.ifa-india.org>
279. موقع مؤسسة النقد العربي السعودي: <http://www.sama.gov.sa>
280. موقع هيئة الأوراق المالية الأردنية: <http://www.jsc.gov.jo>
281. مدونة الصكوك الإسلامية: <http://sukukislamicbond.blogspot.com>

الفهارس



فهرس الجداول

- جدول رقم (1): أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية 35
- جدول رقم (2): أهم أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي 38
- جدول رقم (3): أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم 41
- جدول رقم (4): طبيعة العلاقة بين مصدر الصك والمكتتبين حسب كل نوع 91
- جدول رقم (5): إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية 177
- جدول رقم (6): ترتيب الدول المُصدرة للصكوك الإجمالية (إلى 2016/12/31) 181
- جدول رقم (7): حجم إصدار الصكوك الإجمالية حسب المناطق الجغرافية (2001-2016) 183
- جدول رقم (8): إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الجهة المُصدرة قبل الأزمة العالمية وبعدها 185
- جدول رقم (9): إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع قبل الأزمة العالمية وبعدها ... 188
- جدول رقم (10): مقارنة بين القوانين الخمسة 204
- جدول رقم (11): قيمة المتوسط المرجح ودرجات الموافقة لمحاور الاستبيان 212
- جدول رقم (12): قيمة الارتباط ودلالته 213
- جدول رقم (13): توزيع خبراء المالية الإسلامية والباحثين فيها حسب الجنس 214
- جدول رقم (14): توزيع خبراء المالية الإسلامية والباحثين فيها حسب الفئة العمرية 215
- جدول رقم (15): الدول التي ينتمي إليها خبراء المالية الإسلامية والباحثين فيها 216
- جدول رقم (16): الرتبة العلمية لخبراء المالية الإسلامية والباحثين فيها 217

- جدول رقم (17): توزيع خبراء المالية الإسلامية والباحثين فيها حسب المنصب 217
- جدول رقم (18): توزيع خبراء المالية الإسلامية والباحثين فيها حسب الخبرة المهنية والأكاديمية.. 218
- جدول رقم (19): المؤشرات الإحصائية الخاصة بعبارات المحور المفاهيمي 219
- جدول رقم (20): المؤشرات الإحصائية الخاصة بعبارات جانب الشركة ذات الغرض الخاص.... 220
- جدول رقم (21): المؤشرات الإحصائية الخاصة بعبارات جانب ملكية حملة الصكوك 221
- جدول رقم (21): المؤشرات الإحصائية الخاصة بعبارات جانب ملكية حملة الصكوك 222
- جدول رقم (23): المؤشرات الإحصائية الخاصة بعبارات محور المخاطر..... 224
- جدول رقم (24): المؤشرات الإحصائية الخاصة بعبارات المحور الاقتصادي 225
- جدول رقم (25): المؤشرات الإحصائية الخاصة بعبارات المحور القانوني 227
- جدول رقم (26): قيمة معامل الارتباط سبيرمان ودرجة المعنوية بين المحاور 231
- جدول رقم (27): نتيجة اختبار فرق المتوسطين بين إجابات المبحوثين ونوع جنسهم 234
- جدول رقم (28): نتيجة اختبار تحليل التباين ANOVA بين إجابات المبحوثين وسنهم ... 235
- جدول رقم (29): نتيجة اختبار المقارنة Post Hoc (L.S.D) على المتوسط الإجمالي لإجابات المبحوثين في المحور المفاهيمي وسنهم..... 236
- جدول رقم (30): نتيجة اختبار تحليل التباين ANOVA بين إجابات المبحوثين وبلد إقامتهم ... 238
- جدول رقم (31): نتيجة اختبار تحليل التباين ANOVA بين إجابات المبحوثين ورتبتهم العلمية 239
- جدول رقم (32): نتيجة اختبار فرق المتوسطين بين إجابات المبحوثين ومنصبهم 240
- جدول رقم (33): نتيجة اختبار المقارنة Post Hoc (L.S.D) على المتوسط الإجمالي لإجابات المبحوثين في جانب الملكية للمحور التنظيمي ومنصبهم..... 241
- جدول رقم (34): نتيجة اختبار فرق المتوسطين بين إجابات المبحوثين وخبرتهم المهنية/الأكاديمية 244

فهرس الأشكال

- شكل رقم (1): هيكله صكوك المضاربة (مع عقد الـB.O.T) 137
- شكل رقم (2): هيكله صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك 139
- شكل رقم (3): هيكله الصكوك الهجينة (استصناع + مشاركة متناقصة) 141
- شكل رقم (4): هيكله صكوك البترول (السلم) 146
- شكل رقم (5): تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية المحلية والدولية (2001 - 2016) 178
- شكل رقم (6): تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية الإجمالية (2001-2016) 179
- شكل رقم (7): تطور نسبة حجم إصدار الصكوك الإسلامية الإجمالية (2001-2016) 180
- شكل رقم (8): حجم إصدار الصكوك الإجمالية حسب المناطق الجغرافية (2001-2016) 184
- شكل رقم (9): إصدارات الصكوك الإسلامية الإجمالية حسب الجهة المُصدرة قبل الأزمة المالية العالمية وبعدها 187
- شكل رقم (10): إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب النوع قبل الأزمة العالمية وبعدها .. 189
- شكل رقم (11): اتجاه إجابات المبحوثين في الجانب المفاهيمي حسب الفئات العمرية 237
- شكل رقم (12): اتجاه إجابات المبحوثين في جانب الملكية من المحور التنظيمي حسب المناصب التي يشغرونها 243

فهرس الملاحق

- ملحق رقم (1): الصفحة 13 من نشرة إصدار صكوك ملكية منفعة موجودات للشركة السعودية للكهرباء..... 253
- ملحق رقم (2): الصفحة 12 من نشرة إصدار صكوك ملكية منفعة موجودات للشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك"..... 254
- ملحق رقم (3): الصفحة 38 من نشرة إصدار صكوك شركة صدارة للخدمات الأساسية 255
- ملحق رقم (4): الصفحة 53 من نشرة إصدار صكوك شركة صدارة للخدمات الأساسية 256
- ملحق رقم (5): الصفحة 37 من نشرة إصدار صكوك شركة إعمار 257
- ملحق رقم (6): الصفحة 55 من نشرة إصدار صكوك شركة أرامكو توتال العربية للخدمات 258
- ملحق رقم (7): أول صفحة في ملخص إصدار ضمن نشرة إصدار صكوك الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات "سبكيم"..... 259
- ملحق رقم (8): الصفحة 34 من نشرة إصدار صكوك ملكية منفعة موجودات للشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك"..... 260
- ملحق رقم (9): الصفحة 147 من نشرة إصدار صكوك ملكية منفعة موجودات للشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك"..... 261
- ملحق رقم (10): قائمة محكمي الاستبيان..... 262
- ملحق رقم (11): قائمة خبراء المالية الإسلامية والعاملين فيها..... 263
- ملحق رقم (12): الاستبيان..... 269
- ملحق رقم (13): نتائج اختبار ألفا كرونباخ..... 274
- ملحق رقم (14): نتائج اختبار فرق المتوسطين (T) Independent Sample Test 275
- ملحق رقم (15): نتائج اختبار تحليل التباين ANOVA..... 276

فهرس المحتويات

ج	البسمة
هـ	إهداء واعتراف لأصحاب الفضل
و	شكر وتقدير
1	المقدمة
2	تمهيد
2	مشكلة الدراسة
3	فرضيات الدراسة
4	منهج الدراسة
4	أهمية الدراسة
4	أهداف الدراسة
5	حدود الدراسة
6	مبررات اختيار الموضوع
7	الدراسات السابقة
12	إضافة الدراسة
12	خطة الدراسة
13	صعوبات الدراسة

15	الفصل الأول: مدخل عام إلى صناعة الصكوك الإسلامية.....
17	المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.....
18	المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية.....
18	الفرع الأول: الصكوك لغة.....
19	الفرع الثاني: الصكوك فقهاً.....
20	الفرع الثالث: الصكوك اصطلاحاً.....
22	المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.....
22	الفرع الأول: الخصائص التي تتفرد بها الصكوك الإسلامية.....
22	أولاً: الصكوك الإسلامية ورقة مالية مبنية على أسس وضوابط شرعية.....
23	ثانياً: تُصدر الصكوك وفق صيغة تمويل شرعية.....
23	ثالثاً: الصكوك الإسلامية تمثل ملكية شائعة في الموجودات دون ملكية التصرف.....
24	رابعاً: الصكوك الإسلامية قائمة على مبدأ استحقاق الربح وتحمل الخسارة.....
25	خامساً: تحمل أعباء الملكية.....
25	سادساً: الصكوك ورقة مالية لإثبات الحق.....
26	سابعاً: انتفاء ضمان المضارب أو الوكيل أو الشريك.....
27	ثامناً: تُصدّر الصكوك الإسلامية عن جهة مالكة لموجودات معينة أو ترغب في تملكها....
27	تاسعاً: الصكوك الإسلامية أداة استثمارية ذات كفاءة.....
28	عاشرًا: تصدر الصكوك بأجال مختلفة.....
28	الفرع الثاني: الخصائص المشتركة مع باقي الأوراق المالية.....
28	أولاً: تُصدّر الصكوك الإسلامية بفئات متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة.....
29	ثانياً: الصكوك الإسلامية قابلة للتداول من حيث المبدأ.....
29	ثالثاً: الصكوك أداة للتحكم في حجم السيولة النقدية.....
30	رابعاً: الصكوك أداة فعالة في التعامل بين البنوك الإسلامية والبنوك المركزية.....
30	خامساً: الصكوك ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.....
32	المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية وباقي الأوراق المالية.....
33	المطلب الأول: الفرق بين الصكوك والسندات.....
33	الفرع الأول: تعريف السندات التقليدية.....
33	أولاً: السندات لغةً.....
33	ثانياً: السندات اصطلاحاً.....
33	1. الاصطلاح القانوني.....

34	2. الاصطلاح الاقتصادي.....
35	الفرع الثاني: أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية
36	المطلب الثاني: الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.....
36	الفرع الأول: تعريف التصكيك الإسلامي.....
36	الفرع الثاني: تعريف التوريق التقليدي (Securitization).....
37	الفرع الثالث: أهم أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي
39	المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك والأسهم.....
39	الفرع الأول: تعريف الأسهم.....
39	أولاً: لغةً.....
40	ثانياً: الاصطلاح القانوني.....
40	ثالثاً: الاصطلاح الاقتصادي.....
41	الفرع الثالث: أهم أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم.....
42	المبحث الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية.....
43	المطلب الأول: على اعتبار الصيغة.....
43	الفرع الأول: الصكوك القائمة على الإجارة.....
43	أولاً: صكوك الإجارة العادية.....
43	1. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة
44	2. صكوك ملكية المنافع.....
44	أ. صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة.....
44	ب. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة.....
45	3. صكوك ملكية الخدمات.....
45	أ. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين.....
45	ب. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة.....
45	ثانياً: صكوك الإجارة المنتهية بالتملك.....
46	الفرع الثاني: الصكوك القائمة على البيوع.....
46	أولاً: صكوك المرابحة.....
47	ثانياً: صكوك السلم.....
47	ثالثاً: صكوك الاستصناع.....
47	الفرع الثالث: الصكوك القائمة على المشاركة.....
48	أولاً: صكوك المضاربة.....

48	ثانياً: صكوك الوكالة بالاستثمار
48	ثالثاً: صكوك المشاركة بالربح والخسارة
48	رابعاً: صكوك المشاركة في الإيراد الإجمالي
49	خامساً: صكوك المزارعة
49	سادساً: صكوك المساقاة
49	سابعاً: صكوك المغارسة
50	الفرع الرابع: الصكوك الوقفية
50	الفرع الخامس: الصكوك الهجينة (المركبة)
50	الفرع السادس: صكوك الصناديق والمحافظ الاستثمارية
51	المطلب الثاني: على اعتبار المدة الزمنية
51	الفرع الأول: صكوك محددة الأجل
51	أولاً: صكوك قصيرة الأجل
51	ثانياً: صكوك متوسطة الأجل
51	ثالثاً: صكوك طويلة الأجل
51	الفرع الثاني: صكوك غير محددة الأجل
52	أولاً: صكوك متناقصة المدة
52	ثانياً: صكوك متزايدة المدة (متراكمة القيمة)
52	ثالثاً: صكوك دائمة
52	المطلب الثالث: على اعتبار القطاع
53	المطلب الرابع: على اعتبار الموجودات التي تمثلها
53	الفرع الأول: الصكوك المدعومة الأصول Asset. Backed Sukuk
53	الفرع الثاني: الصكوك القائمة على الأصول Asset. Based Sukuk
54	أولاً: صكوك الديون Debt Based Securities
54	ثانياً: صكوك المبنية على الحصة الشائعة Equity Based Securities
54	ثالثاً: صكوك الإجارة Lease Based Securities
54	المطلب الخامس: على اعتبار التخصيص
54	الفرع الأول: صكوك عامة
55	الفرع الثاني: صكوك مخصصة
55	المطلب السادس: على اعتبار الجهة المصدرة
55	الفرع الأول: الصكوك السيادية (الحكومية)

56	الفرع الثاني: الصكوك شبه السيادية.....
57	الفرع الثالث: صكوك الشركات.....
57	الفرع الرابع: الصكوك المصرفية.....
58	المطلب السابع: على اعتبار العائد.....
58	الفرع الأول: صكوك العائد الثابت.....
58	الفرع الثاني: صكوك العائد المتغير.....
59	المطلب الثامن: على اعتبار التحويل والتبديل إلى أسهم.....
59	الفرع الأول: الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم Convertible Sukuk.....
59	الفرع الثاني: الصكوك القابلة للتبديل بأسهم Exchangeable Sukuk.....
61	خلاصة.....
62	الفصل الثاني: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية، وتداولها، وإطفائها.....
64	المبحث الأول: إصدار الصكوك الإسلامية وضوابطه.....
65	المطلب الأول: عقد التصكيك وأركانه.....
65	الفرع الأول: أطراف العقد.....
65	أولاً: أطراف العقد الأصلية.....
65	1. مُصدر الصك.....
65	1.1. منشئ الصكوك.....
66	2.1. وكيل الإصدار.....
66	1.2.1. الصفة القانونية للشركة ذات الغرض الخاص.....
66	2.2.1. تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص.....
67	2. مالكي الصكوك.....
67	ثانياً: أطراف مكملة لعملية التصكيك.....
67	1. مدير الإصدار.....
67	2. مدير الاستثمار.....
68	3. أمين الاستثمار.....
68	4. وكيل الدفع.....
68	ثالثاً: الأطراف الأخرى المتعاقد معها.....
68	1. مستشار الطرح.....
68	2. متعهد التغطية.....

69	3. وكالات التصنيف الائتمانية.....
69	1.3. تعريف.....
69	2.3. خصوصية الصكوك الإسلامية في التصنيف الائتماني.....
70	3.3. التصنيفات الممنوحة.....
70	4.3. تصنيف الصكوك.....
71	5.3. دور طبيعة الشركة ذات الغرض الخاص في التصنيف الائتماني.....
72	6.3. التصنيف الشرعي.....
72	الفرع الثاني: المعقود عليه (محل التعاقد).....
72	أولاً: قيمة الصك.....
72	ثانياً: ما يمثله الصك.....
73	الفرع الثالث: الصيغة.....
73	أولاً: نشرة الإصدار إيجاب والاكتتاب قبول.....
73	ثانياً: الاكتتاب إيجاب وموافقة الجهة المصدرة قبول.....
74	ثالثاً: الدمج بين الحالة الأولى والثانية.....
75	المطلب الثاني: خطوات إصدار الصكوك الإسلامية.....
75	الفرع الأول: إعداد التصور والهيكل التنظيمي.....
76	الفرع الثاني: تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص.....
77	الفرع الثالث: ملكية حملة الصكوك.....
77	أولاً: تعريف الملكية.....
78	ثانياً: أقسام الملكية.....
78	1. الملكية التامة.....
78	2. الملكية الناقصة.....
79	ثالثاً: الملكية القانونية والملكية النفعية.....
81	رابعاً: الملكية القانونية والملكية النفعية في هيكل الصكوك.....
81	1. الصكوك المدعومة بالموجودات Asset Backed Sukuk.....
81	2. الصكوك القائمة على الموجودات Asset Based Sukuk.....
83	الفرع الرابع: طرح الصكوك للاكتتاب.....
84	الفرع الخامس: تسويق الصكوك.....
84	الفرع السادس: التعهد بتغطية الاكتتاب.....
85	الفرع السابع: تجاوز حصيللة الاكتتاب قيمة الإصدار المعلن عنها.....

85	أولاً: التخصيص.....
86	ثانياً: رفع حجم الإصدار بشروط.....
87	الفرع الثامن: إجراءات أخرى مواكبة لعملية الإصدار.....
87	أولاً: فترة السماح.....
88	ثانياً: تحميل مصروفات الصكوك.....
88	ثالثاً: تسعير الصكوك.....
89	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.....
90	الفرع الأول: ضوابط عامة لإصدار الصكوك الإسلامية.....
90	الفرع الثاني: العلاقة بين المصدر والمكتتبين.....
92	الفرع الثالث: متطلبات نشرة الإصدار.....
93	المبحث الثاني: تداول الصكوك الإسلامية وضوابطه.....
94	المطلب الأول: التداول وآلياته.....
94	الفرع الأول: التعريف بتداول الصكوك.....
95	الفرع الثاني: آلية تداول الصكوك.....
95	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً أو ديوناً.....
96	الفرع الأول: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل نقوداً.....
97	أولاً: التقابض بين البديلين.....
97	ثانياً: التماثل.....
98	ثالثاً: الخلو من خيار الشرط.....
98	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل ديوناً.....
98	أولاً: البيع بنقد معجل من جنسه أو من غير جنسه لإفضائه إلى ربا.....
99	ثانياً: البيع بنقد مؤجل من جنسه أو من غير جنسه لأنه يبيع الكالئ بالكالئ.....
100	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي يغلب عليها النقود أو الديون.....
101	الفرع الأول: الأخذ بقاعدتي الكثرة، والغلبة.....
102	الفرع الثاني: الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية.....
102	المطلب الرابع: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك التي تمثل أعياناً أو منافعاً أو خدمات.....
105	المبحث الثالث: توزيع الأرباح وإطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه الشرعية.....
106	المطلب الأول: توزيع الأرباح الدورية ومواجهة مخاطر الاستثمار.....
106	الفرع الأول: توزيع الأرباح.....
106	أولاً: توزيع الربح تحت الحساب.....
107	ثانياً: توزيع الربح بشكل نهائي.....

109	الفرع الثاني: مواجهة مخاطر الاستثمار
112	المطلب الثاني: إطفاء الصكوك الإسلامية وضوابطه
112	الفرع الأول: تعريف إطفاء الصكوك
113	الفرع الثاني: طرق استرداد (إطفاء) الصكوك الإسلامية (آلية الإطفاء)
113	أولاً: طريقة الإطفاء التدريجي
116	ثانياً: طريقة الإطفاء دفعة واحدة
116	الفرع الثالث: التعهد بالتبرع لجبر الخسارة في الاستثمار
116	أولاً: تبرع طرف ثالث بضمان رأس المال أو الربح
117	ثانياً: تبرع الدولة بضمان رأس المال أو الربح
117	الفرع الرابع: انتهاء الصكوك
119	خلاصة
120	الفصل الثالث: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية
122	المبحث الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي
123	المطلب الأول: دور الصكوك الإسلامية في حشد المدخرات والموارد المالية
123	الفرع الأول: أهمية حشد المدخرات والموارد المالية
123	الفرع الثاني: دور المؤسسات المالية في حشد المدخرات والموارد المالية
124	أولاً: نشر الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين
124	ثانياً: تنويع الموارد المالية
125	ثالثاً: توسيع قاعدة المشروعات
125	رابعاً: توفير مورد مالي طويل الأجل
126	خامساً: استقطاب رؤوس الأموال المهاجرة
126	سادساً: التكامل بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي
127	المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية والبنى التحتية
127	الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية
127	أولاً: مقصد الشرع من الاستثمار
128	ثانياً: الدور التمويلي للصكوك الإسلامية
128	1. توفير موارد مالية للاستثمار طويل الأجل
128	2. تخفيض سيطرة المصارف على منح التمويل
129	3. التوزيع العادل للثروة

129	.....	ثالثاً: تطبيقات الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية
131	.....	الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية
132	.....	أولاً: صكوك عقد امتياز البناء والتشغيل ونقل الملكية (BOT) عن طريق المضاربة
132	.....	1. التعريف بعقود الـBOT
133	.....	2. التكيف الشرعي لعقد الـBOT
138	.....	ثانياً: صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك
140	.....	ثالثاً: صكوك هجينة
141	.....	المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في السياسات الاقتصادية الحكومية
141	.....	الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في معالجة عجز الموازنة العامة
147	.....	الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية في السياسة النقدية
147	.....	أولاً: السياسة النقدية
147	.....	ثانياً: البديل الإسلامي للأدوات التقليدية
147	.....	1. استخدام الصكوك الإسلامية في عمليات السوق المفتوحة
148	.....	2. استخدام الصكوك الإسلامية كبديل لحسم (خصم) الأوراق التجارية
150	.....	3. استخدام الصكوك الإسلامية كبديل لسياسة الملجأ الأخير للسيولة
151	.....	المبحث الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية
152	.....	المطلب الأول: مدخل إلى سوق الأوراق المالية
152	.....	الفرع الأول: سوق الأوراق المالية وأهميتها
152	.....	أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية
152	.....	1. السوق الأولية
152	.....	2. السوق الثانوية
153	.....	ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية
154	.....	الفرع الثاني: الأوراق المالية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية
154	.....	أولاً: الأوراق المالية التقليدية
154	.....	1. الأوراق المالية ذات الدخل الثابت
154	.....	أ - على أساس الجهة المصدرة
155	.....	ب. على أساس طبيعة الفائدة
155	.....	ج. اعتبارات أخرى
156	.....	2. الأوراق المالية ذات الدخل المتغير
156	.....	أ. على أساس شكل الإصدار

156	ب. على أساس الحقوق المترتبة
157	3. الأوراق المالية المشتقة.....
158	ثانياً: الأوراق المالية الإسلامية.....
158	1. بالنسبة للسندات (الأوراق المالية ذات الدخل الثابت)
158	2. بالنسبة للأسهم (الأوراق المالية ذات الدخل المتغير)
159	3. بالنسبة للأوراق المالية المشتقة
160	المطلب الثاني: تفعيل الصكوك الإسلامية على مستوى السوق المالي.....
160	الفرع الأول: وظائف الصكوك الإسلامية على مستوى السوق المالي.....
161	أولاً: تنوع الأدوات المالية
161	ثانياً: تنشيط السوق المالي ونموه.....
162	ثالثاً: قيام السوق الإسلامية وتوسيع قاعدة مؤسساتها.....
163	رابعاً: تقليص دور الوساطة المالية.....
163	خامساً: التكامل بين مؤسسات المال
163	الفرع الثاني: أهمية صكوك الإجارة على مستوى السوق المالي
164	أولاً: تنوع صكوك الإجارة.....
164	ثانياً: صكوك الإجارة إضافة نوعية للسوق المالي.....
164	ثالثاً: صكوك الإجارة تتمتع بمرونة في الإصدار.....
165	المبحث الثالث: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لأطراف الإصدار.....
166	المطلب الأول: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر
166	الفرع الأول: الصكوك أداة لتنوع المصادر وتحقيق الأرباح.....
167	الفرع الثاني: تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي.....
167	الفرع الثالث: الصكوك أداة لتغطية حاجات تمويلية والتزامات طارئة.....
167	الفرع الرابع: توزيع المخاطر
168	الفرع الخامس: إدارة السيولة الفائضة.....
168	الفرع السادس: إمكانية معرفة النفقات المستقبلية
169	المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمر
169	الفرع الأول: التوظيف الشرعي.....
169	الفرع الثاني: الصكوك ذات عائد عالي وقابلة للتسييل.....
169	1. بالنسبة للأرصدة المستثمرة
170	2. بالنسبة للأرباح الموزعة.....

170	3. بالنسبة للتداول والتخارج وأثره على نتيجة المشروع
170	4. بالنسبة للتداول والتخارج وأثره على الحق في الأرباح
171	الفرع الثالث: جوانب أخرى.....
171	أولاً: تدني مخاطر بعض أنواع الصكوك.....
171	ثانياً: الحرية في اتخاذ القرار الاستثماري
172	خلاصة.....
173	الفصل الرابع: دراسة تقييمية لمتطلبات صناعة الصكوك الإسلامية.....
175	المبحث الأول: واقع صناعة الصكوك الإسلامية في العالم.....
176	المطلب الأول: الإصدارات العالمية للصكوك الإسلامية.....
176	الفرع الأول: إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية العالمية.....
180	الفرع الثاني: الدول المصدرة للصكوك الإسلامية العالمية.....
184	المطلب الثاني: تقسيمات إصدار الصكوك الإسلامية العالمية.....
185	الفرع الأول: تقسيم إصدارات الصكوك العالمية حسب الجهة المُصدرة.....
188	الفرع الثاني: تقسيم إصدارات الصكوك العالمية حسب النوع.....
191	المبحث الثاني: التشريعات القانونية للصكوك الإسلامية.....
192	المطلب الأول: القوانين الصادرة في الأردن.....
192	الفرع الأول: القانون رقم 10 لسنة 1981م حول سندات المقارضة.....
194	الفرع الثاني: القانون رقم 30 الصادر سنة 2012م.....
198	المطلب الثاني: القانون الصادر في تونس.....
199	المطلب الثالث: القانون الصادر في مصر
202	المطلب الرابع: القانون الصادر في دبي.....
203	المطلب الخامس: مقارنة بين القوانين الخمسة
206	المبحث الثالث: دراسة ميدانية حول آراء خبراء المالية الإسلامية
207	المطلب الأول: أسلوب التحليل الإحصائي المستخدم في الدراسة.....
207	الفرع الأول: تحديد عينة الدراسة.....
207	أولاً: شروط الجانب العملي
208	ثانياً: شروط الجانب الأكاديمي.....
208	الفرع الثاني: أسلوب جمع البيانات (الاستبيان).....
208	أولاً: تصميم الاستبيان وتوزيعه.....

209	1. العوامل الديمغرافية.....
209	2. محاور الدراسة.....
209	أ. المحور المفاهيمي.....
209	ب. المحور التنظيمي.....
210	ج. المحور الشرعي.....
210	د. محور المخاطر.....
210	هـ. المحور الاقتصادي.....
210	و. المحور القانوني.....
211	ثانياً: صدق الاستبيان.....
211	ثالثاً: ثبات الاستبيان.....
212	الفرع الثاني: أدوات التحليل الإحصائي.....
214	المطلب الثاني: تحليل نتائج الاستبيان.....
214	الفرع الأول: وصف خصائص خبراء المالية الإسلامية.....
214	أولاً: الجنس.....
215	ثانياً: السن.....
215	ثالثاً: البلاد.....
216	رابعاً: الرتبة العلمية.....
217	خامساً: المنصب.....
218	سادساً: الخبرة المهنية والأكاديمية.....
218	الفرع الثاني: التحليل الوصفي لإجابات أفراد عينة الدراسة المستهدفة.....
219	أولاً: تحليل البيانات المتعلقة بالمحور المفاهيمي.....
220	ثانياً: تحليل البيانات المتعلقة بالمحور التنظيمي.....
220	1. جانب الشركة ذات الغرض الخاص.....
221	2. جانب ملكية حملة الصكوك.....
222	ثالثاً: تحليل البيانات المتعلقة بالمحور الشرعي.....
223	رابعاً: تحليل البيانات المتعلقة بمحور المخاطر.....
225	خامساً: تحليل البيانات المتعلقة بالمحور الاقتصادي.....
226	سادساً: تحليل البيانات المتعلقة بالمحور القانوني.....
228	الفرع الثالث: تقييم صناعة الصكوك الإسلامية في ضوء نتائج الاستبيان.....
231	المطلب الثالث: الاختبارات الاحصائية.....

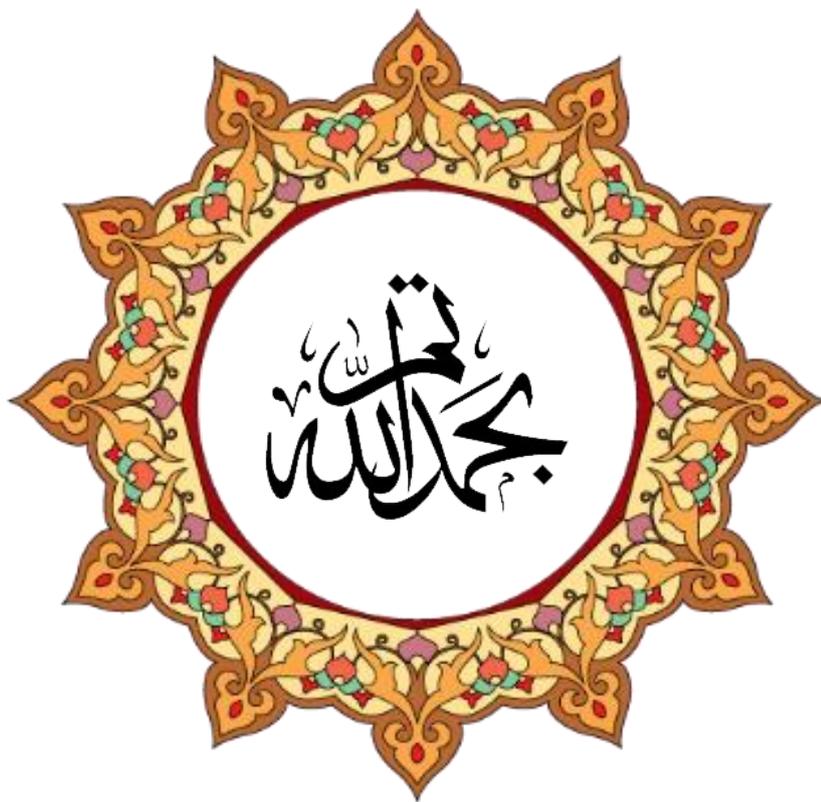
231	الفرع الأول: دراسة الترابط بين محاور الاستبيان.....
232	أولاً: وجود ارتباط طردي ضعيف.....
232	ثانياً: وجود ارتباط عكسي ضعيف.....
232	الفرع الثاني: تأثير العوامل الديمغرافية على إجابات المبحوثين.....
233	أولاً: اختبار وجود فروق بين عامل الجنس وإجابات المبحوثين.....
234	ثانياً: اختبار وجود فروق بين عامل السن وإجابات المبحوثين.....
238	ثالثاً: اختبار وجود فروق بين عامل بلد الإقامة وإجابات المبحوثين.....
239	رابعاً: اختبار وجود فروق بين عامل الرتبة العلمية وإجابات المبحوثين.....
240	خامساً: اختبار وجود فروق بين عامل المنصب المتقصد وإجابات المبحوثين.....
244	سادساً: اختبار وجود فروق بين عامل الخبرة المهنية/الأكاديمية وإجابات المبحوثين.....
245	خلاصة.....
246	الخاتمة.....
247	أولاً: النتائج واختبار الفرضيات.....
249	ثانياً: التوصيات.....
250	ثالثاً: آفاق الدراسة.....
252	الملاحق.....
284	المصادر والمراجع.....
315	الفهارس.....
316	فهرس الجداول.....
318	فهرس الأشكال.....
319	فهرس الملاحق.....
320	فهرس المحتويات.....
335	الملخص.....



يَقُولُ الْعِمَادُ الْأَصْفَهَانِيُّ
رَحِمَهُ اللَّهُ تَعَالَى

«إِنِّي رَأَيْتُ أَنَّه لَا يَكْتُبُ إِنْسَانٌ
كِتَابًا فِي يَوْمِهِ؛ إِلَّا قَالَ فِي غَدِهِ:
لَوْ غُيِّرَ هَذَا لَكَانَ أَحْسَنَ، وَلَوْ زِيدَ
كَذَا لَكَانَ يُسْتَحْسَنُ، وَلَوْ قُدِّمَ هَذَا
لَكَانَ أَفْضَلَ، وَلَوْ تُرِكَ هَذَا لَكَانَ
أَجْمَلَ. هَذَا مِنْ أَعْظَمِ الْعِبَرِ، وَهُوَ دَلِيلٌ
عَلَى اسْتِيْلَاءِ النَّقْصِ عَلَى جَمَلَةِ الْبَشَرِ.»





هدفت الدراسة إلى معرفة أهمية الصكوك الإسلامية وكيفية مساهمتها في الاقتصاد الكلي، والسوق المالية الإسلامية، وكذا معرفة واقع هذه الصناعة من خلال دراسة لحجم إصدارات الصكوك على عدة اعتبارات، وما قدمته التشريعات القانونية، ووجهة نظر الخبراء في هذه الصناعة إلى جانب تقييم صناعة الصكوك الإسلامية بين سنتي 2001م و2016م.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أبرزها أن الصكوك الإسلامية تعد منتجاً مالياً أصيلاً غير تقليدي لقي إقبالا واسعاً عليه، لكن أغلب الصكوك المصدرة في الدول الإسلامية غير قابلة للتداول على عكس نظيرتها في الدول الغربية. كما توصلت الدراسة إلى أن حاملي الصكوك يحوزون على ملكية نفعية فقط ولا يحوزون على الملكية الكاملة للموجودات، وجل القوانين الصادرة المنظمة لعملية التصكيك نصت بصريح العبارة بضرورة الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

وأوصت الدراسة بضرورة تجنب كافة المآخذ الشرعية في إصداراتها من خلال الاعتماد على قرارات ومعايير الهيئات الداعمة للمالية الإسلامية كمرجعية لفتاوى القضايا الشرعية المتعلقة بهيكله الصكوك. وضرورة تطويرها لتكون من الأدوات المالية التي تسيطر على الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، صناعة الصكوك، تقييم الصكوك، قانون الصكوك، الشركة ذات الغرض الخاص، استبيان الصكوك.

ABSTRACT:

THE STUDY AIMED TO UNDERSTAND THE IMPORTANCE OF ISLAMIC SUKUK, HOW IT CONTRIBUTES TO THE MACROECONOMICS AND THE ISLAMIC FINANCIAL MARKET, AS WELL AS THE KNOWLEDGE OF THE REALITY OF THIS INDUSTRY THROUGH THE STUDYING OF SUKUK'S VOLUME ISSUANCES ON SEVERAL CONSIDERATIONS, WHAT LEGAL LEGISLATIONS PROVIDED, AND THE OPINION OF EXPERTS IN THIS INDUSTRY, DURING THE PERIOD (2001 -2016).

THIS STUDY HAS REACHED A NUMBER OF RESULTS, THE MOST NOTABLY THAT ISLAMIC SUKUK IS AN ORIGINAL NON-TRADITIONAL FINANCIAL PRODUCT THAT HAS BEEN WIDELY ACCEPTED. HOWEVER, MOST OF THE SUKUK ISSUED IN ISLAMIC COUNTRIES ARE NOT TRADABLE, UNLIKE THOSE IN WESTERN COUNTRIES. THE STUDY ALSO FOUND THAT THE SUKUK HOLDERS HAVE ONLY BENEFICIAL OWNERSHIP WITHOUT THE FULL POSSESSION OF THE ASSETS, AND MOST OF THE LAWS ISSUED TO REGULATE THE PROCESS OF SUKUK'S ISSUANCES EXPLICITLY STATED THE NEED TO COMPLY WITH THE PROVISIONS OF ISLAMIC LAW.

THE STUDY RECOMMENDED THE NECESSITY TO AVOID ALL LEGAL CONSEQUENCES IN THEIR ISSUANCES BY RELYING ON THE DECISIONS AND STANDARDS OF THE SUPPORTING ORGANIZATIONS ISLAMIC FINANCE, A REFERENCE TO THE LEGAL ISSUES RELATED TO SUKUK'S STRUCTURING. AND THE NEED TO DEVELOP THEM TO BE A FINANCIAL INSTRUMENT THAT CONTROLS THE FINANCIAL MARKETS.

KEYWORDS: ISLAMIC SUKUK, SUKUK INDUSTRY, SUKUK EVALUATION, SUKUK LAW, SPECIAL PURPOSE VEHICLE (S.P.V), QUESTIONNAIRE OF SUKUK.