الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس – سطيف
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

مدرسة الدكتوراه: إدارة الأعمال والتنمية المستدامة

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في إطار مدرسة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

تخصص: الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة

تحت عنوان

دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام

دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية

إعداد الطالب
علام عبد النور

تحت إشراف
أ.د. بوجلال محمد

لجنة المناقشة

أ.د. صالحي صالح	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة سطيف**	**رئيسا**
أ.د.بوجلال محمد	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة المسيلة**	**مشرفا ومقررا**
أ.د. مفتاح صالح	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة بسكرة**	**مناقشا**
د. بن أعمارة نوال	**أستاذ محاضر قسم"أ"**	**جامعة ورقلة**	**مناقشا**
د. بورقبة شوقي	**أستاذ محاضر**	**جامعة سطيف**	**مدعو**

السنة الجامعية 2012/2011

والحمد لله رب العالمين

والصلاة والسلام على أشرف المرسلين

تـشكـر ا ت

اللهم لك الشكر ولك الحمد حمدًا كثيرًا مباركًا يليق بجلال وجهك وعظيم سلطانك أن وفقتني لإنجازهذا العمل، لك الحمد حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت ولك الحمد بعد الرضى...

أما بعد:

أتـقـدم بالشـكر الجزيل، والإمتنان العظيم إلى الأستاذ: الدكتور بوجلال محمد، على قبوله الإشراف على هذه الرسالة، وعلى كل ما قدمه لي من توجيهات قيمة وآراء سديدة.

كما أتقدم بالشكر إلى كل من ساعدني، من قريب أو من بعيد، على إنجاز هذا العمل.

إلى كل هؤلاء أقول لهم شكرًا، وجزاكم الله عنّي خير الجزاء.

الإهداء

بسم الله و الصلاة و السلام على خير خلق الله سيدنا محمد خاتم الرسل و الأنبياء و على أهله و أصحابه و من والاه و سار على خطاه إلى يوم نلقاه ، اللهم أغنني بالعلم و زيني بالعلم و أكرمني بالتقوى و جملني بالعافية و بعد:

أتقدم بإهداء هذا العمل المتواضع إلى كل من نطق بكلمة التوحيد لسانه وصدقها قلبه

إلى كل من صلى على خير البرية محمد عليه الصلاة والسلام .

إلى الوالدين الكريمين الذين أعزهما الله بضم اسمهما لاسمه و تحت طيات كتابه المجيد، الذين تعبوا لنرتاح و سهروا لننام، جزاهما الله كل خير.

إلى زوجتي و رفيقة دربي

إلى إخوتي وأخواتي، و خاصة أختي سلسبيل

إلى أصدقائي حمزة وعبد الغاني ومحمد و إلى كل الأهل و الأقارب

إلى كل هؤلاء اهدي ثمرة جهدي...

غلام عبـــــد النـــــــــور

هيكل الدراسة

المقدمة العامة ..... أ- ح

الفصل الأول: إصدار السندات وتداولها في ميزان الفقه الإسلامي..... 01

الفصل الثاني: الإطار النظري والتكييف الفقهي للصكوك الإسلامية..... 24

الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام..... 58

الفصل الرابع: دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية 104

الخاتمة العامة 172

قائمة المراجع 185

الملاحق..... 199

الفهارس 203

المقدمـــــة العامـــــة

مقدمـــــــة

أظهرت الأزمة المالية العالمية اهتماما غير عادي بالمصرفية الإسلامية أعاد إلى صدارة الإهتمام أدوات الصيرفة والتمويل الإسلامي من خلال مرتكزات النظام الإقتصادي الإسلامي، بعد عجز النظام الإقتصادي التقليدي ونظرياته عن معالجة أسباب الأزمة والحيلولة دون تكرارها مستقبلا، حيث كشفت عن مدى هشاشة النظام المالي الرأسمالي السائد حاليا والذي يتمركز حول الإقراض بفائدة، فالبنوك التجارية تقرض عملائها بفائدة، والحكومة تصدر السندات مقابل فائدة، ومعنى ذلك أن نسبة كبيرة من الموارد تصل من مالكيها إلى المستثمرين عن طريق مؤسسات الإقراض التقليدية.

لقد ذُكرت أسباب عدة لهذه الأزمة جاء في مقدمتها وبشكل خطير التعامل بالفائدة الربوية كأساس للسندات التقليدية، والتي تسمح بفصل التمويل عن النشاط الإقتصادي، فيصبح التمويل نشاطًا ربحيا دون أن يكون له ارتباط مباشر بالتبادل الحقيقي والنشاط التنموي المستدام؛ أضف لذلك أن الخسائر المحتملة المترتبة على الإنتاج في النظام الربوي تتحول إلى فوائد مصرفية ربوية، وهي إضافة يتحملها المستهلك عن طريق رفع الأسعار، بينما نرى توزُّع تلك الخسارة في نظام التمويل الإسلامي بين ثلاث أطراف مساهمة، وهي: المستثمر والمصرف والمودع، حيث أن التكلفة تُخَفَّف من خلال تَحمُّل جميع الأطراف مَغرَم الخسارة، ولهذا جاءت الشريعة الإسلامية بتحريم الضرر بالغير، سواء كان هذا الضرر في ماله أو في نفسه، كما جعل الله عز وجل من أهم مقاصد الشريعة حفظ الأموال ورواجها، أي دورانها بين أيدي كثير من الناس بوجه حق، كما يُفهم من قوله تعالى:﴿ كَي لاَ يَكُونَ دُولَةَ بَينَ الأَغنِيَآءِ مِنكُم﴾.

فحكمة التشريع الإسلامي في مجال التمويل لا تتضح إلا بمعرفة وظيفة التمويل في النشاط الإقتصادي والتنموي، وبدون ذلك سيكون من الصعب إدراك حقيقة التمويل الإسلامي وأهدافه، وسمو الشريعة الإسلامية في تنظيمه على النحو الذي جاءت به، حيث ظهرت الصكوك الإسلامية كأبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، حتى أصبحت وجهة العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية، لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للإستثمارات، فضلًا عن المواءمة بين العناصر الثلاث: الربحية والسيولة والأمان من المخاطر.

حيث تتنوع الصكوك الإسلامية تبعاً لاختلاف نوع الموجودات التي تمثلها، وهذه الموجودات إما أن والصكوك الإسلامية تسعى لتكون البديل الناجح التي تقدمه الإستثمارات وفق الأساليب الإسلامية كفرصة لإثبات أن الإستثمار الناتج من الفائدة غير حقيقي، وأنه يؤول الى إغناء المرابي وإيذاء المقترِض، حيث لا يخفى على الجميع أن التنمية المستدامة تتطلب وجود تمويل مستدام ينعكس باستثمار حقيقي يخدم العملية الإنتاجية في محاولة النهوض بالإمكانيات التنموية للسوق في البلد الواحد.

وفي ظل التوجه العالمي نحو الصكوك الإسلامية تبرز اشكالية الدور الملقى على عاتق صناعة الصكوك الإسلامية كملاذ آمن وبديل مناسب للسندات التقليدية لإرساء أسس تمويل مستدام ذو كفاءة

وفعالية في تطوير المشاريع التنموية، وفي هذا الإطار يأتي هذا البحث الذي يسعى للتعرف على الحكم الشرعي للتعامل بالسندات التقليدية ودعمها بالتفسير الإقتصادي كمدخل لصناعة الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها وخصائصها وأنواعها، وآلية عملها ودورها في إرساء أسس تمويل مستدام كفؤ وفعال.

1 . إشكالية البحث:

يُبرِز التوجه العالمي نحو أدوات التمويل الإسلامي مدى أهمية الدور الملقى على عاتق صناعة الصكوك الإسلامية، كبديل مناسب للسندات التقليدية ودورها في تطوير المشاريع التنموية عبر آليات التمويل المستدام باعتبار أن المحافظة على المال وتنميته مقصد أساسي من مقاصد الإستثمار في الشريعة الإسلامية.

بناءًا على ما سبق يمكن صياغة إشكالية البحث في السؤال التالي:

ما هو دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام؟

ويندرج تحت هذا السؤال الرئيسي؛ أسئلة فرعية تسمح بالوصول إلى نتائج تخدم البحث، وهي:

– ماذا نعني بصناعة الصكوك الإسلامية كبديل شرعي من حيث مفهومها وخصائصها وأنواعها ومميزاتها ؟

– ماهي مزايا آلية عمل صناعة الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير المشاريع التنموية عبر إرساء أسس تمويل مستدام ؟

– هل ساهمت التطبيقات المعاصرة في كل من ماليزيا ودول الخليج في تطوير صناعة الصكوك الإسلامية؟

2 . فرضيات الدراسة:

إستنادًا إلى مشكلة الدراسة تم صياغة فرضيات تنسجم مع موضوع البحث، التي سيجرى اختبارها، واستخلاص النتائج والتوصيات من خلالها، ولهذا ينطلق البحث من خلال طرح الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

تُعتبر الصكوك الإسلامية بديلا شرعيا ومناسبا للسندات التقليدية.

الفرضية الثانية:

تساهم صناعة الصكوك الإسلامية بشكل إيجابي في إرساء وتطوير أسس تمويل مستدام كفؤ وفعال.

الفرضية الثالثة:

ساهمت التجارب الرائدة في كل من ماليزيا والخليج في تطوير صناعة الصكوك الإسلامية عبر تطوير الأدوات الأكثر نجاحا ومشروعية وذات الأثر التنموي المستدام .

3 . أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة دوافع ومبررات ذاتية وموضوعية دفعت الباحث إلى اختيار هذا الموضوع أهمها:

- رغبة الباحث في المشاركة في محاولات جعل المنهج الرباني للإقتصاد الإسلامي هو البديل المتكامل لتحقيق التوازن على المدى البعيد ومعالجة المشكلات المستعصية الناتجة عن سيادة الاقتصاد التقليدي الغير أخلاقي في مجتمعاتنا؛
- التوجه المُعلن من قِبل الخبراء وصانعي القرار في العالم للإفادة من أدوات النظام المالي الإسلامي لاحتواء الأزمة المالية العالمية؛
- رغبة الباحث في المشاركة في الاستفادة من التراث الإسلامي كأساس لمنهج تنموي بديل؛
- الظروف الملائمة المحيطة كالتخصص العلمي والرغبة والفضول للتعرف على اجتهادات ومساهمات علماء الإقتصاد الإسلامي في هذا المجال؛
- رغبة الباحث في إثراء المكتبة الإسلامية من خلال دراسة التجارب الواقعية كالتجربة الماليزية والخليجية، والإفادة من التقدُّم المُحرَز في إصدار واستخدام الصكوك الإسلامية.

4 . أهمية البحث:

وتأتي أهمية البحث من خلال عدة منطلقات نظرية وعملية تتمثل في :

- الإستخدام المكثَّف للصكوك الإسلامية من قبل الحكومات الإسلامية في كثير من الدول كماليزيا ودول الخليج لأغراض إدارة موازناتها العامة، بعيدا عن الأدوات التقليدية والتي في أغلبها تعتمد علي الإستلاف المصرفي والتمويل بالعجز وغالبا ما يستتبعه ضغوط تضخُّمية عالية قد تهدم أهداف هذه الموازنات؛
- تفعيل الجانب التنموي من خلال جعل الإقتصاد يعمل ضمن مجال الإقتصاد الحقيقي، بتحريك سوق السلع والخدمات وإبعاده عن أضرار الربا المحرم؛
- الإنهيار المالي في البورصات والأسواق المالية، وفقدان الثقة في المنتجات المالية التقليدية كالسَّندات الربوية؛
- الإقبال المتزايد على الصكوك الإسلامية وجذبها لاستثمارات غربية ضخمة، والتسابق لدى المصارف والمستثمرين الأجانب على إصدارات الصكوك في دول الخليج وماليزيا؛

- النمو الإستثنائي للصكوك الإسلامية في السنوات الأخيرة حتى أصبحت الأداة التمويلية الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، حيث بلغت أحجام الإصدارات العالمية من الصكوك الإسلامية بنهاية العام 2010 أكثر من 150 مليار دولار، جاءت غالبيتها من ماليزيا والخليج العربي؛
- الإنهيار الكبير للأسواق المالية وتجدد الأزمات وتصديرها للدول الأخرى ومنها الدول الفقيرة نتيجة تقلبات أسعار النقد وتوقف الدفع بسبب أزمات النظام المالي الغربي.

تبدو أهمية البحث من خلال تعرضه للصكوك الإسلامية بما تملكه من تنوع وتجدد وتطور وانتشار متنامي ومتسارع، وأهمية الدور الذي تلعبه هذه الصناعة في تطوير مشاريع التنمية المستدامة عبر إرساء سوق رأسمال دولي يجمع بين الكفاءة الإقتصادية والسَّلامة الشرعية .

5 . أهداف البحث:

يمكن تلخيص أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- التعرُّف على الحكم الشرعي للتعامل في عقود السَّندات التقليدية، ومحاولة دعمه بالاستدلال الإقتصادي؛
- التعرُّف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها وخصائصها وأنواعها ومزاياها كبديل شرعي وملاذ آمن وفعَّال عن السندات التقليدية؛
- بيان دور صناعة الصكوك الإسلامية في إرساء آليات تمويل مستدام كفؤ وفعَّال عبر تطوير السوق المالية الإسلامية كمركز تمويل عالمي؛
- إبراز مدى التطور الذي أحرزته صناعة الصكوك الإسلامية بتناول التجربة الماليزية وكذا الخليجية بالدراسة والتحليل، للخروج بصورة عملية ومتكاملة تدعم تحليلنا النظري لمزايا الصكوك الإسلامية ودورها في إرساء تمويل مستدام مستقر في آلياته وكفؤ وفعَّال في أهدافه ومشاريعه؛
- وضع لبنة جديدة من لبنات بناء الإقتصاد الإسلامي من خلال الترويج لاستخدام الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية، من خلال المساهمة في إبراز منطق الكفاءة والعدالة من منظور التمويل الإسلامي وهي سمة بارزة من سمات السوق الإسلامية.

6 . المنهج المتبع في البحث:

لتحقيق أهداف الدراسة تمَّ اتِّباع المناهج التالية:

- المنهج الوصفي التحليلي: لدراسة الجزء النظري لأنه يسمح بتوفير البيانات والحقائق عن المشكلة موضوع البحث ولتوضيح العديد من المفاهيم (الصكوك الإسلامية، السندات التقليدية، التمويل المستدام، السوق المالية الإسلامية الدولية)؛
- المنهج الإستقرائي: وذلك من خلال استقراء أثر صناعة الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير آليات عمل تمويل مستدام كفؤ وفعَّال؛
- المنهج المقارن: وذلك من خلال دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية في تطوير صناعة الصكوك الإسلامية.

7 . الدراسات السابقة:

من خلال البحث الببليوغرافي في المكتبة المركزية للجامعة، وكذا في مكتبات جامعية مختلفة شملت العديد من المكتبات على مستوى الجهة الشرقية وكذا منطقة الوسط للوطن، لم نجد أية دراسة تناولت الربط بين صناعة الصكوك الإسلامية وتطوير التمويل المستدام بأي شكل من الأشكال، غير أننا وجدنا بعض الدراسات التي تناولت إحدى الموضوعين بشكل عام غير متخصِّص، وخصوصًا ما تعلق بموضوع الصكوك الإسلامية، حيث كانت معظم الدراسات التي تناولت الموضوع من جانب التأصيل الفقهي، والضوابط الشرعية التي تحكم آلية عملها، بالإضافة الى دورها التنموي والإقتصادي بشكل نظري فقط، أما من خلال البحث الإلكتروني عبر الشبكة العنكبوتية، فقد كانت حصيلة البحث أحسن من الأسلوب الأول، كمًّا ونوعًا، فمن ناحية الكم؛ فقد وجدنا عدد لابأس به من الدراسات التي إنقسمت بين رسائل ماجيستير وأطروحات دكتوراه، وبين أبحاث قصيرة في مجلات متخصصة في الإقتصاد والمصرفية الإسلامية، ومداخلات في ملتقيات وندوات ومؤتمرات مختلفة، أما من ناحية النوع فقد كانت أقرب ما يكون إلى موضع البحث بدرجة كبيرة، أما من ناحية البيانات الإحصائية والتحاليل المالية المتخصصة لإصدارات الصكوك الإسلامية، فقد وردت أغلب الدراسات الجيدة التي في معظمها تقارير عن هيئات متخصصة باللغة الإنجليزية، ومن بين هذه الدراسات هناك من تمكنا من الإطلاع عليها ومنها ما لم نتمكن من ذلك، نورد هنا أهم وأقرب الدراسات التي تمكنا منها وهي:

- ورقة بحثية سابقة بعنوان " نحو سوق مالية إسلامية " للدكتور "كمال توفيق حطاب" تناول فيها إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبليات على مستوى المجتمع المحلي والدولي، وقد توصَّل في الدراسة إلى أنَّه من الممكن قيام سوق مالية للعقود الآجلة في ظل العمل بضوابط شرعية خاصة بما يحقق كفاءة استخدام الموارد، ومن أبرز النتائج التي توصل إليها:

- يمكن إضافة عقود الخيارات والمستقبليات إلى الأدوات التي يمكن تداولها في السوق المالية الإسلامية، وذلك بعد تطويرها في ظل العقود والضوابط الإسلامية.
- يمكن تطوير عقود الخيارات إسلاميا في ظل الأحكام الشرعية لبيع العربون والتأمين والالتزام والكفالة والحقوق المعنوية.
- العقود الآجلة أشبه ما تكون بعقد السلم.
- يمكن تطوير عقود المستقبليات عبر عقد الإستصناع من خلال اشتراكهم في عدم اشتراط تسليم الثمن النقدي في مجلس العقد وإمكانية إصدار صكوك استصناع؛

- دراسة بعنوان "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية" للدكتور "أشرف محمد دوابه" تناول فيها الصكوك الإسلامية من حيث ماهيتها وهيكليتها وأهم المخاطر التي تواجه عملية إصدارها بشكل نظري، مع التوصل إلى نتائج وتوصيات بتكييف الحد الأدنى من هذه المخاطر والاعتماد على صكوك المرابحة والإجارة بشكل خاص، ومن النتائج التي توصل نذكر منها:
  - دراسات الجدوى الإقتصادية التي تسبق النشاط الإستثماري حيث تساهم في تقليل فرص تعرض الإستثمار للمخاطر.
  - إعمال الفلسفة الإسلامية في ربط الآليات الإقتصادية بالسلامة الشرعية والأخلاقية.
  - تحديد استراتيجيات التعامل مع المخاطر من خلال تجنب أو توزيع أو تحمل هذه المخاطر، ونذكر منها استراتيجية التحوط ضد مخاطر السوق وسعر الصرف؛
- رسالة ماجستير بعنوان "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " مع دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، من اعداد "نبيل خليل طه سمور"؛ يحاول من خلالها الإجابة على التساؤلات المطروحة حول مدى توافق معاملات وأنشطة سوق الصكوك الإسلامية مع أحكام الشريعة الإسلامية وإلى أي مدى يتوافق الواقع العملي التطبيقي مع نظرية عمل سوق الصكوك الإسلامية؛
- دراسة بعنوان " تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها للأستاذ الدكتور عبد الرحمان يسري أحمد"، يحاول فيها إجراء دراسة مقارنة بين المشتقَّات المالية من خيارات ومستقبليات وتجربة الصكوك الإسلامية من حيث موافقتها أو مخالفتها لمبادئ الشريعة السَّمحاء بغية التوصل إلى مفهوم شامل للتوريق الإسلامي، ومن النتائج المتوصل إليها مايلي:
  - ينبغي حفظ ومراعاة الضروريات الخمس أثناء هندسة المنتجات المالية الإسلامية.

- مراعاة المقاصد الشرعية أثناء رسم السياسة الإستثمارية والتمويلية للبنوك الإسلامية، ومن ثم ينعكس في نوعية منتجاتها وكذا إصداراتها من الصكوك الإستثمارية ونوعية المستفيدين منها.
- مراعاة المصالح العامة بصرف النظر عن التعارض مع المصالح ينبغي أن يأخذ مكانته في الصكوك الإستثمارية والتمويلية للمؤسسات المالية الإسلامية.

- دراسة بعنوان "الصكوك الوقفية ودورها في التنمية" للدكتور "كمال توفيق حطاب" بحيث يهدف من وراء هذه الدراسة إلى بيان وتوضيح دور الوقف الإسلامي في التنمية، وذلك من خلال النظر في الصيغ والأدوات الوقفية الحديثة، وخاصة الصكوك أو السندات الوقفية، ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها كالآتي:

- أن الصكوك الوقفية الإسلامية إذا ما انتشرت وتم تطبيقها بالأساليب الحديثة في الإستثمار، فإنها سوف تعمل على تفعيل دور الوقف في المجتمعات الإسلامية المعاصرة ، بتدعيم برامج التنمية فيها.
- إمكانية توجيه الصكوك لأنشطة عامة في خدمة المجتمع أو أنشطة محددة وفقا لرغبة الواقفين المشتركين في هذه الصكوك.
- إن مجالات الوقف التقليدية يمكن تمويلها بشكل أيسر وأسرع وأكثر كفاءة وفعالية من خلال الصكوك الوقفية، حيث يمكن وصول هذه الصكوك إلى أكبر عدد ممكن من الناس وبالتالي يمكن توفير تمويل أضخم من حالات الوقف التقليدية ، كما يمكن توجيه هذا التمويل إلى نشاطات أوسع تستفيد منها كافة قطاعات وفئات المجتمع.

8 . صعوبات البحث:

خلال البحث واجهتنا بعض الصعوبات خاصة في الجانب التطبيقي منه وحتى النَّظري بدرجة أقل، وأهم الصعوبات يمكن حصرها في:

- قلة المراجع المتخصِّصة المتعلقة بالصكوك الإسلامية والتمويل المستدام باللغة العربية؛
- صعوبة ترجمة بعض الكلمات من اللغة الإنجليزية، حيث توفرت العديد من المراجع حول موضوعي الصكوك الإسلامية والتمويل المستدام التي هي في معظمها تقارير دولية بهده اللغة.

9 . تقسيمات البحث:

بهدف الإلمام الجيد بموضوع البحث، تم تناوله من خلال مقدمة عامة وثلاثة فصول نظرية وفصل رابع تطبيقي بالإضافة إلى خاتمة، وذلك على النحو التالي:

- **مقدمة عامة:** يتم فيها استعراض الإطار العام للبحث، فهي تتضمن: إشكالية البحث، فرضياته وأسباب اختيار الموضوع وأهمية وأهداف البحث والمنهج المتبع والدراسات السابقة.
- **الفصل الأول:** يتناول إصدار السندات وتداولها في ميزان الفقه الإسلامي.
- **الفصل الثاني:** يتناول هذا الفصل الإطار النظري والتكييف الفقهي للصكوك الإسلامية.
- **الفصل الثالث:** يتناول دور وأثر صناعة الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام.
- **الفصل الرابع:** وهو فصل تطبيقي يتضمن دراسة مقارنة على المستوى الدولي بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية ويشتمل على: منهجية دراسة الحالة وكذا عرض وتحليل البيانات واختبار الفرضيات.

الخاتمة العامة: وتشمل النتائج العامة للدراسة والإقتراحات، حيث تم من خلالها الإجابة على السؤال الرئيسي، والأسئلة الفرعية التي تم طرحها في المقدمة العامة، بالإضافة إلى الأفاق المستقبلية للبحث.

الفصل الأول:

إصدار السندات وتداولها في ميزان الفقه الإسلامي

تمهيــد:

الإسلام منهج حياة شامل لشتى جوانب الحياة السياسية والاقتصادية والاجتماعية، حيث تتجلى ملامح الشمولية في النظام المالي الإسلامي في مؤسساته وأهدافه وكذا قواعد العمل فيه، ومن هنا جاءت أهمية السوق المالية الإسلامية من منطلق دورها في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو أفضل الإستثمارات مع مراعاة القاعد الأخلاقية ومنها منع الغش والإحتكار والقمار والربا.

ولما كانت أسواق الأوراق المالية التقليدية بما فيها من أدوات ملكية كالأسهم وأدوات الدين مِثال السندات وهي موضوع دراستنا، لا تحقق المقاصد التي يتوخاها الإسلام، ونظراً لأهمية السندات اليوم كأدات تمويلية واستثمارية هامة في الأسواق المالية وازدياد استخدامها بشكل كبير من طرف الأفراد والحكومات بحثاً عن الأرباح كان لابد من تبيان الحكم الشرعي فيها مدعومة بالإستدلال الإقتصادي بغية الوصول إلى بديل إسلامي يُراعي الأصالة والتجديد والتطور ويحقق أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية.

وللتعرُّف أكثر عن السندات التقليدية وحُكمها الشرعي، سنتطرق في هذا الفصل إلى دراسة الإطار النظري لآلية اصدار السندات والحكم الشرعي لها، ولأجل ذلك قسَّمنا هذا الفصل إلى أربعة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: السندات (مفهومها وخصائصها والإختلاف بينها وبين الأسهم)

المبحث الثاني: آلية إصدار وتداول السندات

المبحث الثالث: أنواع السندات

المبحث الرابع: حُكم إصدار السندات وبدائلها الشرعية

المبحث الأول: إصدار السندات وخصائصها في ميزان الفقه الإسلامي

إن ظهور عجز في الموازنة العامة للدولة يُبرز الحاجة إلى معالجة هذا العجز نظراً لعدم إمكانية خفض المصروفات أو زيادة الإيرادات في الأجل القصير وذلك لإزالة هذا العجز، حيث لجأت الدولة في السابق إلى السحب من الإحتياطيات لتغطية العجز أو الإقتراض من الأسواق الدولية وفي بعض الحالات من السوق المحلية، وحيث أن الدولة قد لا تفضل اللجوء إلى الإقتراض من الخارج نظرا للتبعات التي قد تترتب على ذلك، فإن السوق المحلية تمثل البديل الأنسب وذلك من خلال إصدار أذونات الخزانة وخاصة السندات، ولما كانت لا تحقق المقاصد التي يتوخاها الإسلام كأدات تمويلية واستثمارية هامة في سوق الأوراق المالية، كان لابد من بيان موقف الشريعة الغرَّاء منها بهدف نشر الثقافة الإستثمارية الإسلامية الصحيحة، ولتوضيح ذلك خصصنا هذا المبحث للتطرُّق لمفهوم السندات وخصائصها وأنواعها وحُكم إصدارها وكذا بدائلِها الشرعية.

المطلب الأول: مفهوم السندات

أولا. التعريف اللغوي:

ضرب من البرود اليمانية، وماعلا من الأرض وارتفع، وهو كل ما يُستند اليه ويُعتمد عليه، من حائط أو غيره، وفي الإصطلاح اللغوي يُطلق السند على كل صك أو وثيقة تثبت حقا، ومنه سند الملكية وسند الدَّين[1].

ثانيا. التعريف الإصطلاحي:

– في الإصطلاح الإقتصادي الحديث، للسند معنيان؛ الأول: أحد أنواع الأوراق التجارية، التي تعتبر صكوكا تمثل النقود وتقوم مقامها في وفاء الديون بسبب سهولة تداولها بالتظهير أو المناولة، ومن أنواعها السند الإذني والشيك والكمبيالة وغيرها، وسميت كذلك لغلبة استعمالها في الوسط التجاري*.

أماالثاني، فهو أحد الأوراق المالية – يقابل السهم– يُعرف أنه: ورقة مالية قابلة للتداول ذات فائدة دورية ثابتة أو متغيرة، تُصدرها الدول أو المؤسسات المالية أو الشركات، مقابل قروض طويلة الأجل يقدمها صاحب الورقة – الدائن – عن طريق الإكتتاب العام.

– السند هو التزام مالي تعاقدي مكتوب، يتعهد بموجبه المقترض(Borrower) المُصدر للسند، تقديم مدفوعات للمُقرِض (Lender) المحتفض بالسند، والتي هي فائدة (Ienterest) تُدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ[2].

---

[1] أنظر الموسوعة الفقهية (262/25)

* عرف المعجم الإقتصادي (الوسيط)(454/1)السند بمعناه الإقتصادي:«ورقة مالية مثبتة لقرض حاصل، وله فائدة ثابتة»

[2] محمد وجيد حنيني، **تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص:60.

– السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة أو المؤسسات أو الدول وهي الصكوك القابلة للتداول التي تمثل قرضا طويل الأجل يُعقد عادة عن طريق الإكتتاب العام[1].

و عُرِّف أنه: " وعد مكتوب لدفع مبلغ من النقود إلى حامله بتاريخ معين مع دفع نسبة من الفائدة على قيمته الإسمية"[2].

– السند التقليدي هو الذي تُصدره الحكومات أو الشركات بفوائد، فهو في عُرف الإقتصاد الحديث عبارة عن وثيقة بقيمة محددة يتعهد مُصدرها بدفع فائدة دورية في تأريخ محدد لحاملها، بعبارة أخرى فإن السند عبارة عن صك يمثل قرضا للمُقرض– أي الدائن– له قيمة إسمية واحدة وهو قابل للتداول وغير قابل للتجزئة تقدمه الدولة أو الشركة للدائن لقاء قرض مؤجل يتم عن طريق الإكتتاب العام[3].

وفي تعريف جامع للسندات، هي صكوك متساوية القيمة، وتمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتُثبت حق حامليها فيما قدموه من مال، أو اقتضاء الدين المُثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها، وتكون هذه الصكوك بخلاف القرض قابلة للتداول بالطرق التجارية.

وتاريخ ظهور واستخدام السندات قديم، ولكن مرحلة أو تاريخ ظهورها الواسع كان في القرن السادس عشر حين أخذت الحـكومة تقترض من الجماهير ولجأت الشركـات إلى الإقتـراض عن طـــريق اصدار السـندات وكانـت الخطـوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض، عندما أصدر "وليام الثالث" في عام 1693 م قرارا حـــول سندات القرض ومنح فيها مالك صك القرض، الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شرائه، وهكذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات بإقرار حوالة الحق في صك الاستثمار[4].

المطلب الثاني: خصائص السندات

تتميز السندات بخصائص عامة وخصائص منفردة[5] يمكن ذكرها كما يلي:

أولا. الخصائص العامة:

1. **السند أداة دين:** يترتب على مُصدر السند دفع مستحقات (المستحقات الدورية +رأس المال في نهاية المدة) هذا السند لصاحبه، وللسند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

---

[1] مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 201.
[2] علي محي الدين القره داغي، **بحث رقم61: حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية**، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2003، ص: 11 .
[3] مرجع سابق، ص: 11.
[4] شعبان محمد البراوري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، ط2، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2008، ص: 175.
[5] بن ضيف محمد عدنان و أ.ربيع المسعود، **أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمرالدولي الأول لمعهد العلوم الإقتصادية- جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2007، ص: 3.

2. **السند أداة استثمارية ثابتة الأصل:** حيث إن لحامل السند الحق في الحصول على فائدة محددة أيا كانت نتيجة أعمال الشركة، وفي حالة توقف الشركة عن سداد هذه الفوائد له الحق في اتخاذ الإجراءات القانونية.

3. **قابلية التداول:** يعتبر السند أداة مالية قابلة للتداول بالطرائق التجارية كالتظهير والمناولة، كما يجب قيد السند في السوق الأولية مثله مثل الأسهم حتى يستفيد من الإمتيازات في التسجيل في البورصة.

4. **الإستحقاق:** تُستحق السندات بحلول أجل محدود مُسبقا، ويذكر ذلك في شهادة السند وهذا على خلاف الأسهم.

ثانيا. الخصائص المنفردة:

1. **قابلية الاستدعاء:** بموجب هذه الخاصية يمكن للجهة المُصدرة للسند استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه، وذلك إما بتضمن الإتفاقية بندا ينص على ذلك وإما بتحديده مستقبلا، مع تنبيهه إلى ذلك قبل فترة معينة مثلا شهر واحد، وفي كل الحالات سيفقد حامله (السند) أي عوائد مستقبلية كان سيجنيها من ارتفاع قيمة السند، أو أي تغير ايجابي قد يحدث.

2. **قابلية التحويل إلى أسهم عادية:** وهذه الخاصية تسمح لحامل السندات بالإستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصل عليها من عملية التحويل هذه، وهذا يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضا، حيث إن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تُحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى إن عملية التحويل ستُقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية، ويترتب على تحويل تلك الأوراق زيادة في عدد الأسهم العادية، مما يعرِّض المُلاك القُدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها[1].

3. خاصية الإطفاء: إذ تلجأ بعض الشركات إلى تخصيص صناديق خاصة تسمى صناديق الإطفاء تخصص لها مبالغ دورية لإطفاء السندات، وذلك من أجل تحفيز المشترين باستعدادها لتسديد جزء من قيم السنـدات المعينة سنـويا وقبل الموعد النهائي لإطـفاء القيمـة الكلية[2].

[1] فيصل محمود الشواوره، **الإستثمار في بورصة الوراق الأوراق الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية**، ط1، دار وائل للنشر، مصر، 2008، ص: 76 .

[2] ضياء مجيد، **البورصات: أسواق المال و أدواتها الأسهم والسندات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص: 37.

المطلب الثالث: أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات

تتشابه الأســهم والسنـدات في عـدة خصـــائص عامة، فكلاهما من الأوراق المالية، ولكل منهما قيمة إسمية وقيمة ســـوقية، وكلتـــاهما قابـــلة للتداول والتعامل، وتتأثر أسعارهما في السوق تبعاً لقوة العرض والطلب، والمركز المالي للشركة والأحوال السياسية والاقتصادية للبلد، ولا تقبلان التجزئة أمام الشركة[1] وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه، هذا ما يبينه الجدول التالي :

الجدول رقم (01): جدول توضيحي يبين الفرق بين الأسهم والسندات

السهم	السند
1. صك يمثل جزء من رأس المال. 2. حامله شريك (أداة ملكية). 3. يصدر قبل التأسيس وبعده. 4. لحامله الحق في الحضور والتصويت في الجمعية العمومية. 5. قد يفقد المساهم حصته بسبب ديون الشركة، أو افلاسها (يتحمل مخاطر الإفلاس). 6. لحامل السهم الحق في الأرباح الإيرادية بقرار الجمعية العامة بتوزيعها. 7. لا تُسترد قيمة السهم إلا عند تصفية الشركة إلا في حالة إستهلاك الأسهم أو نص على ذلك في نظام الشركة. 8. إصدار السهم وسيلة للتمويل من أصحاب المشروع.	1. صك يمثل جزء من قرض، ولا تدخل قيمته في رأس المال. 2. حامله دائن وليس شريك (أداة دين). 3. يصدر بعد التأسيس لتوسيع الأعمال. 4. ليس لحامله الحق في الحضور والتصويت في الجمعية العمومية. 5. صاحب السند لا تقع عليه أية أخطار، وحصته مضمونة. 6. لصاحب السند حق في فائدة ثابتة لا تتغير ربحت الشركة أو خسرت. 7. للسند أجل محدد لسداده. 8. إصدار السند وسيلة للتمويل بالإقتراض من الغير. 9. يحصل حامل السند على قيمته عند إنتهاء الأجل المتفق عليه. 10. عند إفلاس الشركة أو تصفيتها، لحامل السند الأولوية في الحصول على فوائده قبل حامل السهم.

المصدر: نبيل خليل طه سمور، رسالة ماجستير منشورة: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص57.

[1] شعبان محمد البراوري، **مرجع سابق**، ص:131.

المبحث الثاني: آلية إصدار وتداول السندات

السندات بشكل عام هي أداة دين تلجأ إليها الحكومات والشركات لتمويل مشاريعها حيث أنها توفر عائدًا جيدًا للمستثمرين مقابل مخاطرة مقبولة. ويختلف معدَّل العائد المُعطى من شركة مُصدرة إلى أخرى وذلك حسب الشركة وتاريخها وملائتِها المالية، فالإصدار هو العملية التي تمكِّن الشركة من طرح سنداتها على الجمهور، ويتم ذلك بطريق الإكتتاب العام، ويكون عادةً بواسطة البنوك، وتعلن الشركة كل المعلومات المتعلقة بالسندات، وأهمها الوفاء بالمبلغ الذي تقترضه ومقدار الفائدة القانونية. ولتوضيح ذلك سنتناول في هذا المبحث أهم الخطوات المُتبعة ضمن آلية اصدار السندات وتداولها.

المطلب الأول: آلية اصدار السندات

تتم عملية الإصدار عن طريق الإكتتاب العام، وتكون عادة من طرف الحكومات عبر البنوك أو الشركات التي تنشأ لهذا الغرض، وهذا عندما تحتاج الشركة إلى أموال جديدة لتوسيع أعمالها، أو لمواجهة صعوبات مالية، ولا تريد أن تزيد في أسهم الشركة فتلجأ إلى الإستدانة بقروض طويلة عن طريق إصدار سندات[1]، ويتعذر في العادة أن تحصل عليه من فرد واحد أو مؤسسة واحدة، فتجزأ القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية، وتصدر في كل جزء صكا، يحمل قيمة إسمية مساوية لذلك الجزء، بحيث يمثل مجموع قيم هذه الصكوك مجموع المال الذي تريد اقتراضه، ثم تعرض هذه الصكوك على الراغبين في الإقراض من الأفراد والمؤسسات، ليشاركو جميعا في تقديم القرض كلٌّ بحسب قدرته ورغبته، بحيث تمثل هذه الصكوك بالنسبة لكل منهم سندا، يثبت كونه دائنا للشركة بالقدر الذي أقرضه، ولهذا اصطلح على تسمية هذه الصكوك بالسندات، فالسند إذا بالنسبة للحكومات والشركات أداة للإقتراض، وبالنسبة للمُقرض ورقة أو صك، يثبت كونه دائنا للمُقترض بالقيمة المدونة عليه[2].

ويمكن ذكر أهم الخطوات المتبعة ضمن آلية اصدار السندات كالآتي:

أولا. بعد الإتفاق على اقتراض الشركة عن طريق الإكتتاب العام الموجه إلى الجمهور من قبل الجمعية العامة لها، تتم الدعوة إلى الإكتتاب عن طريق نشرة يوقعها أعضاء مجلس إدارة الشركة وتشتمل على البيانات التالية[3]:

قرار موافقة الجمعية وتأريخه، عدد السندات وقيمتها، تأريخ بدأ الإكتتاب، موعد الإستحقاق وشروط وضمانات الوفاء، رأس مال الشركة والقدر المدفوع منه، ملخـــص لآخر ميزانـــية للشركـــة... وتعلن النشرة في جريدة يومية.

[1] شعبان محمد إسلام البراوري، **مرجع السابق**، ص: 140.
[2] مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، **مرجع سابق**، ص: 202.
[3] شعبان محمد إسلام البراوري، **نفس المرجع**، ص: 141.

ثانيا. عندما تصدر السندات فإنها تصدر بالقيمة الإسمية (par value)، وعادة بوحدات (1000$)، ويتم التداول والتعامل بالسندات بعد الإصدار في السوق الثانوية، أي تُباع وتُشترى بواسطة السماسرة، وتقوم بيوت السمسرة بشراء أعداد من السندات ثم تعطى للمساهمين بصورة مجزأة.

ثالثا. أثناء التعامل بالسندات يحصل حامل السند على القيمة الإستردادية للسند عند استحقاق الأجل، وعادة تكون مساوية للقيمة الإسمية، ولكن في بعض الحالات تكون أكبر أو أصغر منها وذلك عندما تصدر السندات بعلاوة أو بخصم أو تصدر بقيمتها الإسمية، ولكن تباع فيم بعد بعلاوة أو بخصم.

رابعا. بالإضافة إلى التزام مصدر السند بتسديد قيمته في التاريخ المحدد، يلتزم أيضا بأن يدفع لحامله على فترات زمنية محددة (سنوية أونصف سنوية في الغالب)، فائدة على القرض يتم تحديدها عادة بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند، ولا يتوقف دفع هذه الفائدة على الحصول على الربح في المشروع الذي أصدرت السندات لتمويله مثلا، بل يلزم بدفعها على أي حال[1].

خامسا. يُرفق بالسند عادة كوبونات بأرقام متسلسلة، تمثل كل منها قسط الفائدة الذي يقدم في تاريخ استحقاق الفائدة؛ لتحصيل قيمتها، وفي هذا الصدد قد تتولى الشركة بنفسها عملية دفع الكوبونات، أو قد تعهد بذلك لأحد البنوك مقابل عمولة[2].

هذا و يصاحب هذه السندات نوعين أساسين من الوثائق[3] هما:

1. **شهادة السند (Bond Certificate):** وهي الوثيقة التي تُعبر عن الملكية ويتم الإفصاح فيها عن توقيت وطريقة تسديد الفوائد والقيمة الإسمية للسند.
2. **وثيقة عقد إصدار السند (Indentuve):** وهي الوثيقة التي توضح مسؤوليات وواجبات كل من المُصدر وحامل السند.

المطلب الثاني: آلية تداول السندات

إن بين معدل الفائدة في السوق وقيمة السند علاقة عكسية، فبارتفاع معدل الفائدة يباع السند بأقل من قيمته الإسمية، وبالعكس ففي حال انخفاض معدل الفائدة يباع السند بعلاوة، وهذا مهم لحامل السند، لأنه يمكن أن يتعرض لخسائر رأسمالية أو يحقق أرباحا رأسمالية، والذي بدوره يعتمد على مدى ارتفاع أو انخفاض معدل الفائدة، ومما يلاحظ أن حامل السند يحصل على القيمة الإستردادية والعائد الثابت، فالذي يتضرر أكثر هو بائع السند[4].

[1] مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، **مرجع سابق**، ص:203.
[2] نفس المرجع ، ص:203.
[3] فيصل محمود الشواوره ، **مرجع سابق**، ص:76.
[4] شعبان محمد إسلام البراوري، **مرجع سابق**، ص:141.

المبحث الثالث: أنواع السندات

تختلف أنواع السندات وتتنوع حسب معايير مُختلفة بحيث تندرج تحت كل مِعيار أنواع سنحاول توضيحها:

المطلب الأول: من حيث جهة الإصدار وقيمته

أولا. من حيث جهات الإصدار: وهي التي ينظر إليها من زاوية جهة الإصدار، ومنها[1] :

1. سندات الهيئات الدولية والإقليمية: ويصدر هذا النوع من طرف هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسات الإقليمية كبنك التنمية الأوروبي أو بنك التنمية الآسيوي، وتُستخدم هذه الأموال المُقترضة في تمويل مشاريعها.

2. السندات الحكومية: وهي سندات تصدر عن الحكومة، وغالبا ما يكون المصرف المركزي أو الخزانة (وزارة المالية) هي جهة الإصدار للسندات الحكومية، وتهدف الحكومة من وراء ذلك الإصدار إلى تمويل احتياجاتها الجارية أو من أجل التأثير على السوق النقدية بامتصاص السيولة، وهي تنقسم حسب إصداراتها إلى:

أ- **سندات الحكومة المركزية:** وتصدر من قبل حكومة البلد المعني، وعادة تتولى وزارة المالية هذه الإصدارات ويقوم البنك المركزي بتسويقها ويمكن أن تكون وفق الصيغ التالية:

- **السندات الإدخارية:** وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير وتُشترى تلك السندات من وزارة المالية فقط وهو المكان الوحيد الذي يلجأ إليه حملتها لاسترداد قيمتها، ومن الطبيعي أن ينخفض عائدها كلما رغِب المستثمر (حاملها) إستعادت أمواله قبل بلوغ الإستحقاق؛

- **سندات الخزانة:** وتمثل استثمارا متوسطا وطويل الأجل، إذ يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين سبع إلى ثلاثين سنة (7 إلى 30 سنة) وهي قابلة للتداول، وتنشر المعلومات التابعة لها في الصحف؛

- **صكوك المديونية:** وهي سندات تُصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها؛

- **شهادات الإستثمار:** وهي سندات تُصدرها البنوك لصالح الحكومة وهي ثلاثة أنواع [2]:

[1] عمر مصطفى جبر إسماعيل، **سندات المقارضة وأحكامها في الشريعة الإسلامية**، دار النفائس، الأردن، 2006، ص: 42.

[2] بن ضيف محمد عدنان وربيع المسعود، **مرجع سابق**، ص:7.

- **مجموعة أ:** وهي سندات مدتها عشر سنوات، ولا تُسترد القيمة ولا الفوائد إلا بعد انتهاء المدة حيث يحصل صاحب السند على القيمة الإسمية مضاف عليها ما تراكم من فوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة؛
- **مجموعة ب:** وهي سندات تعطي لصاحبها الفوائد المحققة من الشهادة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، وتُسترد قيمة السند في نهاية المدة؛
- **مجموعة ج:** وهي شهادات ذات جوائز، تجرى عليها عملية السحب الدورية بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة اعتمادًا على اليانصيب ولا يترتب عليها فوائد ثابتة لحاملها.

ب- سندات الحكومة المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية(القطاعية أو الإقليمية):

وتصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية داخل الحدود الجغرافية، وهي شبيهة بسندات الحكومة السابقة [1].

ج- سندات تُصدرها الجامعات والمدارس والمستشفيات التي تأخذ طابع الخدمات الإجتماعية العامة: ومثل هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تتسم بالأمان [2].

3. سندات الشركات: وهـي التي تُصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون في حاجة إلى قروض، ولا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، أو أن تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم[3] ومثال ذلك السندات العادية والسندات العقارية [4] وتنقسم بدورها إلى[5]:

أ - سندات عالية المردودية: تمتاز بمردود عالٍ، وذلك لأن مصدر السندات جهة ذات ملاءة ممتازة ودرجة تصنيفها عالية ومخاطرها قليلة وسريعة النمو، وهي بذلك قادرة على تحقيق الأرباح.

ب -سندات رديئة منخفضة الجودة: ويتم إصدار هذه السندات لمساعدة أعضاء مجلس الإدارة على امتلاك حصة كبيرة في رأس مال الشركة عن طريق إصدار تلك السندات وتُستخدم حصيلتها في شراء الأسهم المتداولة للشركة.

ثانيا. من حيث قيمة الإصدار: وهي على نوعين [6]:

1. سندات تصدر بقيمتها الإسمية: وهي سندات تُصدر(تباع) بقيمة إسمية محددة، يدفعها المكتتبين وتعود عليهم بفائدة دورية وفي يوم الإستحقاق تُعاد إليهم قيمتها الإسمية المدفوعة.

---

[1] نبيل خليل طه سمور، **رسالة ماجستير: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص:74.
[2] **مرجع سابق**، ص:74.
[3] ضياء مجيد، **مرجع سابق**، ص:33.
[4] فيصل محمد الشواوره، **مرجع سابق**، ص:77.
[5] بن ضيف محمد عدنان وربيع المسعود، **مرجع سابق**، ص:5.
[6] محمد وجيد حنيني، **مرجع سابق**، ص:36.

2. سندات تصدر بأقل من قيمتها: وهي سندات تصدر من أجل جلب أكبر عدد من المستثمرين لها، حيث إنهم يدفعون أقل من قيمتها الإسمية ويحصلون على الفوائد اعتمادًا على قيمتها الإسمية، ويوم الإستحقاق يحصلون على القيمة الإسمية للسند وليس على ما تم دفعه، مع أنه تكون أسعار فائدة هذا النوع من السندات منخفضة بالمقارنة مع النوع الأول.

3. سندات تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الإسمية:

وفي الحالة الثالثة يكون السند بعلاوة إصدار، مثال ذلك تُصدر الشركة سندات قيمة كل واحد منها 1000 دج وتعرض على المكتتبين أن يدفعو مبلغ 900 دج فقط، وعند الإستحقاق تَرد الشركة الى المُكتتب مبلغ 1000 دج، ويترتب على ذلك أن حامل السند سيحصل على سعر فائدة فِعلي أكبر من سعر الفائدة الإسمي، أي سيحصل على سعر فائدة فِعلي عن 1000 دج خلال عمر السند في حين أن المبلغ المدفوع يساوي900 دج[1].

المطلب الثاني: من حيث تاريخ الإستحقاق وقابلية استدعائها

أولا. من حيث تاريخ الإستحقاق:

في غالب الأحيان يكون تاريخ الوفاء مذكورا في نشرة إصدار السند على اختلاف أنواعه، ولذا يمكن تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى الأقسام التالية:

1. السندات ذات التاريخ المحدد: وهي السندات المنصوص في نشرة إصدارها على لزوم استحقاقها في تاريخ واحد ومعين، ولا يستطيع حاملها إرجاعها قبل هذا التاريخ [2].

2. سندات السِلسلة: وفي هذه الحالة تقوم الشركة بتحديد تواريخ الإستحقاق وفق ترتيب معين يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام حتى تنتهي من سداد كل السندات[3]، ويتم تسديد هذه السندات بأسلوبين[4]:

- تسديد عدد من السندات سنويا، يتم اختيارها عن طريق السحب بالقرعة.
- تسديد جزء من قيمة كل سند سنويا، بحيث يتم الوفاء بكل القيمة عند حلول أجل القرض.

3. سندات ذات التسديد التدريجي: ويتم الإتفاق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني (دفعات تحدد زمنيا) يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى الإستحقاق النهائي[5].

[1] ضياء مجيد، **مرجع سابق**، ص:34.
[2] مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان، **مرجع سابق**، ص:203.
[3] بن ضيف محمد عدنان وربيع المسعود، **مرجع سابق**، ص:8.
[4] مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان،**مرجع سابق** ، ص:203.
[5] بن ضيف محمد عدنان وربيع المسعود، **مرجع سابق**، ص:.5

ثانيا. باعتبار قابليتها للإستدعاء(الإطفاء):

يُقصد بالإستدعاء أو ما يسمى بالإطفاء، إسترجاع الجهة المُصدرة للصك الذي باعته مقابل إعادة شراء (إستدعاء) جزء من الصك أو كله دفعة واحدة أو على دفعات (تدريجيا)، كالسندات المتسلسلة. وهي بهذا المقصود قسمان[1]:

1. السندات القابلة للإستدعاء أو الإطفاء: وينص على ذلك صراحا، وهي السندات المشمولة بشرط الإستدعاء، وهو رد قيمتها قبل موعد استحقاقها عن طريق استدعاء السند، ويمكن أن يكون الإستدعاء عن طريق القرعة أو عن طريق ترقيمها وتُستحق بقيمتها الإسمية بالإضافة إلى علاوة وتسمى بعلاوة الإصدار، وتتناقص هذه العلاوة بطول مدة الاستحقاق[2]، فيكون للجهة المصدرة الحق في إعادة شراء (إستدعاء) كامل للسندات المُصدرة أو جزء منها، في الوقت الذي يناسبها، مع ملاحظة أن سعر الشراء (سعر الإستدعاء) أكبر من القيمة الإسمية للسند، والفرق بين السعرين يسمى علاوة الإستدعاء.

وهناك إسترداد من الطرف الآخر، المستثمر– صاحب السند– والسندات من حيث إسترداد أصحابها لها أنواع[3]:

أ- نوع لا يتم استهلاكها بانقضاء مدة معينة، ومنه فالفائدة جارية ومستمرة.

ب- نوع له صفة الإستمرارية لكن لصاحبها حق تقديمها للإستهلاك وقت الإستحقاق أو بعده.

ج- نوع يعطي صاحبه حق استرداد قيمة سنداته وقتما يشاء، بمعنى عدم وجود وقت إستحقاق.

ويمكن تعريف معنى الإستهلاك من خلال الشرح للأنواع الآتية بأنه تحويل السندات الى سيولة مالية، وهي بهذا المقصود :

– سداد نقدي في موعد الإستحقاق؛ فترد الجهة المُصدرة للسندات المتفق عليها مع صاحب السند نقدا في موعد الإستحقاق. وقيمة الرد المتفق عليها إما أن تكون مساوية للقيمة الإسمية أو أكبر منها أو أقل، فالزيادة على القيمة الإسمية في السداد تسمى علاوة سداد، والنقصان من القيمة الإسمية يسمى خصم سداد، والحاصل أن علاوة السداد، وخصم الإصدار–إصدار السندات– طريقتان مؤداهما واحد لتسوية الفوائد المتفاوتة صعودا وهبوطا خلال مدة العرض؛ بيان ذلك أن السبب وراء تعهد الجهة المصدرة عند الإصدار، يكون أقل من سعر الفائدة السائد في السوق آنذاك..، ومنه فعلاوة السداد بدل من إصدار بخصم إصدار؛

- إحلال سندات مكان أخرى، وقد تقدم؛
- تحويل السندات إلى أسهم، وقد تقدم.

[1] عمر مصطفى جبر إسماعيل، **مرجع سابق**، ص:48.
[2] بن ضيف محمد عدنان وربيع المسعود، **مرجع سابق**، ص:7.
[3] عمر مصطفى جبر إسماعيل، **مرجع سابق**، ص:48.

2. **سندات غير قابلة للإستدعاء:** هنا يكون لصاحبها حق الإحتفاظ بها في نهاية أجلها.

المطلب الثالث: من حيث قابليتها للتحويل والعائد الذي تُدِرُّه

أولا. باعتبار قابليتها للتحويل:

توفر السندات القابلة للتحويل مزايا عديدة لجميع أطراف التعامل: الجهة المُصدرة والمستثمر والوسيط، وهي بهذا الإعتبار تنقسم إلى قسمين رئيسين:

1. **السندات القابلة للتحويل:** وهي السندات التي تخول لصاحبها في تاريخ أو تواريخ محددة آجلة حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمُصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقا، حيث يتحول حامل السند من دائن للشركة إلى شريك مساهم، أما إذا لم يرغب في التحويل فيكون من حقه استرداد قيمتها الإسمية في تاريخ الاستحقاق[1].

والأوراق المالية التي تقبل السندات التحول لها ودواعي ذلك كالآتي[2] :

أ- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: ويتم ذلك من أصحاب السندات رغبة أو إضطرارا، رغبة لأن وجود شرط تحويل السندات لأسهم يعطي السندات قوة ويشجع على الإكتتاب فيها، لاحتمال تحويل هذه السندات إلى أسهم مستقبلا، وحصول أصحابها على أرباح فائضة، وأيضا بإمكانية التحويل يمكن للشركة إصدار سنداتها من قيمتها الإسمية.

واضطرارا؛ لأن الشركة يتعذر عليها أحيانا توفير قيمة سداد السندات مما يضطر أصحابها لتحويلها لأسهم؛ لأنهم لو أصروا على عدم تحويلها، لأدى ذلك إلى حل الشركة وتصفيتها، وقد لا يُحصِّلون قيمة سنداتهم كاملة[3].

ب- سندات قابلة للتحول إلى سندات من نوع آخر: حيث يفعل ذلك بعض أصحاب هذه السندات في تاريخ الإستحقاق، إذا رأو في ذلك مصلحة مالية لهم، في حين تفعل ذلك بعض الشركات لسداد قيمة السندات القديمة – المُصدرة سابقا-؛ حيث تُصدر سندات جديدة محل القديمة، وتدفع مبالغ الإكتتاب الجديد سداد للمُستحَق من السندات القديمة.

2. **السندات القابلة للتمديد:** فهذه السندات تسمح لحاملها باستحقاقها في تاريخ محدد أو الإستمرار بالاحتفاظ بها حتى تاريخ الإستحقاق لسنوات قادمة وبنفس سعر الفائدة، حيث تكون هذه التواريخ المستقبلية محددة في نشرة إصدار السند.

---

[1] محمود محمد حمودة، **الإستثمار والمعاملات المالية في الإسلام**، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص:137.
[2] عمر مصطفى جبر إسماعيل، **مرجع سابق**، ص:46.
[3] **نفس المرجع**، ص:47.

3. **السندات القابلة للشراء:** وهي السندات التي يتعهد مُصدرها عند إصدارها بشراء عدد معين منها إذا تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة زمنية معينة، وغالبا ما تكون القيمة المحددة هي القيمة الإسمية.

4. **سندات تُخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة:** ليس لهذه السندات تاريخ محدد للإستهلاك، والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المُقرض، فيرد قيمة السند وقت ما يشاء، ولا يُعطى هذا الحق إلا بعد مرور مدة معينة وتكون محددة مسبقا.

5. **السندات المسترجعة:** حيث يُعطى الحق في استرجاع قيمتها الإسمية خلال محطات زمنية معينة مثلا كل سِت (06) سنوات، فتقوم الشركة في كل محطة بتغيير الشروط وتحسينها فإذا قَبِل صاحب السند زاد إلى المحطة التالية وإذا رفض استرجع قيمة السند الإسمية.

ثانيا. من حيث العائد :

ويكون المقياس هنا هو العائد أو الدخل الذي يجنيه حملة السندات[1]:

1. **السندات بفائدة ثابتة:** وهي السندات العادية التي تكون عوائدها مقدرة بنسبة ثابتة ومحددة من القيمة الإسمية للسند، تدفع بشكل دوري، على أن يحل أجل الإستحقاق ويتم الوفاء بالقيمة الإسمية للسند. ويتعرض هذا النوع للعديد من المخاطر:

أ- مخاطر تقلبات سعر الفائدة: وذلك للعلاقة العكسية بين سعر الفائدة في السوق النقدية وسعر السند.

ب- مخاطر التضخم: إذ يؤدي التضخم إلى انخفاض القيمة الحقيقية للسند وكذلك العائد المدفوع عليه.

2. **سندات بفائدة متغيرة أو مُعومة:** وهذا النوع تم استحداثه في نهاية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسند، وهي سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق، حيث تتميز هذه السندات بإعادة النظر في معدل الفائدة كل ستة 6 أشهر، ويكون مقياس التغير هو فائدة السندات الحكومية قصيرة الأجل في سوق معينة مثل سوق لندن ويسمى سعر (LIBOR)[2].

[1] ضياء مجيد، **مرجع سابق**، ص:34.
[2] مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان، **مرجع سابق**، ص:206.

3. **سندات لا تحمل سعر فائدة** (ذات الكوبون الصفري): وهي السندات التي تباع بخصم على القيمة الإسمية (أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية) ، وفي يوم الإستحقاق يَسترد المستثمر القيمة الإسمية لهذا السند ويمثل الفرق بين القيمة التي دفعت والقيمة المتحصل عليها يوم الإستحقاق مقدار الفائدة التي يحققها [1].

4. **سندات الدخل:** يَشترط هذا النوع من السندات أن تُدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المُصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحا، على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن السنوات التي لم تحقق فيها أرباحا من أرباح السنة اللاحقة[2].

5. **سندات المشاركة:** وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتَصدُر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة، والجدير بالملاحظة أن حملت الأسهم العادية في هذه الشركة يعارضون إصدار هذه السندات لأنهم يفضلون الاحتفاظ بالأرباح لأنفسهم[3].

6. **سندات مرتبطة العوائد بمقاييس معينة:** وهي السندات التي يرتبط عائدها إما بأرقام قياسية معينة مثل معدل الإنتاجية، متوسط الأسعار، منتجات الشركة، الرقم القياسي للأسعار، ففي هذه الحالة مثلا يكون معدل الفائدة لهذا السند 6% ويكون في العقد إذا ارتفع سعر المنتوج بنسبة 50% فان سعر الفائدة يصبح9 % ، ويمكن أن تكون السندات مرتبطة بالمؤشرات مثلا أن يرتبط سعر الفائدة الخاص بالسندات بتغير مؤشر معين قد يكون مؤشر مستوى المعيشة أو مؤشر مستوى أسعار التجزئة أو مستوى أسعار الجملة أو مستوى أسعار مجموعة من السلع، أو معدل التضخم أو عدة مؤشرات أخرى وذلك من أجل المحافظة على القوة الشرائية للسند[4].

7. **سندات ذات النصيب:** هي سندات لها الحق في فائدة ثابتة سنويا ويحصل بعض حملتها والذين يُعَينون سنويا بالقرعة على جوائز مالية كبيرة، وذلك من أجل التحفيز للإكتتاب فيها.

8. **سندات بفائدة متزايدة لأجل:** وهي السندات التي تصدر بسعر فائدة منخفض عن المستوى المتاح في الأسواق المالية – في الغالب – إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجيا حتى يصل في تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده مسبقا لسعر الفائدة ويصبح السعر منذ ذلك الحين ثابِتا[5].

9. **سندات الذهب:** أيضا نجد سندات ترتبط عوائدها بالإرتفاع والإنخفاض في سعر الذهب، حيث أن مقدار الفوائد التي يحصل عليها أصحابها وكذلك القيمة التي تسدد لهم عند استهلاك سنداتهم ترتبط مباشرة بالتغيرات في أسعار الذهب، حيث ترتفع بارتفاع أسعار الذهب وتنخفض بانخفاضه[6].

---

[1] مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان، **مرجع سابق**، ص:207.
[2] **نفس المرجع**، ص:208.
[3] بن ضيف محمد عدنان وربيع المسعود، **مرجع سابق**، ص:6.
[4] **نفس المرجع**، ص:7.
[5] نبيل خليل طه سمور، **مرجع سابق**، ص:70.
[6] ضياء مجيد، **مرجع سابق**، ص:35.

المطلب الرابع: من حيث عملة الإصدار وشكل السندات وأجلها

أولا. من حيث عملة الإصدار: من حيث هذا المعيار نجد عدة أنواع[1] منها:

1. **سندات محلية:** وهي السندات التي يُصدرها القطاع العام والخاص بالعملة الوطنية ويجرى تداولها بالسوق المالية المحلية.

2. **سندات دولية:** وهي السندات التي تصدر في بلد ما لصالح مقترض أجنبي وهي على نوعين:

أ- **سندات الأورودولار:** وهي السندات التي يُصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في سوق رأس المال لدولة أخرى وبعملة تختلف عن عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات.

ب-**سندات أجنبية:** وهي السندات التي يُصدرها المقترضون المنتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي طُرحت فيها السندات.

ثانيا. من حيث الضمان: مع العلم أن سندات الحكومة مضمونة بحالة اقتصاد البلد، وتنقسم إلى قسمين رئيسين[2]:

1. **سندات غير مضمونة:** وهي على نوعين:

أ- **سندات غير مضمونة في الإستحقاق:** وهي السندات العادية .

ب- **سندات غير مضمونة في التصفية:** وتسمى سندات التسليف متأخرة الرُتبة، وهي سندات غير مضمونة في حالة تصفية الشركة، حيث تكون درجة استحقاق حاملي هذه السندات في أصول الشركة أقل من الدائنين الآخرين، وفي المقابل يكون سعر فائدتها مرتفعا لتعويض المستثمرين في حالة التصفية .

ج- **السندات المضمونة:** وهي على نوعين:

- **السندات المضمونة بأصل وتسمى سندات الرهن:** وهي سندات مضمونة بأصل ثابت كالأرض أو العقار أو الآلات وتستوفي قيمتها عند التصفية من أصل الضمان، لذلك يجب أن يكون الأصل المرهون أعلى قيمة من قيمة السندات وتلجأ إليها الشركة في حالة زعزعة سمعتها؛

- **سندات مضمونة بواسطة هيئات خارجية:** ويكون الضمان سواء من ناحية قيمة السند أو الفائدة الدورية، وغالبا ما تكون الهيئة الضامنة إحدى الهيئات الحكومية أو البنوك ذات السمعة العالي.

ثالثا. من حيث أجلها: وهنا يُعتمد على مدة أجلها كمقياس وهي على ثلاثة أنواع [3]:

---

[1] محمد وجيد حنيني، **مرجع سابق**، ص:36.
[2] محمود محمد حمودة، ، مرجع سابق، ص: 145.
[3] عمر مصطفى جبر إسماعيل، **مرجع سابق**، ص:45.

1. **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا، حيث تعتبر أداة تمويلية قصيرة الأجل، تُتداول في سوق النقد، وكذا معدلات فائدتها منخفضة ودرجة سيولتها مرتفعة، لذالك فهي محبذة من طرف المستثمرين، مثالها سندات الخزينة؛ تتراوح مدتها من 90 يوما إلى عام كامل.

2. **سندات متوسطة الأجل:** وهي السندات التي تتجاوز السنة ولا تتجاوز السبع (07) سنوات على حسب من أصدرها، وتكون فائدتها أعلى من الفائدة التي تعطى على السندات قصيرة الأجل.

3. **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة(07) أعوام وتعتبر أداة تمويلية طويلة الأجل، لذا تتداول في سوق رأس المال، وتَصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الصادرة بالأجلين القصير والمتوسط ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

رابعا. من حيث شكلها : وهي على ثلاثة أنواع[1]:

1. **سندات إسمية أو مسجلة:** وتكون كذلك متى حمل السند إسم مالِكه وسُجل أيضا في سِجل المُصدر.

2. **سندات لحاملها:** وتكون كذلك متى خلا السند من اسم المستثمر (حامله) وتُتداول بالمناولة.

3. **السندات الإذنية أو لأمر:** هي السندات التي يُذكر فيها إسم مالكها، مع النص(في نشرة الإصدار) على كونها لإذنه أو لأمره، عند بيعها يقوم بائعها بتظهيرها، أي: تحويلها إلى المشتري عن طريق كتابة إسمه على ظهر الصك مع التوقيع، من غير حاجة إلى إثبات ذلك في سجلات الشركة، حيث يتم تداولها بطريق التظهير.

[1] مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان، **مرجع سابق**، ص: 176.

المبحث الرابع: حكم التعامل بالسندات التقليدية وبدائلها الشرعية

إختلف الفقهاء المعاصرون في حكم التعامل بالسندات على ثلاثة أقوال:

القول الأول: تحريم جميع أنواع السندات، وهذا ما ذهب إليه غالبية الفقهاء.

القول الثاني: إباحة تداول بعض أنواع السندات.

القول الثالث: الإباحة المُقيدة بأسباب تبررها.

حيث إن كتابة وثيقة لإثبات دَين لشخص في ذمة شخص آخر جائز شرعا، بل إن هذا الأمر مندوب*: وذلك لقوله تعالى ﴿ يَأَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنتُم بِدَينٍ إلى أَجَلٍ مُسَمًّى فَاكْتُبُوه ﴾ (اكتبوه أي دوِّنوه)، فالسند هو إثبات مكتوب بدين مستحق لشخص في ذمة الآخر، ولكن الذي أُريد بحثه في هذا المبحث هو حكم التعامل بالسندات التي مر تعريفها وبيان أنواعها وخصائصها والتي هي عبارة عن وثيقة لقرض يتعهد مُصدرها - المُقترض- بدفع قيمة القرض في تاريخ محدد وبفائدة محددة ومتفق عليها ولذلك سنحاول معرفة حقيقة حرمة هذه السندات ثم بدائلها الشرعية.

المطلب الأول: حقيقة حرمة السندات

من خلال تعريف السندات ومعرفة خصائصها وبيان أنواعها يتبين أن حقيقة هذه المعاملة ما هي إلا قرض، فصاحب السند هو المُقرض والمُصدر له هو المُقترض وذلك لأن المُصدر للسند يستخدم قيمته ويتصرف فيها خلال مدة السند ويكون ضامنا لها بحيث يردها في المدة المتفق عليها وهذه حقيقة القرض، إلا أن اشتراط الفائدة الزائدة على قيمة القرض تجعل هذا القرض ربويا ولذلك سنبحث عن حقيقة القرض الربوي بتوضيح رأي الشارع الحكيم في القرض.

أولا.تعريف القرض: والْقَرض والْقِرض، مايَتجازى به الناس بينهم ويتَقاضونه، وجمعه قُروض، وهو ما أسلَفه من إحسان ومن إساءة(...) والقَرض ما يعطيه من المال لِيقْضاه، والْقَرضِ في اللغة القطع وسمي بالقطع لأنه قطعه من المال[1].

أما القرض عند الفقهاء فقد جائت تعاريفهم له متقاربة إلا أنهم أجمعوا على أن القرض هو دفع المال لمن يَنتفع به ويَرد بَدله حين المَيسرة، وهو من باب التعاون بين المسلمين حيث يقول صلى الله عليه وسلم " الْمسلِم أَخو الْمسلِمِ لا يَظْلِمه ولا يسلِمه و من كان في حاجةِ أَخِيهِ كان اللَّه في حاجتِهِ، ومن فرَّج عن مسلِمٍ كُربة فرَّج اللَّه عنْه كُربة مِن كُرباتِ يومِ الْقِيامةِ [2]. "

* محمود محمد حمودة، **مرجع سابق**، ص:153.

[2] صحيح البخاري ، **كتاب المظالم** ، باب رقم 03 ، حديث رقم 2442 ، بيت الأفكار الدولية للنشر ،الرياض، 2002، ص:460.

وقد اجتمعت المذاهب حول القرض في النقاط التالية[1]:

1. إن الشيء المُقرَض يجب أن يكون مالا، أي كل ما له قيمة مالية أيا كانت نقدا أو سلعة (سلعة منقولة أو غير منقولة).

2. إن القرض في الشريعة الإسلامية يكون قرضا حسنا لا يتضمن عنصر الفائدة أو انتفاع المُقرض من القرض بأي صور النفع، أو الفائدة المشروطة، وهو ما يعني أن تكون منفعة القرض عائدة على المقترض فقط.

3. محل عقد القرض مال معين معلوم من الأموال المِثلية وهي ما لا تتفاوت آحادها تفاوتا تختلف به القيمة ويُستهلك بالانتفاع به مثل النقود والمكاييل والموازين.

4. تنتقل ملكية العين المُقرضة من ملكية المُقرض إلى ملكية المُقترض، وتجب دينا في ذمته يجب عليه رد مثلها أو قيمتها.

5. يجب على المقترض أن يرد للمُقرض مِثل المال الذي أخذه أو قيمته إن تعذر عليه رد المثل لأن القرض يقوم على المعاوضة المثلية أو المساوية للمال المُقرَض.

أما القرض الذي نعنيه هنا فهو قرض يجُر نفعا وبناءً عليه فانه يحرم إصدار جميع أنواع السندات التي تتضمن اشتراط رد المبلغ المقترض وزيادة على أي وجه كانت سواء دفعت هذه الزيادة عند سداد أصل القرض، أو دفعت على أقساط شهرية أو سنوية أو غير ذلك سواء أكانت هذه الزيادة تمثل نسبة من قيمة السند، كما في أغلب السندات أم خصما منها كما في السندات ذات الكوبونات الصفرية [2].

ولقد أجمع على تحريمه الكثرة الغالبة من الفقهاء والباحثين المعاصرين، حيث أصدر مجمع الفقه الإسلامي قرارات حول هذا الموضوع منها قرار6/11/62 المتخذ في دورته المنعقدة بجدة في 17-23 شعبان 1410هـ الموافق 14-20 مارس 1990م هذا نصه[3]:

" إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من 17 – 23 شعبان 1410هـ الموافق 14-20 مارس 1990م."

بعد اطلاعه على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة (الأسواق المالية) المنعقدة في الرباط 20-24 ربيع الثاني 1410هـ الموافق 20 – 24 أكتوبر 1989م، بالتعاون بين هذا المجمع

[1] محمود محمد حمودة، **مرجع سابق**، ص:165.
[2] عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، **بحث حول: البدائل الشرعية للسندات التقليدية**، نشر شركة الصفوة الدولية للاستشارات الاستراتيجية والاقتصادية والتسويقية والإدارية، عمان، 2010، ص:5.
[3] قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 06/11/62، ص:110، [على الخط]، متاح على: www. fiqhacadamy.org

والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية وباستضافة وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالمملكة المغربية.

وبعد الاطلاع على أن السند شهادة يلتزم المُصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الإسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الإسمية للسند، أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز تُوزع بالقرعة أم مبلغا مقطوعا أم تم خصمه.

قـرَّر:

1. أن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المُصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا.

2. تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الإسمية ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصما لهذه السندات.

3. كما تحرَّم أيضا السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين فضلا عن شبهة القمار.

4. من البدائل للسندات المحرمة – إصداراً أو شراء أو تداولاً – السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا تكون لمالكيها فائدة أو نفع مقطوع، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك، ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلا ويمكن الإستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم 5 للدورة الرابعة لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة.

كما جاء في قرار مجمع البحوث الإسلامية في مصر: " الإقراض بالربا محرم، لا تُبيحه حاجة ولا ضرووة، والإقتراض بالربا حرام كذلك، ولا يرتفع إثمه إلا إذا دعت إليه الضرورة، وكل إمرئ متروك لدينه في تقرير ضرورته" [1].

وفي قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم 6/11/60 ما نصه: « إن السندات التي تمثل إلتزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعا، من حيث الإصدار أو الشراء أوالتداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط

[1] مبارك بن سلمان بن محمد آل سلمان، **مرجع سابق**، ص:232.

بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أوعمولة أوعائدا»[1].

وفي الأخير يُحب الباحث أن يُثبت هنا الفتوى التاريخية التي أصدرها بالإجماع المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية والتي جاء نصها كالتالي: " الفائدة على أنواع القروض كلها، ربا محرم لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الإستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة بتحريم النوعين وكِبر الربا في ذلك وقليله حرام[2].

بعد عرض قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي والتي تمثل الرأي الراجح لدى غالبية العلماء والباحثين المعاصرين، يؤيد الباحث ترجيح الرأي القاضي بتحريم إصدار أو تـداول السندات التقليدية بكافة أنواعها ما دامت تصدر بفائدة ثابتة ومحددة والمحرمة بنصوص القرآن و السنة، وتُسترد قيمتها في مواعيد استحقاقها، سواء كانت الجهة المصدرة لها شركة أوحكومة وذلك لاحتواءها على الفائدة، ويستثنى من ذلك حالات الضرورة الخاصة بجهة الإصدار الحكومية بعد استنفاذ كافة الوسائل الشرعية وفي حالات خاصة مثل: الحروب، والتي تصير فيها الدولة بين خيارين، إما أن تقترض من الأسواق الخارجية وبشروط اقتصادية وسيايسة مجحفة، أو تقترض من الأسواق الداخلية دون شروط، عملا بعدة قواعد شرعية، مثل[3]: "**الضرورات تبيح المحضورات**" و"**إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضررا بإرتكاب أخفهما** ".

المطلب الثاني: البدائل الشرعية

مما ذكر فإن هناك إجماع لدى الفقهاء المعاصرين على اعتبار السندات التقليدية" قروض ربوية " تقع في دائرة الحرام وعليه فهي غير جائزة شرعا، مما اقتضى منهم توفير البديل الذي يحقق الغرض بعيداً عن الأضرار التي تقترن بذلك المحرم ويُبعد الناس عن الوقوع فيه، ولقد قام مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي بعقد العديد من الندوات، كان الهدف من ورائها تبصير المفكرين بضرورة البحث عن البدائل، نظراً لأهمية هذه السندات في المساق المالي وحاجة الحكومات إليها، إذ أن إيجاد البدائل الإسلامية للسندات من الضرورات الشرعية والاقتصادية، وذلك لإخراج المسلمين من دائرة الربا المحرمة، ولجذب أموال المسلمين المُحجمين عن التعامل في السندات المحرمة للإستفادة منها في التنمية.

ولذلك اهتم الباحثون الإقتصاديون المعاصرون بإيجاد أوراق أو صكوكا مالية إسلامية بديلة عن السندات المحرمة وهو اهتمام قديـــــم، فقد عُقد المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي سنة 1396هـ الموافق لـ 1976 م، ثم جاءت بعد ذلك عدة دراسات تتناول موضوع الصكوك الإسلامية، والدراستان المقدمتان في المؤتمر الذي عُقد في القاهرة " موارد الدولة المالية في المجتمع الحديث من وجهة النظر الإسلامية " سنة

[1] الشلبي، **بحث حول الإستثمارفي الأسهم والسندات**، 2008، ص:18، وأنظر: فتاوى اللجنة الدائمة للبحوث العلمية والإفتاء 345/13.
[2] علي محي الدين القره داغي، **مرجع سابق** ، ص: 135.
[3] أنظر موقع المجمع الفقهي الإسلام [على الخط]، متاح على : www. fiqhacadamy.org.sa

1407هـ الموافق لـ 1986 م والمؤتمر الذي عقد في كوالالمبور – ماليزيا - سنة 1407 هـ الموافق 1986 م وقُدمت في هذين المؤتمرين أعمال وأبحاث تخدم دارسة هذا المجال ومحاولة الدكتور سامي حمود في بحثه المقدم ضمن مشروع إنشاء البنك الإسلامي بالأردن عام 1987 م، إضافة إلى الأبحاث المقدمة للمجمع الفقهي الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي لدراستها في قرار رقم30 (4/5) من الدورة الرا بعة المنعقدة في جدة سنة1988 وقراره رقم22 (3/10) من الدورة الثالثة المنعقدة في عمان سنة 1986 م إلى غير ذلك من المؤتمرات العالمية والإقليمية والمحلية المنعقدة.

ومنذ تلك التواريخ تسعى الدول الإسلامية المهتمة إلى أسلمة الأدوات المالية وتجسيد فكرة الصكوك الإستثمارية الشرعية، وذلك من أجل مواجـــــهة العجز في ميزانيتها وتعزيز الإنفاق العـــام وبناء المنشآت الحيوية كمدخل للتمويل المستدام ومن هذه الدول على سبيل الذكر لا الحصر ماليزيا والإمارات العربية والسودان، باكستان والبحرين... وفي مجال البدائل الشرعية عن المعاملات المحرمة للسندات الربوية توجد عدة صيغ مطروحة كبديل عن السندات، وبعد تأملها ودراستها وُجد أنه يمكن تقسيمها في هذا المجال إلى ثلاثة أقسام:

- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الشراكة؛
- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود البيع؛
- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الإجارة .

وهذا ما سوف نتطرق إليه في الفصل الثاني.

خلاصة الفصل:

تـم التـطـرق فـي هـذا الفصـل إلـى الإطار النظري لصناعة السندات التقليدية من خلال عرض مفهومها، خصائصها والإختلاف بينها وبين الأسهم، ثم تناولنا آلية اصدار وتداول السندات، مرورا بأنواع السندات، لنصل إلى معرفة حكم التعامل بالسندات التقليدية من وجهة الشرع الحنيف بشكل موضوعي، حيث كان الحكم الراجح بتحريم جميع أنواع السندات على أساس أنها قرض بفائدة والربا حرام، كمدخل لدراسة بدائلها الشرعية المتمثلة في صناعة الصكوك الاسلامية في الفصل الثاني.

ويمكن إبراز أهم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل كالآتي:

- السند شهادة يلتزم بموجبها المُصدر (الدائن) دفع قيمتها الإسمية لحاملها (المدين) مع فائدة ثابتة أو متغيرة في تاريخ الإستحقاق حسب ماهو منصوص عليه في نشرة الإصدار.
- الفائدة على أنواع القروض كلها، ربا محرم لا فرق في ذلك بين ما يسمى بالقرض الإستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة بتحريم النوعين، وعليه فإن السندات بأنواعها محرمة إصدارا وتداولا.
- في مجال البدائل الشرعية عن المعاملات المحرمة للسندات الربوية توجد عدة صيغ تم طرحها كبديل عن السندات، حيث بعد دراستها وُجد أنه يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام:
  - الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الشراكة؛
  - الصكوك الإسلامية القائمة على عقود البيع؛
  - الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الإجارة.

وهذا ما سيتم دراسته في الفصل الثاني.

الفصل الثاني :

الإطار النظري والتكييف الفقهي

للصكوك الإسلامية

تمهيـــد

تشكل الصكوك الإستثمارية الإسلامية أهمية بالغة في إطار ما تمثله من نقلة نوعية وكيفية في الأدوات المالية الإسلامية، حيث ظلت المصارف الإسلامية في الدول العربية والإسلامية لسنوات حبيسة أدوات محدودة، وباعتبارها مثلا واضحا على الإستجابة للمتغيرات في البيئة الإقتصادية والمصرفية، والرغبة في تفعيل الدور الإدخاري والإستثماري للصكوك الإستثمارية على مستوى الإحتياجات الرسمية، وكذا المرونة الواضحة من حيث العائد والمخاطرة نظراً لتعدد هياكل اصدارها.

وقد تزايدت أهمية موضوع البحث في السنوات الأخيرة، نظراً للتطور الملحوظ في سوق الصكوك الإسلامية، حيث حققت نمواً متسارعاً يتجاوز 20%.

وللتعرف أكثر عن الصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية لإصدارها وتداولها، سنتطرق في هذا الفصل إلى دراسة الإطار النظري والتكييف الفقهي لآلية اصدار وتداول الصكوك الإسلامية، ولأجل ذلك قسمنا هذا الفصل إلى خمسة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: مفهوم التصكيك والصكوك الإسلامية

المبحث الثاني: خصائص وأهمية وأهداف الصكوك الإسلامية

المبحث الثالث: آلية اصدار وتداول الصكوك الإسلامية

المبحث الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية وتصنيفها وفق أساليب التمويل الإسلامي (المشاركة، البيوع، الإجارة)

المبحث الخامس: أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

المبحث الأول: مفهوم التصكيك والصكوك الإسلامية

لما كان التعامل بالسندات وأذون الخزانة كوسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال وإدارة السيولة لا يتفق والضوابط الشرعية كان من الضروري البحث عن أدوات استثمارية إسلامية لتحل محل الأدوات التقليدية وتكون بمثابة وسيلة لسد العجز في الموازنة العامة للدولة وتمويل التنمية، و من هنا ظهرت الصكوك الإسلامية التي يسعى المنظمون من ورائها لأن تكون البديل الناجح الذي تقدمه الإستثمارات وفق الأساليب الإسلامية كفرصة لإثبات أن الإستثمار الناتج من الفائدة غير حقيقي، ولتوضيح ذلك خصصنا هذا المبحث للتطرُّق لمفهوم التصكيك والصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: الصكوك في اللغة

الصُّكوك والصِّكاك جمع صَك وهو الورقة المكتوبة بدين ويُجمع أيضا على صُكوك، والمراد هنا الورقة التي تخرج من وليِّ الأمر بالرزق لمستحقِّه وما يُكتَب فيه عن مال مُؤَجل أو نَحوِه بأن يُكتب فيها لإنسان كذا وكذا من طعامٍ أوغيره، ويطلق الصك على ما يكتب فيه من الورق ونحوه من حقوق، وبهذا يتضمن التصرف في الصك كورقة فيما يحتويه من حق أو دين[1].

المطلب الثاني: الصكوك إصطلاحا

جاء تعريفها في المعيار الشرعي رقم (17) من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الخاص بصكوك الاستثمار كالآتي:

« هي 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 الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله »[2].

وتعرف هذه الصكوك في هذا المعيار بالصكوك الإستثمارية تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض، فهي ورقة مالية ذات قيمة نقدية معينة تُصدرها الشركة الإسلامية، كالتزام عليها اتجاه كل من يسدد لها قيمتها نقدا وتتعهد بتسديدها والوفاء بكافة حقوقها، وذلك وفق ما هو منصوص عليه في هذه الورقة[3]، مع أن هذه القيمة تدخل في مشاريع الشركة وتستخدم كلمة صكوك بدل السندات، ذلك لأن السندات كما تم تعريفها سابقا تمثل دينا على المُصدر وهو قائم على علاقة دائن ومدين وإذا تم بيعها فانه بيع دين، أما الصكوك فهي تمثل جزءاً من ملكية أصول محددة وبيعها يمثل بيع جزء من أصول المشروع.

---

[1] **أسامة عبد الحليم الجورية**، رسالة ماجستير: صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد، معهد الدعوة الإسلامي، سوريا، 2009، ص: 25.

[2] كمال توفيق حطاب، بحث **بعنوان: الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة**، مؤتمر المصارف الإسلامية، دبي، الإمارات العربية المتحدة،2009، ص:8.

[3] مرجع سابق، ص:9.

وقد ظهر مفهوم التصكيك Securitization في العصر الحديث في الولايات المتحدة عام1880م، وقصد منه في البداية تصكيك الديون والرهونات ثم تحولت عملية التصكيك لتشمل كافة الأصول المالية، وأطلق البعض على هذه العملية مسمَّى السنددة أو التوريق، وذلك بتحويل الديون أو الأصول الإنتاجية إلى صكوك يتم تداولها في سوق ثانوية [1].

[1] كمال توفيق حطاب، مرجع سابق، ص:9.

المبحث ثاني: خصائص وأهمية وأهداف الصكوك الإسلامية

المطلب الأول: خصائص الصكوك الإسلامية

1. **تمثل ملكية حصة شائعة في الأصول:** فهي تمثل ملكية حاملها أو مالكها حصصاً شائعة في أصول لها دخل، سواء كانت أعياناً أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهى لا تمثل ديناً في ذمة مُصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات[1].

2. **لها قيمة إسمية محددة:** أي تَصدر بقيمة إسمية محددة يحددها القانون، وموضحة في نشرة الإصدار[2].

3. **تصدر بفئات متساوية القيمة:** بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور، ومن خلال الأسواق المالية.

4. **قابلة للتداول من حيث المبدأ:** هناك أنواع من الصكوك قابلة للتداول، مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة، وأنواع غير قابلة للتداول، مثل صكوك البيوع والسلم[3].

5. **عدم قبول التجزئة:**

بمعنى أن الصك لا يُجزَّأ في مواجهـــــة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصـــــين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لابد من الإتفاق على أن يمثلـــــهم أمام الشركة شخص واحد[4].

6. **إستحقاق الربح وتحمل الخسارة:** بمعنى أن مالك الصك يشارك في المغنم حسب الإتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحمل المغرم بنسبة ما يملكه من الصكوك.

7. **تصدر على أساس عقد شرعي:** أي تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة، التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله[5].

---

[1] يوسف بن عبد الله الشبيلي، **الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم والصكوك**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص:9.
[2] **مرجع سابق**، ص:10.
[3] محمد علي القري، **أحكام ضمان الصكوك وعوائدها**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص:27.
[4] **مرجع سابق**، ص:29.
[5] **نفس المرجع**، ص:30-32.

المطلب الثاني: أهداف الصكوك الإسلامية

هناك مجموعة دوافع وأهداف لعملية التصكيك تعود على المؤسسات والحكومة والأفراد، أهمها:

1. **زيادة السيولة:** حيث توفر السيولة لمالكي الأصول خاصة التي لا يوجد لها سوق نشطة لبيعها أو آجال استحقاقها بعيدة[1].

2. **تنويع مصادر التمويل:** أي توسيع قاعدة المستثمرين بهدف تجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط لغرض الحصول على أصول جديدة، كما تعمل على الموائمة بين آجال الأصول والإلتزامات للحد من المخاطر[2].

3. **تقليل مخاطر الإئتمان:** فمن المعلوم أن المنشأة أو الحكومة التي تريد تصكيك بعض أصولها لا تكون مسئولة عن الوفاء بها لحملة الصكوك، لأن التصكيك هي عملية بيع حقيقي للأصول إلى المنشأة المتخصصة، ومن ثم بيع حقيقي إلى حملة الصكوك، وبذلك تكون نقلت بمخاطر الإئتمان إلى الغير[3].

4. **الدمج بين أسواق الإئتمان وأسواق رأس المال:** إن عملية التصكيك تؤدي إلى تنشيط سوق الإئتمان وسوق رأس المال.

5. **يعتبر مصدر تمويلي من خارج الميزانية:**

فمن المعلوم أن عملية تصكيك أصول المنشأة المُصدِرة سوف يخفي رصيد الأصول من الميزانية العمومية، لأنه تم بيع الأصول إلى الشركة المتخصصة، ويحل محلها (في ميزانية المنشأة المُصدرة) ثمنها التي تدفعه إليها الشركة المتخصصة، وفي نفس الوقت ينخفض قيمة مجمع الإستهلاك، وبالتالي ترتفع قيمة الأصول في ميزانية المنشأة المصدرة، وهذا يزيد من قيمة معدل كفاية رأس المال هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى أن أي منشأة لديها ديون على الغير تستقطع من إيراداتها نسبة معينة لتكوين ما يسمى مخصص الديون المشكوك في تحصيلها، وهذا بدوره يقلل من صافي الأرباح للمنشأة عامةً، ولكن عندما يتم استخدام التصكيك سوف يُلغى رصيد المُخصص ويُرَد إلى الإيرادات، وبالتالي لا يظهر في الميزانية لأن الأصول الخاضعة لذلك تم بيعها أساساً[4].

---

[1] أسامة عبد الحليم الجورية، **رسالة ماجستير بعنوان: صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**، جامعة الزرقاء، الأردن، 2009، ص:57.
[2] **مرجع سابق**، ص:58.
[3] **نفس المرجع**، ص:58-59.
[4] عبد العظيم جلال أبوزيد ومعبد علي الجارحي، **أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص:16.

المطلب الثالث: الأهمية الإقتصادية للصكوك الإسلامية

توفر عملية التصكيك عدة مزايا للمتعاملين في حقلها، يمكن تقسيم هذه المزايا[1] وفق الآتي:

أولا. أهمية الصكوك بالنسبة للمُصدر الأصلي :

1.تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يُسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.

2.يضاعف التصكيك من قدرة المنشآت على إنشاء الأموال، أي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة، بالإضافة لتنويع مصادر التمويل متعدد الآجال والمكملة للمصادر التقليدية وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال.

3.يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية.

4.يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل والتسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة، وبالتالي فإنه يُغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.

5.يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الإئتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجودا ضمن خارطة أصول المنشأة كلها[2].

6. يزيد التصكيك من قدرة المنشأة علي زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها.

7.يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر.

ثانيا. أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين :

تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للممستثمرين في الجوانب الآتية[3]:

1. يُنتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالإقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المُصدرة.

2. تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات.

3. التصكيك بصفة عامة يتميز بتصنيف إئتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني وهذا قد لا يتوفر

[1] فتح الرحمان علي محمد صالح، ورقة عمل: **دور اللصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية**، السودان، 2008، ص:13.
[2] **مرجع سابق**، ص:14.
[3] **نفس المرجع**، ص: 14-15 .

للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونيا في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك.

4. تعطي الصكوك الاسلامية عوائدًا أعلى مقارنة ببقية الإستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة).

5. للصكوك الاسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها.

ثالثاً. أهمية التصكيك بالنسبة للإقتصاد الكلي:

1. تزيد عمليات التصكيك من درجة تعميق السوق المالية بالبلاد بوجود عدة بدائل للمستثمرين من الأوراق المالية ودون الحاجة إلى استثمارات إضافية، كما تساعد عملية التصكيك في نمو الناتج المحلي الإجمالي[1].

2. تساعد عمليات التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل .

3. إن إنتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات ترفد هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، من هذه المؤسسات وكالات التصنيف، قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة بتقديم خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك[2].

4. مسايرة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا من انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك علي ميزان العمليات الرأسمالية[3].

5. إتاحة فرص هائلة لسداد العجز في موازنة الدولة الإتحادية أو الولِائية بتوفيره لموارد حقيقية غير مؤثرة سلبا على المستوي العام للأسعار، وبالتالي تمكينها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة[4].

[1] فتح الرحمان علي محمد صالح، **ورقة عمل: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية**، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، 2008، ص:16.
[2] **مرجع سابق**، ص:16.
[3] نفس المرجع، ص18.
[4] **مرجع سابق**، ص:46-47.

المبحث الثالث: آلية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها الشرعية

في هذا المبحث سنحاول التطرُّق لمختلف المراحل والإجراءات التي تمر بها الجهة المُصدرة للصكوك سواءًا كانت حكومة أو شركة، أثناء عملية التصكيك من بداية تجميع الأصول مرورا بالتأسيس والإكتتاب ثم طرح الصكوك للتداول بيعاً وشراءاً وكذا الضوابط الشرعية التي تحكم عملية الإصدار والتداول ضمن رؤية المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية للسيغة المقبولة شرعا.

المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية

تتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة وتحويل ملكيتها إلى صندوق أو مؤسسة أخرى تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول، ومن ثم تقوم بطرحها للتداول في الأسواق المالية، بعد أن تم تصنيفها إئتمانيا وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية*.

أولا. تقسيم مراحل اصدار الصكوك الإسلامية:

لوحظ أن عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية تمر عادة عبر عدة مراحل، يمكن أن يكون لكل مرحلة من هذه المراحل حكم شرعي خاص بها، وهذه المراحل[1] هي:

المرحلة الأولى: مرحلة التأسيس والإكتتاب؛

المرحلة الثانية: مرحلة تجميع النقود قبل أن تتحول إلى أعيان أو منافع؛

المرحلة الثالثة: تحويل النقود كلها أومعظمها إلى أعيان ومنافع أو حقوق معنوية؛

المرحلة الرابعة: تحويل السلع والأعيان والمنافع إلى أثمان عاجلة نقود وآجلة ديون من خلال المرابحات والبيع الآجل بالتقسيط؛

المرحلة الخامسة: مرحلة التصفية أو إطفاء الصكوك عند توقف نشاط الشركة أو صندوق الإستثمار؛

حيث تكتسي عملية إصدار الصكوك الشرعية على جانب كبير من الأهمية وعليه فإن إصدارها يحتاج إلى حسن الإخراج وخاصة في عمليات الإصدار الأولى وما تُكوِّنه لدى الناس من انطباع، ويمكن أن تقوم بها البنوك المركزية نيابة عن وزارة المالية في حال إصدارها من قبل الحكومة، وقد تكون الشركة المساهمة قادرة على أن تقوم بأعمال تنظيم الإصدار بإعتبار أن الشركة ذات العلاقة تكون أدرى بإحتياجاتها، كما يمكن أن تقوم البنوك الإسلامية بأعمال تنظيم الإصدار إلا أن الأفضل هو إتمام

---

* في إطار عمل صندوق النقد الدولي المتعلق بإدارة مخاطر الإلتزامات السيادية وتطوير أسواق رأس المال، فقد تزايدت طلبات تقديم المشورة الفنية من قبل دول الأعضاء، وقد قدم الصندوق عددا كبيرا من المشورات الفنية بشأن إصدار الصكوك كبديل للأدوات التقليدية، ولا شك أن مشورات صندوق النقد الدولي للدول الأعضاء هي أقرب للإلزام، لذلك يتوقع تزايد إصدار الصكوك الإسلامية في الدول الأعضاء خلال السنوات القادمة، وقد تطور حجم إصدار الصكوك من 7 مليار دولار عام2004 إلى 27 مليار بنهاية 2006 ويتوقع أن يبلغ حجم الإصدار 30 مليار دولار سنويا بما يصل إلى 200 مليار عام2012.

وأنظر كذلك: نقلا عن إندي جوست وآخرون: نشرة صندوق النقد الدولي، 19 سبتمبر 2009، ص: 110.

[1] قره داغي علي، **أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول السهم والصكوك والوحدات الإستثمارية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص:11- 14.

الإصدار تحت رقابة جهة غير ذات مصلحة بتنظيم الإصدار ووضع شروطه وبياناته وتحديد نسب الأرباح التي يختص بها المتعاقدون إلى آخر ما هنالك من شروط[1].

ثانيا. مراحل آلية عمل إصدار الصكوك الإسلامية:

وقد تتم جميع الخطوات أو يُقتصر على بعضها وأحيانا توجد بدائل متعددة لاختيار أحدها، وعادة ما تتم على النحو الآتي[2]:

1. إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الإستثمار بواسطة الصكوك ودراسة المسائل القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى، وتضمين ذلك كله في نشرة الإكتتاب، وربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والإتفاقيات التي تحدد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة.

وفي غالبية الأحوال تستعين الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك بين الممولين (بنوك أو أفراد) والطرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل) بمكتب خبرة أو دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، ويستعين المرتبون لعملية الإنشاء بشتى الخبرات وعلى رأسها – بالنسبة للصكوك الإستثمارية الإسلامية– هيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للسلامة من الخلل الشرعي[3].

2. تمثيل حملة الصكوك (المستثمرين) وذلك من خلال تأسيس شركة ذات غرض خاص تسجل في مناطق ذات إعفاء ضريبي وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنها مملوكة بالكامل للمستثمرين وذلك لتمثلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة[4].

3. طرح الصكوك للإكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.

4. تسويق الصكوك: وهو إما ان يتم بالطرح مباشرة للجمهور وإما أن يتم بيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع جملةً إلى المستثمر الأول الذي يكون بنكا أو مجموعة بنوك وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك.

5. التعهد بتغطية الإكتتاب: تَلَقِّي تعهد بتنظيم الإكتتاب فيما يبقى من الصكوك يتقدم به متعهد تغطية الإصدار حيث يلتزم بشراء ما لم يُكتتب فيه ويبيعه تدريجيا أو يحتفظ به كليا أو جزئيا ثم يتم شراء المستثمرين الآخرين الصكوك من المستثمرين الرئيسيين كليا أو جزئيا[5].

---

[1] سامي حسن حمود، **الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة**، ط1، بنك التنمية الإسلامي، 2001، ص:17.

[2] المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: **الراصد المالي الإسلامي للأزمة المالية العالمية، تحاليل ومعالجات، رؤية إسلامية**، [على الخط]، متاح على: www.cibafi.com

[3] سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، **آلية اصدار وتداول الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية**، جدة، 2010، ص:39.

[4] مرجع سابق، ص:40.

[5] مرجع سابق، ص: 40-41.

ثالثا. عناصر آلية اصدار الصكوك الإسلامية:

ويشترك في آلية اصدار صكوك الإستثمار الإسلامية الأطراف الآتية[1]:

1. **مصدر الصك (جهة الإصدار):** وهو من يستخدم حصيلة الإكتتاب بصيغة شرعية، ومصدر الصك قد يكون شركة أو فردا أو حكومة أو مؤسسة مالية.

2. **وكيل الإصدار:** وهو مؤسسة وسيطة تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل أجر يحدده الإتفاق أو تتضمنها نشرة الإصدار[2].

3. **مدير الإصدار:** وهو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حَمَلة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر.

4. **متعهد الإصدار:** وهو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.

5. **مدير الإستثمار:** وهو من يقوم بأعمال الإستثمار أو جزء منها بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفقا لما تحدده نشرة الإصدار.

6. **أمين الإستثمار:** وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار[3].

وقد سلك العلماء المعاصرون مناهج متعددة في محاولة التوصل إلى الحكم الشرعي في كل مرحلة من المراحل المتقدمة، وذلك من خلال منهج **الغلبة أو الكثرة** وذلك بالنظر في غلبة الديون أو النقود أو الأعيان (السلع) أو المنافع (الخدمات)، وكذلك من خلال قاعدة **الأصالة أو التبعية**، وقد رجح الدكتور قرة داغي الأخذ بقاعدة الأصالة والتبعية ويعني ذلك أنه إذا كان المقصود الأساسي من الموجودات أو من نشاط الشركة أو الصندوق الإستثماري هو الأعيان والمنافع فإن تداول صكوك الإستثمار جائز شرعا[4].

وقد أعتمد هذا الرأي من قبل ندوات فقهية عديدة آخرها الندوة المنبثقة عن مجمع الفقه الإسلامي بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب في مقر البنك بجدة يوم السبت بتاريخ 10 ماي 2007، إستنادا إلى عدد من القواعد الفقهية مثل قاعدة «**الحكم للغالب**» وقاعدة « **القليل يتبـــع الكثرة في العقود**» حيث رجحت هذه الندوات أن التداول يكون جائزا شرعا ما دامت المنافع والأعيان والحقوق هي المقصودة أصلا والمُصرح بها في النظام الاساسي لعمل الشركة، ولا يُنظر حينئذ إلى مقدار الديون أو النقود ولا نسبتها قلة أوكثرة[5].

فإذا كان الغرض هو العمل في تجارة الأعيان والمنافع والحقوق عن طريق العقود الشرعية كالمرابحة والإجارة والإستصناع ونحوها فإن الديون أو النقود الناتجة مهما كثرت لا تؤثر في تداولها إلا في حالات

---

[1] **" صكوك الإستثمار" ، المعيار الشرعي رقم (17)**، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، 2003، ص:3.
[2] حمزة بن حسين الفعر الشريف، **ضمانات الصكوك الإسلامية**، بيت الخبرة العالمي للإستشارات المصرفية الإسلامية، 2010، ص:14.
[3] مرجع سابق، ص: 15-16.
[4] وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، **الصكوك الإسلامية**، مؤتمر دبي حول المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، 2009، ص: 13.
[5] مرجع سابق، ص:14.

البداية قبل العمل أو النهاية بعد التصفية وأن الديون أو النقود نتجت تبعا لذلك العمل، أما إذا كان الغرض هو التجارة في العملات أو الصرافة أو بيع الديون وشرائها فقط، فإن تداولها يحتاج إلى تطبيق قواعد الصرف أو أحكام بيع الديون[1].

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية

أوضح مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره (رقم 30 (4/3)) الضوابط الأساسية للصكوك الاستثمارية نذكرها لأهميتها وهي:

أولاً. من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة:

1. سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القِراض (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[2].

2. الصورة المقبولة شرعاً لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوافر فيها العناصر التالية:

أ- أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أُصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في مُلكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة[3].

ب- يقوم العقد في صكوك المضاربة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار) وأن (الإيجاب) يعبر عنه (الإكتتاب) في هذه الصكوك، وأن (القبول) تُعبر عنه موافقة الجهة المصدرة.

جـ- لابد أن تشمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القِراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.

د- أن تكون صكوك المقارضة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للإكتتاب باعتبار ذلك مأذوناً فيه من المضارب عند نشوء الصكوك مع مراعاة الضوابط التالية[4]:

- إذا كان مال القِراض المتجمع بعد الإكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف؛

- إذا أصبح مال القراض ديوناً تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول التعامل بالديون؛

- إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع، أما

---

[1] **نفس المرجع** بتصرف، ص:15.

[2] **التاريخ الشرعي للصكوك**، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الاسلامية، ص:3-5، [على الخط]، متاح على: www.cibafi.com

[3] مرجع سابق، ص:6.

[4] **المعيار الشرعي رقم (17) " صكوك الإستثمار"**، مرجع سابق، ص:9.

إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتُراعى في التداول الأحكام الشرعية التي ستبينها لائحة تفسيرية تعرض على المجمع في الدورات القادمة[1].

هـ- إن من يَتَلقى حصيلة الإكتتاب في الصكوك لاستثمارها وإقامة المشروع بها هو المضارب، أي عامل المضاربة ولا يملك من المشروع إلاّ بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك فهو رب مال بما أسهم به، بالإضافة إلى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المُحددة له في نشرة الإصدار وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس[2].

وإنَّ يد المضارب على حصيلة الإكتتاب في الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يدُ أمانة لا يُضمن إلاّ بسبب من أسباب الضمان الشرعية.

ثانيا. الملكية الحقيقية للأصول: يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تتملك وتباع شرعا وقانونا، سواءً أعيانا أم منافع أم خدمات وفقا لما جاء في المعيار الشرعي رقم (17) بشأن صكوك الإستثمار، بند (2) وبند 5-1-2 ويجب على مدير الصكوك ثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقيها في موجوداته[3].

ثالثا. عدم تداول الديون: لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها، ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل، وفق الضوابط المذكورة في المعيار الشرعي رقم (21) بشأن الأوراق المالية ...

رابعا. تصكيك الأصول تِبعا للموجودات: وصكوك الإستثمار تَبَع للعقد الأساس الذي يُنظمه والموجودات التي يَتمثل بها، لذلك تُطبق على الصك أحكام موجوداته فإذا كانت موجوداته مما يجوز تداولها جاز تصكيك الصكوك لها، وإن لم تكن كذلك مثل الديون فلا يجوز تصكيكها لأجل التداول، ولكن تصكيكها من حيث هو لا مانع منه شرعاً وحينئذٍ تُطبق عليها أحكام التصرف في الديون[4].

هذا ويوصي المجلس الشرعي المؤسسات المالية الإسلامية أن تُقلِّل في عملياتها من المداينات، وتكثر من المشاركة الحقيقية المبنية على قسمة الأرباح والخسائر، وذلك لتحقيق مقاصد الشريعة.

فالتصكيك في حقيقته عبارة عن تقسيم ما يمثله الصك من أعيان ومنافع وحقوق وأنشطة إلى حصص متساوية، ثم إصدار صكوك بقيمتها، فهذا التقسيم والتجزأة لا يتعارضان مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها، بل يتفقان مع مبدأ الحِصص الشائعة وجواز المشاركة فيها، وأن كل شريك مشترك مع شريكه الآخر أو شركائه في الملكية أو في المشروع بنسبة شائعة، فما صكوك الإستثمار الإسلامية

---

[1] **نفس المرجع**، ص:11.
[2] حسن الأمين، **المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة**، البنك الإسلامي للتنمية، بحث رقم 11، 2000، ص: 23-25.
[3] **مرجع سابق**، ص:26.
[4] **نفس المرجع**، ص:27-28.

إلاّ تـعبير عـن هـذه النسبة الشائعة من موجودات الشركة، أو من العين المملوكة على سبيل شركة الملك[1].

ونذكر ضوابط شرعية أخرى تبعد الصكوك الإسلامية عن الوقوع في شبهة الحرام وهي[2]:

1. لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضِمناً بَطُل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المِثل؛

2. لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المقارضة الصادر بناء عليها نص يُلزم بالبيع ولو كان مُعلقاً أو مُضافاً للمستقبل، وإنما يجوز أن يتضمن صك المقارضة وعداً بالبيع، وفي هذه الحالة لا يتم البيع إلاّ بعقد بالقيمة المقدرة من الخبراء وبرضا الطرفين[3]؛

3. لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المُصدرة على أساسها نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فإن وقع كان العقد باطلاً. ويترتب على ذلك:

أ- عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها؛

ب- أن محـل القسـمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويُعرف مقدار الربح، **إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد**، وما زاد على رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة، وفقاً لشروط العقد[4]؛

جـ- أن يعد حساب أرباح وخسائر للمشروع وأن يكون معلناً وتحت تصرف حملة الصكوك؛

4. يستحق الربح بالظهور، ويُملك بالتنضيض أو التقويم ولا يُلزم إلاّ بالقسمة، وبالنسبة للمشروع الذي يُدر إيراداً أو غلة فإنه يجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل **التنضيض (التصفية)** تعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب[5]؛

5. ليس هناك ما يمنع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال؛

6. 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

---

[1] المجمع الفقهي الأكاديمي الإسلامي [على الخط]،متاح على: www : fiquhacadimy : com، (تاريخ الاطلاع 10نوفمبر 2011).
[2] **مرجع سابق**، ص: 26-27.
[3] المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية ، **مرجع سابق**، ص:170.
[4] **نفس المرجع**، ص:171.
[5] **نفس المرجع السابق**، ص:172-173.

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 (انتهى قرار المجمع)[1].

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لعملية التداول

إن آلية تداول صكوك الإستثمار الشرعية يختلف بطبيعة الحال عن تداول سندات القرض بالفائدة بفارق اختلاف البيع عن الربا، فالصكوك الشرعية هي حصة مشاركة أولا وليست قرضا، وهذه الحصة تبدأ نقودا وقد تتحول إلى أعيان أو منافع أو ديون ناتجة عن بيوع وليس بسبب يَمُت إلى القروض بأية صلة. والتداول مفهوم حديث الإصطلاح، ويقصد به انتقال الأداة التمويلية من يد إلى يد بطريق البيع غالبا، فالسندات المالية الربوية تباع (حسب العرف المخالف للشرع) وهي نقود أو تمثل حقا نقديا تباع أيضا بالنقود وبأسعار تزيد أو تساوي أو تقل عن القيمة الإسمية المحررة تبعا لسعر الخصم أي سعر الفائدة[2].

فإذا كانت الصكوك مازالت نقودا – كما هو الحال عند بدأ الإكتتاب وحتى ابتداء التصرف بها– فإن تداول هذه الصكوك يخضع لأحكام الصرف، أي أن القيمة الأصلية المدفوعة هي الأساس حيث يباع فيها الصك دون زيادة أو نقصان، أما إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديونا – كما في حالة بيع المرابحة مثلا حيث يصبح الثمن دينا في ذمة المشترين، فإن القيد يعود كما كان بالنسبة للنقود باعتبار أن الديون النقدية هي نقود في المآل[3].

ومما ينبغي الإشارة إليه أن صيغة السلم والإستصناع لا تصلح لأن تكون صكوك قابلة للتداول وإذا كان إصدار الصكوك من المُسلم إليه (البائع) أو الصانع فإنها حينئذ تمثل الثمن الذي قبضه حالا – بحكم أن الثمن معجل التسليم – ولا تكون قابلة للتداول لأن الموجودات التي تمثلها الوحدات هي ديون في ذمة البائع (المسلم إليه أو الصانع)[4].

ويمكن إيجاز أهم النقاط الأساسية في عملية التداول كالآتي:

1. يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط؛

2. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع مثل القيد في السجلات أو الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها[5]؛

---

[1] نفس المرجع السابق، ص:174.
[2] حسن الأمين، **المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة**، مرجع سابق، ص:36.
[3] **نفس المرجع**، ص:37.
[4] عبد الستار أبو غدة، **بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية**، جدة، 2009، ص:17.
[5] **مرجع سابق**، ص:18.

3. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها[1]؛

4. لا يجوز تداول صكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعات ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.

5. يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلا للأجرة[2]؛

6. لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تُستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك[3]؛

7. يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالإستثمار بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدأ النشاط في الأعيان والمنافع[4]؛

8. يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدأ النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض[5]؛

9. مع مراعاة الضوابط السابقة في التداول: يجوز تداول المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وُجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين، كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يُوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة 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 إليه[6].

غير أن هذه الضوابط والمعايير الشرعية لا زالت بحاجة إلى آليات الإلزام والتطبيق على المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وقبل ذلك لابد أن تُطرح على المجامع والمجالس العلمية الفقهية إلى أن تجد اتفاقا أو إجماعا عليها، وعندها فإن الإنحراف عن تطبيق هذه المعايير يعتبر خروجا عن أسس الصيرفة الإسلامية والإقتصاد الإسلامي.

---

[1] **نفس المرجع**، ص:18-19.
[2] المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، **مرجع سابق**، ص:188.
[3] نفس المرجع، ص:189.
[4] نفس المرجع السابق، ص:189-190.
[5] نفس المرجع السابق، ص:191.
[6] نفس المرجع السابق، ص:191-193.

المطلب الرابع: آلية توزيع الأرباح والخسائر في صكوك الإستثمار الإسلامية وآلية إطفائها

أولا. آلية توزيع الأرباح والخسائر في صكوك الإستثمار الإسلامية:

لابد أن تشمل نشرة إصدار صكوك الإستثمار الشرعية على كيفية توزيع الأرباح بين المُضارب (صاحب الإصدار) وحملة الصكوك، ويجب أن تكون النسبة شائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحد الطرفين، وأما الخسارة فهي على أرباب الأموال بمقدار حصتهم في رأس المال[1].

ولقد لخص الدكتور سامي حمود[2] الضوابط العامة في استحقاق الأرباح وتوزيعها كما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته الرابعة حول " سندات المقارضة" بالآتي[3]:

- الربح وقاية لرأس المال، فلا ربح إلا بعد سلامة الأصل، بمعنى أن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد على رأس المال وليس الإيراد أو الغلة ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيض (التحويل إلى نقد) أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة وفقا لشروط الإكتتاب؛
- الربح لا يكون بالإفتراض وإنما بالتحقيق والمحاسبة؛
- التوزيع لا يكون إلا من ربح متحقق أو معلوم؛
- الربح ليس مختصا بالعاقدين وانما يجوز الإتفاق على تخصيص قسم منه لصالح صندوق مخصص لمخاطر الإستثمار.

ثانيا. إطفاء صكوك الإستثمار الإسلامية:

ويقصد بإطفاء الصكوك إنتهاء صفتها الإستثمارية السابقة بتحولها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير الذي تملَّك الصك بدفع قيمته إلى الحامل السابق له على أن هذا الإطفاء للصكوك إما أن يكون كليا مرة واحدة في نهاية مدة الإصدار، أو جزئيا بالتدريج خلال سنوات الإصدار.

وصورته بأنه إذا كان للإصدار وقت محدد فإنه بإنتهائها تتم تصفية الموجودات التي يمثلها الصك إما حقيقة ببيعها لطرف خارجي أو حُكما بالتقويم (التنضيض الحكمي) وأيلولتها إلى الجهة المصدرة بالبيع

---

[1] الشايجي و يوسف الحجي، مرجع سابق، ص:17.

[2] سامي حمود، تطبيقات صكوك المقارضة الإسلامية ، ط2، دار الفكر العربي، 1999، ص:23 .

[3] قرار مجمع الفقه الإسلامي، رقم 85 (9/2) ، 2003، [على الخط]، متاح على: www.fiqhacadimy.com.، (تاريخ الاطلاع 29 نوفمبر، 2011).

أيضا، وقد يتم التمليك لتلك الموجودات بالهبة أو بالثمن الرمزي، أو بالقيمة المتبقية في صورة صكوك الإجارة التي تنتهي بالتمليك[1].

[1] محمود محمد حمودة، الإستثمار والمعاملات المالية في الاسلام، ط2، الوراق للنشر والتوزيع، 2009، ص: 167.

المبحث الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية وتصنيفها وفق أساليب التمويل الإسلامي

شهدت الدول الغربية تطورات هائلة في مجال التصكيك، وكذلك شهدت المنطقة الإسلامية تطورات متسارعة في ميدان الصكوك الإسلامية، غير أن التجربة الغربية كانت في معظمها في مجال تصكيك الديون، بعكس التجربة الإسلامية التي تشترط وجود الأصول قبل تصكيكها، حيث تتنوع الصكوك الإسلامية تبعاً لاختلاف نوع الموجودات التي تمثلها، وهذه الموجودات إما أن تكون من الأعيان أو المنافع أو النقود أو الديون مجتمعة أو متفرقة، وهو الأمر الذي يَحفظ لهذه الأصول قيمتها ويَحُول دون المقامرات والمضاربات التي رافقت توريق الديون، وما أدت إليه من أزمة مالية عالمية متسلسلة لا تكاد تتوقف أو تنتهي[1].

وبشكل عام فقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعا من الصكوك الإسلامية*، غير أن الصكوك الأكثر انتشارا واشتهارًا يمكن حصرها في مجموعات ثلاث:

المطلب الأول: الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة:

وهي الأوراق المالية التي تكون فيها العلاقة بين المُصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة، وتنطوي تحت هذا التصنيف مجموعة من الصكوك هي[2]:

أولا. صكوك المقارضة: هي صكوك أُقترحت من قبل الدكتور سامي حمود بديلا عن سندات القرض بفائدة، للبنك الإسلامي في الأردن وذلك سنة 1407 هـ الموافق لعام 1987 م ولقد جاء تعريفها من قِبله بأنها "الوثائق الموحدة القيمة المحررة به، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح الصافية، وهي من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع في جدة سنة 1407 هـ، فقد عرفها بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة، بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه من أرباح وذلك بنسبة ملكية كل مستثمر، وهذه الصكوك تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة الشرعية[3].

1. **خصائصها:** هناك مجموعة من الخصائص[4] نذكر منها:

أ- تعتبر أداة مناسبة لاستدرار المال، وهي قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية، تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار؛

---

[1] الزحيلي، **أساليب التمويل الإسلامي**، بحث غير منشور، 2002 ، ص87.

* تأسس في البحرين مركز إدارة السيولة من أجل مساعدة المؤسسات التي ترغب الإستفادة من التوريق على تحديد الأصول المناسبة لمساندة عملية الإصدار وتأطير آليات تجميع الأصول وإصدار الصكوك ومن ثم ترويجها.

[2] ربيع مسعود ومحمد ضيف بن عدنان، **أدوات الدين وبدائلها الشرعية**، ورقة بحثية: الملتقى الدولي الأول، جامعة سطيف، 2007 ، ص:18.

[3] محمد مصطفى جبر اسماعيل، **سندات المقارضة وأحكامها الشرعية**، ط1، دار النفائس، الأردن، 2006، ص:90.

[4] ربيع مسعود ومحمد ضيف بن عدنان ، **مرجع سابق**، ص:19.

ب- تمثل صكوك المقارضة حصصا في رأسمال المضاربة، تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت) وبصورة غير محددة مقدما، وبحسب مساهمات حملة الصكوك المختلفة؛

ج- قابلة للتداول طالما أنها تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مخالف للشرع.

ولقد عُرض هذا البديل على مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة لسنة 1408هـ الموافق لسنة 1988 م وبعد الإطلاع على الأبحاث المقدمة في الموضوع جاء قراره رقم 30 (5/4) الذي قرر فيه ما ينبغي أن تكون عليه صيغة صكوك المضاربة[1].

2. **أنواعها:**

ويمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون كالتالي[2]:

أ- صكوك المضاربة المطلقة: حيث إنها لا تكون مخصصة لمشروع معين بل يُخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع.

ب- صكوك المضاربة المقيدة: وتقيد هنا بمشروع معين كالإستثمار في العقارات أو الإستثمار في مصانع أو السيارات أو غيرها.

ج- صكوك المضاربة المستمرة: وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح، وبقاء رأس ماله.

د- صكوك المضاربة المحدودة أو (المُستردة بالتدرج): وتحدِّد هنا الجهة المصدرة تواريخا بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

وتنطوي تحت هذا النوع كل أنواع الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف إسمها من سندات أو صكوك أو شهادات وعلى سبيل الذكر لا الحصر[3]:

- **شهادات الإستثمار الإسلامية:** حيث قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار هذه الشهادات، وهي شهادات استثمار مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، فيقوم البنك بدور المضارب وله من صافي الأرباح 5% و5% تبقى لدعم المركز المالي و90% لأصحاب الشهادات كلٌّ بنسبة ما يملك؛
- **شهادات ودائع الإستثمار:** التي تصدر عن بيت التمويل الكويتي، حيث تعتبر بيت التمويل الكويتي هو المضارب وصاحب الشهادة هو رب المال وهي تقوم على أساس عقد مضاربة مطلق أو مقيد ويتفق على مدتها مع مُشتريها بشرط أن لا تقل عن سنة واحدة ويجوز تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بهذا محدودة الأجل.

---

[1] قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 1988 ، ص:5، [على الخط]، متاح على: www.fiqhacadimy.com

[2] قرة داغي ، **صكوك الإستثمار ودورها في تمويل البنية التحتية**، ص: 415 ، [على الخط]، متاح علىwww.qaradaghi.com

[3] **مرجع سابق**، ص:417.

ثانيا: صكوك المشاركة

تَعتمد صكوك المشاركة بصورة أساسية على عقد المشاركة الجائز شرعا وهي مُشابهة كثيرا لصكوك المقارضة أو المضاربة ولكن الإختلاف الأساسي بينهما يتمثل في أن أصحاب هذا النوع (صكوك المشاركة) لهم الحق في الإدارة مثل الأسهم وتختلف عن هذه الأخيرة (الأسهم) في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة وهي على أنواع[1]:

1. **صكوك المشاركة الدائمة:** وهي تُشبه كثيرا نظام الأسهم الدائمة مع إمكانية دخول المُصدر بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل صكوك للإكتتاب، سواء أكانت الإدارة للمُصدِر أو لحملت الصكوك أو لطرف ثالث محدد[2] ، وتقوم مقام طرح أسهم جديدة حيث يقوم المُصدِر بالتوسع أو إنشاء مشروع موازي فيقوم باعتباره شخصية معنوية بالتكفل بقسط من المال والباقي يطرح للإكتتاب.

2. **صكوك المشاركة المحدودة:** وهي المؤقتة بفترة زمنية محددة، والتي تُحدَّد بفترة زمنية متوسطة وتنتهي أو يتم اطفائها بانتهاء المشروع أو بانتهاء الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية...الخ وتكون نهايتها وفقًا لإحدى الصورتين:

أ- **صكوك المشاركة المُستردة بالتدرُّج:** حيث تُسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويُصرف لحاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من الرصيد الذي لم يُستحق بعد.

ب- **صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتمليك إلى المصدر):** وهنا في نهاية المشروع يقوم المُصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية مثلا عند قيام مشروع حفر منجم، ففي نهاية المشروع يقوم المُصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

ثالثا. صكوك المزارعة: وهي التي يمثل الصك فيها مِلكية مُشاعة لأرض زراعية مرتبطة بعقد مزارعة مع شركة للإنتاج الزراعي تحدد فيه حقوق والتزامات الطرفين، حيث تقوم هذه الشركة بشراء مجموعة من الأراضي وتتكفل بشراء البذور معها من جهة وتجهيزها بالأدوات من جهة أخرى، ثم تُطرح صكوك المزارعة بقيمة الأرض وتجهيزاتها، وتُبرم الشركة اتفاقا مع من يَستصلح الأرض حيث يتم هذا الإتفاق في عقد مزارعة تتولى بموجبه الشركة أعمال الإدارة والمتابعة والمراقبة مقابـــل جزء من الربح، أما عائد مالك الصك فهو حصة من غلة الأرض، وهي تزيد وتنقص حسب الموسم الزراعي وأساليب الزراعة وأسعار السوق وعوامل أخرى عديدة، وتستعمل هذه الصكوك من أجل استصلاح الأراضي الكبيرة التي لا تستطيع استصلاحها مجموعة قليلة من الأفراد وإعمارها بالأساليب الزراعية الحديثة، ويمكن تطبيق هذا النوع من الصكوك على الأراضي التي تستصلحها الدولة أو شركة استصلاح الأراضي وترغب بتوزيعها على الناس

[1] مجموعة أبحاث مقدمة إلى مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بجدة في المملكة العربية بشأن الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، السعودية، جوان 1999، ص:388.

[2] كمال توفيق حطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**، جامعة اليرموك، الأردن، 2007، ص:57.

ضمن برنامج للتنمية الزراعية، فتستصلح الحكومة أرضا مثلا مساحتها عشرة آلاف هكتار وتتعاقد مع شركة زراعية على زراعتها بنصف ما تنتجه من محصول، وفي الوقت نفسه تصدر الحكومة ألف صك أرض مزروعة كل منها يمثل عشرة هكتارات، وتبيع هذه الصكوك في السوق إلى المستثمرين فتحصل الحكومة على ثمن الأرض لتستعمله في مشروعاتها الإنمائية أو في دعم ميزانيتها، وتتوزع الأرباح بحسب نتاج الأرض ويمكن أن تُقاس عليها أيضا صكوك المساقاة[1] ، إلا أن الإختلاف بين صك المزارعة وصك المساقاة يكمن في أن الأرض في هذه الأخيرة تكون مزروعة بشجر مثمر، حيث تقوم مثلا مؤسسة تمويل ما بشراء مزرعة شجر مُثمر ويُقسَّم ثمنها إلى حصص تُصدَر بها صكوكا، تباع إلى الجمهور ثم تتعاقد هذه المؤسسة مع طرف آخر ليقوم بسقي الأشجار والقيام عليها بجزء مَشاع معلوم من الثمر، ويمكن لهذه المؤسسة أن تكون إما شريكة في رأس المال وإما هي العامل بعد بيعها جميع الحصص أو أن تكون قائمة على المشروع مقابل أجر معلوم [2].

المطلب الثاني: الأوراق المالية القائمة على عقود البيع

وفيها يكون العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخر(حملت الصكوك) على عقد البيع من مرابحة وسلم واستصناع وغير ذلك.

أولا. صكوك السلم:

اقترحها الدكتور سامي حمود بديل لأذونات الخزانة، التي تُصدرها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو لتغطية عجز مؤقت في موازنة الدولة، وهي صكوك مُنبثقة عن عملية قائمة على عقد سلم حيث تمثل هذه الصكوك مِلكية جزئية من رأس مال عملية السلم، حيث يكون هنا رأس مال السلم مقسما إلى أجزاء، كل جزء يعبر عنه بصك[3]، والسَلَم هو رأس مال مُعجَّل في مقابل سلعة مؤجلة حيث إن آلية عمل هذه الصكوك تكون بأن يدفع رأس مال السلم من طرف حملت الصكوك لشراء سلعة بسعر متفق عليه على أن تكون هناك جهة ثالثة تقوم بإعادة بيعها وهي هنا وكيل لحملة الصكوك، تُكتب في الصك والفرق بين السعر المتفق عليه وسعر البيع يُعتبر هو الربح أو الخسارة لحملة الصكوك، ومن أمثلتها ما يتم ما بين الجمهور والدولة[4].

---

[1] **مرجع سابق**، ص:58.
[2] محمد تقي العثماني، **الصكوك كأداة لإدارة السيولة**، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، جدة، 2010، ص:15.
[3] عثمان بابكر أحمد، **تمويل القطاع الصناعي وفق صيغ التمويل الإسلامي**، بحث رقم49 ، البنك اسلامي للتنمية، ص:47 .
[4] كمال توفيق حطاب، **مرجع سابق**، ص:58.

ثانيا. صكوك البترول:

وهي صكوك تقوم على بيع السَّلم المعروف فهي تمثل كمية مُحددة من البترول تبيعه الدولة لحامِل الصك، ويُستحق تسليمه في أجل محدد وتُدفع قيمة الصك عند البيع.

مثلا تطرح الدولة في شهر أوت بيع كمية من النفط التي ستقوم باستخراجها من الآبار في آخر شهر ديسمبر مثلا، وتقوم البنوك والمؤسسات المالية بشراء تلك الصكوك النفطية بسعر يتم الإتفاق عليه مسبقا، ولا شك أن هذا السعر يأخذ بعين الإعتبار القيمة السوقية المتوقعة عند التسليم مع هامش ربح متوقع لصاحب الصك.

فمثلا تكون قيمة الصك عشرة آلاف دينار لكمية محددة ومعينة من البترول وتكون مدونة في الصك ولنفرض أن كل صك يمثل عشر براميل، فعند تاريخ استحقاق هذه الصكوك (صكوك السلم النفطية) تقوم الدولة بتوفير الكمية المتفق عليها من النفط وتقدمها للجهة المؤَكَّلة من قبل أصحاب الصكوك (قد تكون وزارة أو تكون هيئة)، فتقوم ببيعها بصفتها وكيلا عن أصحاب الصكوك في السوق العالمية وتوزع قيمة المباع على أصحاب الصكوك نسبة وتناسبا، وقد تكون النتيجة ربحا وقد تكون خسارة على حَسَب السعر السوقي في وقت البيع[1].

كما يمكن للدولة استعمال السلم في أي إنتاج قومي كالقمح أو البترول أو المطاط وغير ذلك من المعادن وغيرها ... وذلك من أجل سد حاجياتها أو من أجل امتصاص الفائض المالي.

ثالثا. صكوك الإستصناع:

وهي صكوك منبثقة عن عملية قائمة على عقد الإستصناع، حيث تُمثل هذه الصكوك ملكية جزئية أو كلية لرأس مال عملية الإستصناع، إذ يكون هنا رأس مال الإستصناع مقسم إلى أجزاء كل جزء يُعبر عنه بصك، ويتم إصدار هذه الصكوك وفق آلية معينة ولتبسيطها نأخذ المثال التالي[2]:

إذا أرادت شركة بحرية (للنقل البحري) زيادة أسطولها من السفن فإنها تُبرم بعقد استصناع مع من يصنع السفن، هذا الأخير الذي يحدد لها المبلغ (المادة الأولية + الأتعاب) فتقوم هذه المؤسسة بإصدار صكوك الإستصناع التي تمثل رأسمال العملية للإكتتاب لدى الجمهور، وبعد الإكتتاب والحصول على الأموال اللازمة يتم إنجاز المشروع (مشروع بناء السفن) وتتعهد هي بشراء المصنوع وفق سعر متفق عليه، أو تتم وفق آلية الإستصناع الموازي، حيث يكون هناك بنك وسيط تُبرم معه مؤسسة النقل البحري على عقد استصناع هذا من جهة، ومن جهة أخرى يُبرم البنك الوسيط مع المُصَنِّع (مصنع السفن) بعقد استصناع موازي يصنع بموجبه السُّفن بالمواصفات التي تطلبها مؤسسة النقل البحري، ثم يطرح البنك صكوكا مجموعها بقيمة العملية وبعد تنفيذ عقد الإستصناع الموازي وذلك بالإنتهاء من الصُّنع، يقوم البنك

[1] ربيع مسعود ومحمد ضيف بن عدنان، **مرجع سابق**، ص:21.
[2] مجموعة من الباحثين، **الجعالة والإستصناع**، معهد البحوث والتدريب، بحث رقم9 ، 2003، ص:41.

ببيعها إلى مؤسسة النقل البحري وهامش الربح يقسَم على أصحاب الصكوك والبنك يأخذ أجـــرة القائم على المشروع، أو يكون له نصيب من الربح باشتراكه في ملكية الصكوك[1].

رابعا. صكوك المرابحة:

وقد اقترحها الدكتور سامي حمود في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984م وذلك بطلب إنشـاء شـركة مساهـمة إسـلامية تمـارس أعـمال الإصدار المختلفة في صناديق المرابحة والإيجار والسلم، على أن يكون الإصدار الأول لصندوق المرابحة [2] التي تُعرف بأنها صكوكا متساوية القيمة منبثقة عن عملية قائمة على عقد المرابحة (المرابحة بأمر الشراء) حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأسمال السلعة المباعة بالمرابحة، إذ يقسَّم رأس مال المرابحة إلى أجزاء متساوية كل جزء يمثل حصة معبراً عنها بصك ويتم إصدارها وفق الآلية التالية [3]:

تتقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشيء المُراد شراؤه، فيقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء وتحديد قيمته (قيمة شرائه) فيَطرَح بذلك صكوك المرابحة مجموعها بقيمة هذا الشيء المراد شراؤه فُتملَّك هذه السلعة لأصحاب الصكوك وبعد ذلك يقومون ببيعها(حملت الصكوك ممثلين فيمن يوكلهم) عن طريق أقساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد والقائم على العملية يكون هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك أجراً من طرف حملت الصكوك لكونه وكيلا عنهم.

المطلب الثالث: الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة

أولا. تعريف صكوك الإجارة:

تقوم فكرة صكوك الإجارة على تحويل التمويل بالإجارة إلى شكل صكوك تمويل، ويعرفها د. مُنذر قحف تحت إسم صكوك التأجير بأنها " وثائق خطية تمثل أجزاء متساوية من أعيان مؤجرة " [4] .

إذن هي صكوك متساوية القيمة مُنبثقة عن عملية قائمة على عقد إيجار، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال العين المُؤجرة، إذ يقسَّم رأسمالها إلى حصص متساوية تُعرف كل حصة باسم صك.

كما تُتيح لحاملها الحصول على دخل الإيجار بمقدار المساهمة التي دفعها، ولقد أقرَّها مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن مُنظمة المؤتمر الإسلامي[5]، ولقد جاء في النقطة الثالثة من هذا القرار أنه يمكن أن تكون هذه السندات لحاملها، ويرى العلماء المعاصرون مما قد سلف في هذه النقطة (لحاملها) أنها تحمل من الجَهالة الكثير وخاصة في هذا النوع من الصكوك، حيث إنه إذا كان الصك الواحد يُمثل شُقة واحدة في عمارة فإن التنازل عن الصك يعني التنازل عن الشُقة والعُرف المعمول به في

---

[1] محمد رأفت سعيد، **عقد الإستصناع وعلاقته بالعقود الجائزة**، ط2، دار الوفاء، 2008 ، ص:34.
[2] سامي مظهر قنطقجي، **أيهما أصلح الربح أم الفائدة**، سلسلة فقه المعاملات، بحث رقم1، 2008، ص:9.
[3] عبد الحليم الجورية، **مرجع سابق**، ص:123.
[4] منذر قحف، **التورق في الشريعة الإسلامية**، بحث مقدم لندوة هيئة المعايير المحاسبية، البحرين، 2004 ، ص:7.
[5] توصيات المؤتمر المنعقد في دورته الخامسة عشر بمسقط (سلطنة عمان) من 14 الى 19 محرم 1415 هـ الموافق لـ6 الى 11 مارس2004 .

هذه الحالة هو تقييد المالِك الجديد في السجل العقاري وتحويل سَند المِلكية إلى إسم المالك الجديد، لهذا يجب أن يكون هذا النوع مما يتم تداوله بالتنازل الإسمي وليس بالمناولة[1].

ثانيا. صور صكوك الإجارة العامة:

ويـمكن لـصكـوك الإجـارة أن تتخـذ صُورا عديدة سَنقتصر على دراسة الصور الأكثر أهمية منها، والتي يمكن تفريع صور أخرى كثيرة عنها [2]:

1. الصورة الأولى وهي أبسط صورة لهذه الصكوك، وهي تقوم على وجود عقار مملوك لشخص واحد يحمل سندا يُمثل مِلكيته للعقار، وهو مُؤجر لطرف آخر هو المُستأجر الذي يدفع للمؤجر أجرة بصورة دورية في بداية كل شهر مثلا، فالسند هنا هو أصل تأجير، ويتضمن هذا السند وصفا دقيقا للعقار، ويمكن بيع هذا العقار دون المساس بحقوق المستأجر ويكون انتقال الملكية بإجراء القيد اللازم في السجل العقاري، مع تبيان أن العين مؤجرة وإظهار مواصفات المستأجر[3].

وكما يمكن أن يكون الصك لعقار يمكن أن يكون أيضا لأي عَين مؤجرة مما تتوفر فيها الشروط الشرعية اللازمة، ويمكن أن تكون الأعيان التي يمثلها الصك شيئًا واحدا مثلا طائرة أو عدة أشياء متجانسة مثل خمس طائرات أو غير متجانسة مثل مبنى بأثاثه، وفي كل ذلك يبقى أهم ما في الأمر أن الصك يمثل ملكية أعيان حقيقية وأن الأعيان مُؤجرة، وتُدر عائدا هو الأجرة منقوصا منها ما يترتب على المؤجر من نفقة.

2. الصورة الثانية وهي مِثل الصورة الأولى مع اختلاف بسيط هو أن مالك العين المُؤجرة يحمل عدة صكوك تأجير بحصص متساوية شائعة من العين وبيعها متفرقة لأشخاص متعددين، فيكون كل صك ممثِلا لحصة شائعة محددة من ملكية العين مثلا 1% أو 10% ويحصل مالك الصك على حصته من الأجرة بالشكل والميعاد الذي ينص عليه عقد الإجارة[4].

3. الصورة الثالثة وهو أن تُشترى العين المؤجرة من طرف وسيط مالي ثم تؤجر ويقوم الوسيط المالي بإصدار صكوك تأجير تُمثل أجزاء متساوية من العين ويساوي مجموعها العين بكاملها[5].

4. الصورة الرابعة وهي شبيهة بسابقتها إلا أن الوسيط هنا يُصبح قائما بالوكالة عن حَملة الصكوك، وذلك بالإدارة وتحصيل الأجرة وتوزيع الأرباح... وذلك مقابل أجر معلوم[6].

5. الصورة الخامسة وهنا تعمد الجهة الراغبة في استئجار العين إلى دعوة الجمهور للإكتتاب بصكوك التأجير، وينص الإكتتاب على توكيل المستأجر شراء العين وقبضها وكالة عن أصحاب

---

[1] عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **الوظائف الإقتصادية للصكوك- نظرة مقاصدية**، ندوة الاصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص:39.

[2] علي أبو الفتح أحمد شتا، **المحاسبة عن عقود الإجارة بالتمليك في المصارف الإسلامية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 60، 2009، ص:77.

[3] عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **مرجع سابق**، ص:41.

[4] عبد الباري مشعل، **الصكوك الإسلامية-رؤية مقاصدية**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص:22.

[5] **مرجع سابق**، ص:23.

[6] سامي بن ابراهيم السويلم، **منتجات صكوك الإجارة**، ندوة الصكوك الإسلامية-عرض وتقويم، جدة، 2010، ص:13.

الصكوك، ثم يُبرم عقد الإجارة بعد القبض بالشروط المتفق عليها في الدعوة للإكتتاب، كما يمكن أن تتم هذه العملية من القبض وعقد الإجارة تحت رقابة طرف ثالث[1].

ثالثا. صور صكوك الإجارة الخاصة:

ولكل صورة من هذه الصور الخمسة أحوالا متعددة حسب طبيعة العين المؤجرة وشروط عقد الإجارة وسنستعرض فيما يلي أهم هذه الأحوال:

1. **حسب مدة الإجارة بالنسبة لعمر العين المؤجرة:**

أ- **الحالة الأولى:** أن يكون عُمر العين المؤجرة أكبر من مدة عقد الإجارة وفي هذه الحالة إما أن تُسترجع العين المؤجرة، وإما أن يُعاد التفاوض في تأجيرها مرة ثانية وهذا ما تقوم به الهيئة المكلفة بإدارة هذه الصكوك سواء كانت بنكا وسيطا أو طرًفا مراقبا.

ب- الحالة الثانية: أن يكون عُمر العين المؤجرة من عمر عقد الإجارة ومن أمثلتها الآلات، وفي هذه الحالة يكون الأجر مرتفعا ويكون الطرفين في غنى عن العين في نهاية المدة وهي شبيهة بالبيع بالتقسيط، إلا أن العين المؤجرة في هذه الحالة بخلاف البيع بالتقسيط لا تؤول ملكيتها في النهاية إلى المستأجر.

جـ- الحالة الثالثة: أن تكون العين المؤجرة مما لا يَفنَى بطبيعته مثل الأرض المُعدة للبناء عليها والمباني، فتتجدد هنا الإجارة تلقائيا ويسمى نوع العقد هنا بالعقود المرادفة [2].

2. **حسب جهة ملكية العين المؤجرة في نهاية العقد:**

أ- **الحالة الأولى:**

أن تباع العين المؤجرة في نهاية العقد[3]، وهذه الحالة تقوم على رغبة مستأجر العين بامتلاك هذه الأخيرة بعد انتهاء فترة الإيجار وهنا [4]:

- إما أن تباع العين المؤجرة في نهاية المدة بسعر يُقيِّم العمر الإنتاجي الباقي لها؛
- إما أن تدفع أجرة متزايدة كل سنة بنسبة معلومة تغطي بها الإجارة والعين معا؛
- إما أن تدفع أجرة مرتفعة بحيث أنها تغطي الإجارة وجزءا من العين، وتكون هنا للأشياء التي تنتهي[5] صلاحيتها في مدة قصيرة مثل الآلات الإلكترونية الحديثة وأجهزة الكمبيوتر، وتسمى صكوك الإجارة المتناقصة، وتباع بعد ذلك بسعر رمزي أو تُقدم كهِبة.

ب-**الحالة الثانية:**

أن لا يأخذها لا المستأجر ولا المؤجر، وذلك بسبب نهاية صلاحيتها وعدم جدواها.

---

[1] **مرجع سابق**، ص:14.
[2] علي أبو الفتح أحمد شتا، **مرجع سابق**، ص:78.
[3] حسن الأمين، **الإجارة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 27، 2008، ص:26.
[4] **مرجع سابق**، ص:41.
[5] منذر قحف، **الإجارة المنتهية بالتمليك وصكوك الأعيان المؤجرة** ، بحث مقدم لدورة المجمع الفقه الإسلامي الدولي الثاني عشر، الرياض، 21 إلى27 /09، ص: 41.

رابعا. أنواع صكوك الإجارة:

لصكوك الإجارة ثلاثة أنواع، إما أعيان مؤجرة أو منافع مؤجرة أو خدمات مؤجرة[1]:

1. **صكوك الأعيان المؤجرة:**

وهي تمثل صكوك ملكية لعَين قد تكون أرضا أو عقاراً أو آلة... الخ وتكون العين المملوكة مؤجرة فهي تُدر عائدا محددا في عقد الإجارة، إذن هي صكوك متساوية القيمة يمثل مجموعها قيمة الشيء المؤجر.

2. **صكوك إجارة الخدمات:**

وهي صكوك متساوية القيمة تمثل عددا متماثلا من وحدات خِدمة موصوفة، تُقدم من مُلتزِمها لحامل الصك في وقت مستقبلي محدد، وهي تصلح للجهات الحكومية التي تقدم خدمات معينة للمواطنين بمقابل مثل الخدمات الصحية وخدمات الهاتف والتعليم الجامعي، وغيرها من الخدمات العامة، ففي هذه الحالة يمكن لتلك الجهات الحكومية إصدار صكوك خَدمات يَستحق حاملها في الأجل المحدد الحصول على الخدمة الموصوفة في الذمة مقابل تعجيل ثمنها عند شراء الصك وبذلك فإن المواطن المُستثمر في صكوك إجارة الخدمات يستفيد من انخفاض ثمن الخدمة المدفوعة مقارنة بثمنها عند حلول الأجل، إضافة إلى ما تستفيده الدولة من توفير للسيولة، ويمكن أن تستعملها الدولة لسد عجز في ميزانيتها ومن أمثلتها[2]:

أ- صك يمثل خدمة نقل شخص واحد في طائرة من بلد معين إلى بلد معين.

ب- صك يمثل خدمة معدات مؤسسة الهاتف في مكالمات داخلية أو خارجية بِعدد وحدات هاتفية محدد.

ج- صك يمثل حِصصا تعليمية محددة في جامعة...

3. **صكوك إجارة المنافع:**

وهي تمثل ملكية مَنافع أَعيان موصوفة بالذمة مستأجرة بموجب عقد إجارة تُسلم لحامل الصك في الميعاد المضروب لاستيفاء منافعِه المملوكة له، وهي تشبه الصكوك السابقة إلا أن المملوك هنا هو مَنفعة، كمنفعة عقار مستأجر والمملوك في النوع السابق خِدمة، وهنا يملك حامل الصك استيفاء هذه المنافع في وقت محدد في المستقبل، وينتفع بائع الصك بقيمته مقابل تسليم العقار لحامل السند في المستقبل لاستيفاء منافعه ويستطيع مالك الصك بيعه لطرف آخر فيكون بذلك مؤجِّرا لما استأجَر[3].

ومن صوره أن تبيع الدولة مثلا [4] صكوك منفعة (المنفعة تتمثل في الإيجار) إذ يستأجر حملت هذه الصكوك منازلا لمدة عشرين (20) سنة مثلا، وتدفع قيمة الصكوك بقيمة إيجار المباني لعشرين

---

[1] محي الدين القره داغي ، **الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ،العدد السابع.،2007، ص:130.

[2] منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية – دراسة حالة الكويت ، البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، بحث رقم 39 ، 2009، ص:48 .

[3] منذر قحف، **سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل** ، بحث مقدم للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويت، 2 نوفمبر1998 ، ص:8.

[4] منذر قحف، **تمويل العجز في الميزانية من وجهة نظر إسلامية**، مرجع سابق، ص:58.

سنة، ثم تقوم الدولة بإيجار تلك المنازل وكالة عن حملة الصكوك ويقوم المستأجر النهائي بدفع أجرة شهرية، هذه الأجرة تُعطَى لأصحاب الصكوك وفقا لما جرى الإتفاق عليه بينهم وبين الدولة بالإضافة إلى ذلك، هناك صكوك موجهة للربح الإجتماعي أكثر منها للربح المادي نذكر منها[1]:

صكوك القرض الحسن: فلا يكون الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما تُستخدم لتمويل حاجات عامة، وتصدر عن الحكومة أو البنك المركزي، لدعوة الأفراد القادرين للقيام بدورهم الإجتماعي، كما يمكن أن يبيعها البنك المركزي لبعض البنوك، كما يمكن أيضا أن تُصدرها بعض البنوك وتخصص مواردها للقرض الحسن، وهي صكوك لا تَستحق عائداً، لأن الزيادة عن القرض ربا محرم، ويضمن مَصدر صكوك القرض الحسن– سواء كانت الحكومة أو البنك المركزي أو البنوك قيمتها عند انتهاء الأجل، وسنلحظ دوراً مهما لها في توفير بعض الاحتياجات التمويلية الحكومية.

وصكوك القرض الحسن أداة تمويلية ليس لغرض الإنماء، وإنما لتحقيق أغراض اجتماعية وإنسانية وتكافلية، أما الصكوك الأخرى– غير القرض الحسن – فغايتها الحصول على الربح من استثمار مواردها اقتصادياً، وهكذا تتسع أغراض الصكوك لتشمل الأغراض الاجتماعية والتكافلية بجانب هدف الحصول على الربح[2].

[1] عبد الملك منصور، **العمل بالصكوك استثمارية الإسلامية والحاجة الى تشريعات جديدة**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009، ص:39.

[2] قيصر عبد الكريم الهيتي، **أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)**، دار رسلان للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص:27.

المبحث خامس: أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

يمكن إيجاز عناصر الإختلاف الأساسية بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية في النقاط التالية [1]:

1.السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المَدين مُصدر الصك لصالح دائنه (حامل الصك) فالعلاقة بينهما علاقة مُداينة، وأما الصكوك الإستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمُصدر هي علاقة المشاركة وليست علاقة المداينة.

2. السندات تحدَّد لها فائدة ثابتة أو متغيرة من زمن إلى آخر، ولذلك صدرت قرارات المجامع الفقهية بحرمة السندات لأن تلك الفائدة هي الربا المحرم، وأما صكوك الإستثمار فليست لها فائدة ثابتة أو متغيرة، وإنما الأمر فيها إذا تحقق لها الربح فهي تأخذ نصيبها منه، وإذا خسرت الشركة فإن الموجودات التي يمثلها الصك الإستثماري قد قلَّت، أي أن الصك الإستثماري يخسر بنسبة نَصيبه من الخسارة.

والخلاصة أن الصك الإستثماري يتأثر بموجودات المشروع سِلباً وإيجاباً، ربحاً وخسارة، في حين أن السند لا يتأثر بأي شيء، وإنما يأخذ صاحبه أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها[2].

3. عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الإستثماري فليس له الأولوية، وإنما تُصرف له نسبته مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع مِلك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم .

ويمكن تلخيص أهم نقاط المقارنة بين صكوك الإستثمار الإسلامية والسندات التقليدية في الجدول التالي:

[1] وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، **مرجع سابق**، ص:32.

[2] يوسف بن عبد الله الشبيلي، **الضوابط الشرعية لتداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص: 13.

جدول رقم (02): المقارنة بين صكوك الإستثمار الإسلامية والسندات التقليدية

عناصر المقارنة	صكوك الإستثمار الإسلامية	السندات التقليدية
1- الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة ويعتبر من الإستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل.	قرض ربوي بفوائد ثابتة ويعتبر من الإستثمارات طويلة الأجل.
2- آلية الإصدار	الإكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية.	الإكتتاب العام.
3- التداول	قابليتها للتداول باستثناء صكوك السلم والإستصناع.	قابليتها للتداول.
4- الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع إنما طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة.	الفوائد دورية ومحددة سلفا.
5- القابلية للتحول إلى أسهم.	غير قابلة للتحول إلى أسهم لأن الصكوك عبارة عن مشاريع قائمة.	قابيلة للتحول إلى أسهم.
6- إلتزامها بالضوابط الشرعية	من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.	لا يوجد التزام بأحكام الشريعة الإسلامية.
7- التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم " أرباب المال".	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لمالكي السندات لتمثيلهم مع الجهة المُصدرة للسندات بإعتبارهم " مقرضين".
8- ضمان رأس المال	لا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ويمكن شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طريق العقد.	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفقا للمنصوص عليه في نشرة الإصدار.
9- إطفاء	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال	يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال

	سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها.	سنوات الإصدار وفقا للمنصوص عليه في نشرة الإصدار.

خلاصة الفصل:

تم دراسة الصكوك الإسلامية كأوراق مالية شرعية من حيث إطارها المفاهيمي المرتبط بماهية التصكيك والصكوك الإسلامية لغة واصطلاحا، ثم خصائصها وأهمية وأهداف صناعة الصكوك الاسلامية.

ثم قمنا بدراسة مراحل آلية عمل اصدارا الصكوك الإسلامية، من حيث مُصدر الصك، وكيل الصك..، ثم قمنا بتناول الضوابط الشرعية التي تحكم هيكل الصكوك إصدارا وتداولا، أيضا تناولنا أنواع الصكوك الإسلامية وتصنيفها وفق أساليب التمويل الإسلامي إلى عقود الشراكة وعقود البيع ثم عقود الإجارة، ثم توصلنا الى أن الصكوك الإسلامية هي البديل المناسب على أساس أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

ومن أهم النتائج التي توصلنا إليها في هذا الفصل مايلي:

- تعتبر الصكوك الإسلامية من حيث خصائصها بدائل شرعية مناسبة للمعاملات المحرمة للسندات الربوية.
- فيم يخص تعريف الصكوك الإسلامية، حسب ما جاء في المعيار الشرعي رقم 17: هي 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 الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.
- يمكن تلخيص خصائص الصكوك الإسلامية في النقاط التالية:

- تمثل ملكية حصة شائعة في الأصول.
- لها قيمة إسمية محددة.
- تصدر بفئات متساوية القيمة.
- قابلة للتداول من حيث المبدأ: معناه أنه هناك صكوك قابلة للتداول، مثل صكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الإجارة، وأنواع غير قابلة للتداول، مثل صكوك البيوع، علماً أنه يمكن تداولها في لحظة معينة وتحديداً عندما تمثل الصكوك بضاعة، أما عندما تتحول إلى دين في ذمة الغير فلا يصح تداولها.
- عدم قبول التجزئة.
- إستحقاق الربح وتحمل الخسارة.
- تحمل أعباء الملكية.
- تصدر على أساس عقد شرعي: أي تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة، التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله.

- فيم يخص أنواع الصكوك الإسلامية تم تصنيفها وفق أساليب التمويل الإسلامي وهي تنقسم إلى ثلاث مجموعات:

أ- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الشراكة والتي تكون فيها العلاقة بين المُصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة وتصنف الى:

- صكوك المقارضة أو المضاربة.
- صكوك المشاركة.
- صكوك المزارعة.
- صكوك المساقاة.

ب- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود البيع، وفيها يكون العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخر(حملت الصكوك) على عقد البيع من مرابحة وسلم واستصناع وغير ذلك.

ج- الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الإجارة، وهي صكوك متساوية القيمة مُنبثقة عن عملية قائمة على عقد إيجار، حيث تمثل هذه الصكوك ملكية جزئية من رأس مال العين المُؤجرة، وتصنف إلى:

- صور صكوك الإجارة العامة.
- صور صكوك الإجارة الخاصة.
- صكوك الأعيان المؤجرة.
- صكوك إجارة الخدمات.
- صكوك إجارة المنافع.

الفصل الثالث :

دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام

تمهيـــد:

لقد بعث الله سبحانه وتعالى محمد بن عبد الله صلى الله عليه وسلم رحمة للعالمين، وقد شاءت حكمة الله أن يكون الإسلام خاتم الأديان السماوية بأحكامه ومنهجه وأخلاقه التي أصبحت شموعا مضيئة للحضارة الاسلامية، مشيدة بذلك إقتصاداً متينا أساسه الكتاب والسنة، ولعل من أهم مفردات التمويل الإسلامي في هذا الجانب الإستثمار الحقيقي ذو الأساليب المختلفة في صفتها وثمارها والآثار المترتبة عليها.

ويعد التمويل المستدام ومن ثم الإستثمار الحقيقي أحد دعائم التنمية المستدامة، ولا سيما في البلدان النامية لما يؤدي إليه من زيادة طاقة البلد الإنتاجية، وأنه من الوسائل الفعالة في تغيير بنية الإقتصاد القومي لصالح تعديل الإختلالات الهيكلية فيه، فضلا عن أنه بزيادة حجمه يزيد معدل النمو الإقتصادي عبر زيادة القيمة المضافة والإنتاجية واستدامة تشغيل القوى العاملة.

إن حكمة التشريع الإسلامي في مجال التمويل لا تتضح إلا بمعرفة وظيفة التمويل في النشاط الاقتصادي، وبدون ذلك سيكون من الصعب إدراك حقيقة التمويل الإسلامي وأهدافه، وسمو الشريعة الإسلامية في تنظيمه على النحو الذي جاءت به.

ومن الممتنع أن يكون التمويل الإسلامي الذي نزلت به الشريعة الغرّاء أقل كفاءة وأقل جدوى من التمويل الربوي، فهذا يناقض أصل الإيمان بكمال هذه الشريعة المطهرة وسموها فوق كل النظم الأرضية، وإنما فلسفة التمويل الإسلامي تكمن في الربط المباشر بين التمويل وبين الهدف المراد إستخدام التمويل لأجله، ولأجل ذلك سنتطرق في هذا الفصل إلى دراسة دور صناعة الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام، حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل المستدام

المبحث الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تطوير كفاءة التمويل المستدام

المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تطوير فعالية التمويل المستدام

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل المستدام

إن الهدف من التمويل المستدام أساسا هُو تسهيل المبادلات والأنشطة الحقيقية، فالنشاط الحقيقي وهو التبادل إما بغرض الإستثمار أو الإستهلاك، هو عِماد النشاط الاقتصادي، والخطوة الأولى نحو تنمية الثروة وتحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع دون استثناء، فلو كان الأفراد يملكون المال اللازم لإتمام هذه الأنشطة لما كان هناك مبرر للتمويل، وإنما تنشأ الحاجة للتمويل إذا وُجدت مبادلة نافعة لكنها متوقفة بسبب غياب المال اللازم لإتمامها[1].

فالتمويل المستدام والذي يكون بالكيفية المناسبة وفي الوقت اللازم، في هذه الحالة يحقق قيمة مضافة للإقتصاد لأنه يسمح بإتمام نشاط حقيقي نافع لم يكن من الممكن إتمامه لولا وجود التمويل، فالتمويل المستدام يحقق وظيفة مهمة في النشاط التنموي، هي تسهيل وتشجيع المبادلات والأنشطة الحقيقية التي تولِّد القيمة المضافة للنشاط التنموي سواءً اقتصادي أو اجتماعي أو بيئي، وهذا هو مصدر تنمية الثروة وتحقيق الرفاه الإقتصادي، وفي مقابل هذه الوظيفة يستحق التمويل عائدًا ينبع من القيمة المضافة التي يحققها، وبدون هذه القيمة المضافة لا يوجد مبرر أصلاً لعائد التمويل، بل يصبح هذا العائد تكلفة محضة وخسارة على النشاط الاقتصادي[2].

المطلب الاول: ماهية التمويل المستدام

لكل بلد في العالم سياسة اقتصادية وتنموية يتبعها أو يعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية الإجتماعية والتنمية المستدامة لأفراده، وتتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط العريضة لها والمتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية الفعالة وذات القيمة المضافة في المجتمع وذلك حسب احتياجات وقدرات البلاد التمويلية.

ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع، ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دور فعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها[3]:

- توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة؛
- تحقيق التنمية المستدامة للبلاد؛
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة؛
- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمـــع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن، العمل...).

[1] joiler mokaivo، **وجها العولمة المالية**، مجلة صندوق النقد الدولي للتمويل والتنمية، مارس 2007 ، ص: 17.
[2] سامي بن ابراهيم السويلم، **مقالات في التمويل الإسلامي**، الوراق للنشر والتوزيع، 2010، ص:8.
[3] محمد الشحات الجندي، **التعامل المالي والمصرفي المعاصرمن منظور اسلامي**، دار الفكر العربي، مصر، 2008، ص:18.

أولا. مفهوم التمويل المستدام:

إن النظرة المعاصرة للتمويل المستدام هي الحصول على الأموال واستخدامها لتشغيل أو تطوير المشاريع الفعالة ذات القيمة المضافة في المجتمع والتي تتوزع ثمارها على كل مستويات التنمية الإقتصادية والإجتماعية والبيئية وفق مفهوم الإستدامة المعاصر، والتي تتركز أساساً على تحديد أفضل مصدر للحصول على أموال من عدة مصادر متاحة بالأسلوب والشروط المناسبة، ففي الإقتصاد المعاصر أصبح التمويل يشكل أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال خاصة لحظة تمويل رأس المال المنتج[1].

وكذلك يُعرَّف على أنه: توفير المبالغ النقدية اللازمة وفق اجراءات كُفأة وفعالة بما يضمن استدامة دفع وتطوير المشاريع الخاصة والعامة التي تخدم الأهداف الإنمائية للمجتمع[2].

وبصفة عامة يتمثل التمويل المستدام في كافة الأعمال التي يترتب عليها كفاءة تعبئة الموارد في الوقت المطلوب ووفق الحاجة المطلوبة، واستثمارها في مشاريع تنموية حقيقية مختلفة تساعد على تعظيم القيمة المضافة في المجتمع المتوقع الحصول عليها مستقبلا ورفع مستوى المعيشة في ضوء النقدية المتاحة حاليا للإستثمار والعائد المتوقع الحصول تحقيقه منه، مع كفاءة الإجراءات المعمول بها المضبوطة بمعايير الشفافية والفعالية في مواجهة المخاطر والدورات الإقتصادية عن طريق استدامة الإستقرار المالي[3].

كما يُعرَّف أيضاً التمويل المستدام بالتمويل الأخضر الذي يُعنى باستدامة تمويل المشاريع البيئية والإقتصادية والإجتماعية التي تحفظ الثروة للجيل الحالي والأجيال اللاحقة، عن طريق كفاءة ضمان تعبئة المدخرات وفعالية توجيه الإستثمارات نحو مشاريع القيمة الحقيقية مثل البنية التحتية والطاقات المتجددة والبيئية...، فالتمويل المستدام يهدف بالدرجـــــة الأولى إلى حل مشكلة توليفة الكساد التي تجمع بين نضوب التدفقات المالية إلى الإقتصادات الناشئة والنامية، وتراكم احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي[4].

من خلال هذه التعاريف يمكن استخلاص أن التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الإقتصادية والتنموية والبيئية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها، إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب، فالهدف منه هو ضمان استدامة تمويل الخطط التنموية التي تسعى لتحقيق الأهداف الإنمائية حاليا ومستقبلا، بالصيغة التي تضمن مصالح الجميع.

---

[1] سامي بن ابراهيم السويلم، **مرجع سابق**، ص:7.

[2] John M Botten ، **إصلاح النظام المالي العالمي**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد7، 2007، ص:53.

[3] David Dolor and woo Chang ، **نقص الإنتفاع برأس المال**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي،العدد8، جوان2007، ص:30.

[4] Gean Bisani and Indhira Santos، **إعادة تشكيل الإقتصاد العالمي**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس2009، ص:3.

ثانيا. خصائص التمويل المستدام:

1. **الكفاءة التمويلية:** سلامة الإجراءات والأهداف سواء من ناحية تخيُّر المصادر المالية المتاحة والمرتبطة بالملكية الحقيقة، أو من ناحية الأهداف والمشاريع الإنمائية محل التمويل على أساس القيمة المضافة الحقيقية[1]؛

2. التمويل المستدام قائم على معايير ومؤشرات موضوعية مرتبطة بالقدرة التنافسية والكفاءة التشغيلية للمشروع طالب التمويل، بالإضافة إلى الكفاءة التشغيلية والفعالية في تعبئة المدخرات وتوجيه الإستثمارات نحو المجالات التي تخدم الأهداف التنموية في المجتمع[2]؛

3. الإستقرار المالي والأمن من المخاطر المفتعلة نتيجة المراهنات والمقامرات في الأسواق المالية العالمية، ومقاومة الأزمات المالية والدورات الإقتصادية بالشكل الذي لا يؤثر على خطط التنمية واستمرارية تنفيذ الأهداف الإنمائية[3]؛

4. يجب أن يمتلك التمويل المستدام صفة الإستثمار الحقيقي في المشاريع الإنمائية ذات القيمة المضافة في المجتمع سواءًا الإقتصادية أو الإجتماعية أو البيئية [4]؛

5. تطبيق نظام الأولويات الإنمائية أثناء تخطيط تنفيذ المشاريع التنموية، منها مشاريع البنية التحتية، مشاريع الطاقة والإنتاج النظيف، المشاريع الإجتماعية...[5].

ثالثا. أهداف التمويل المستدام:

هناك مجموعة من الأهداف وُضع نظام التمويل المستدام لتحقيقها نذكر منها:

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها نحو القطاعات الإقتصادية المختلفة على أسس تنافسية كفؤة؛

2. جذب الإستثمارات الأجنبية لتُسهم في تسريع عملية التنمية المستدامة وتقليص الإعتماد على الإقتراض الخارجي؛

3. المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والإستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والإقتصاد الكلي على حدٍ سواء؛

4. تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الإقتصاد؛

5. تمويل خطط التنمية المستدامة وذلك بمساعدة حكومات الدول على الإقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية، وبالتالي تعزيز قاعدة التمويل الذاتي والإسراع بمعدلات النمو الإقتصادي المستدام لديها[6]؛

---

[1] سامر مظهر قنطقجي، **ضوابط الاقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات المالية**، دار النهظة، دمشق، 2009، ص:46.
[2] **مرجع سابق**، ص:47.
[3] مبارك بن سليمان آل سلمان، **مرجع سابق**، ص:792.
[4] قيصر عبد الكريم الهيتي، **مرجع سابق**، ص:294.
[5] **نفس المرجع** بتصرف، ص:295.
[6] **مرجع سابق**، ص:42.

6. توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة؛

7. القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الإستثمارات ذات الآجال المختلفة وذات القيمة الحقيقية المضافة في المجتمع؛

8. المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الإقتصاد من خلال استدامة تمويل الفرص الإستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي وبالتالي تعزيز الرفاهية الإجتماعية؛

9. كما يشجع التمويل المستدام المؤسسات المالية في إعداد منتجات في مجالات جديدة تشمل الطاقة المتجددة، وكفاءة الطاقة، والتمويل متناهي الصغر، والتمويل الموجه نحو النساء، وإسكان محدودي الدخل، ويعزز التمويل المستدام تحقيق قَدر متعاظم من الشفافية والتنمية المستدامة اللتين تكفلا تحقيق نطاق كبير من الفوائد والمزايا لأنشطة الأعمال ومساعدة البنوك في الأسواق الصاعدة على التميز في مجال المنافسة[1].

فالتمويل بالصكوك الإسلامية يعتمد على معدلات المشاركة المتنوعة والمرتبطة بالديناميكية الإقتصادية الحقيقية، في حين يعتمد التمويل التقليدي على آلية الفوائد الربوية المسبقة التي تنمي الإقتصاد الوهمي الذي لا يرتبط في كثير من الحالات بالإقتصاد الحقيقي، ومن ثم فهو يعد من بين العوامل الأساسية للأزمات والتقلبات الإقتصادية الدورية، وبينت الأزمة المالية الحالية للنظام المصرفي والمالي التقليدي حجم الخسائر في الأصول المالية والتي تقدر بأكثر من 50 ألف مليار دولار، وتحولت إلى أزمة اقتصادية بدأت بحالة من الركود والكساد، وقد ظهرت أهمية التمويل الإسلامي عبر الصكوك الإسلامية وكفاءتها في استدامة التنمية من خلال ربط الإقتصاد الحقيقي بالإقتصاد المالي في احتواء الأزمات المالية والإقتصادية والدورات المرتبطة بها[2].

المطلب الثاني: التمويل المستدام وكفاءة السوق المالية

أولا. مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

تعددت التعريفات التي وضعها الباحثون عن سوق الأوراق المالية الكفؤة إلا أنها تحمل جميعَها تقريبـاً نفس المعنى، حيث تم تعريف السوق ذات الكفاءة بأنها السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية، وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها[3].

---

[1] Sanjef Joupita and Cathrine Batellelo ، **جعل التحولات تعمل لصالح افريقيا**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، العدد9، سبتمبر 2007، ص:40.

[2] John M Botten ، **مرجع سابق**، ص:52.

[3] الدلقاوي، **كفاءة السوق المالية**، دار الإيمان للنشر والتوزيع، 1981، ص:128.

ونقول إن أسواق المنتجات المالية سواءًا أسهم أو صكوك تتسم بالكفاءة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية لهذه المنتجات، وحيث وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية فإنه لابد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها.

يتميز سوق الأوراق المالية الكفؤ بالخصائص التالية [1]:

1. عدم وجود قيود على التعامل كتكاليف المعاملات أو الضرائب، الأمر الذي يوفر المنافسة الكاملة في السوق وبالتالي عدم وجود قوة احتكارية متمثلة في الشركات القابضة؛
2. كفاءة التشغيل: فلابد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير؛
3. كفاءة الأسعار: أي أن سعر الورقة المالية يتم بناءًا على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات؛
4. الأمن: أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر؛
5. العقلانية: إتصاف المستثمرين بالرشد حيث يجب أن يكون المتعاملون في السوق يهدفون إلى تحقيق الربح، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من استثمار ثرواتهم[2]؛
6. وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم؛
7. أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف؛
8. للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم بسهولة ودون شروط ؛
9. توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة وبسعر محدد ومعروف، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر المُنتج المالي بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية[3].

ثانيا. دور سوق الأوراق المالية في التمويل المستدام:

تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال "مدخرات" إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، وقد وُجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتشبع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الإقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

مما سبق يمكن القول أن التمويل المستدام يستمد أهميته من أهمية سوق الأوراق المالية الكُفأ و الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة غير محدودة في الإقتصاد القومي، تؤثر

[1] سمير عبد الحميد رضوان، **مرجع سابق**، ص:25.
[2] **نفس المرجع**، ص:58.
[3] طه سمور، **مرجع سابق**، ص:58.

في مختلف جوانب التنمية المستدامة من الإقتصادية والإجتماعية والبيئية ومجالاتها طبعا إذا توفرت بعض الشروط والمعايير الموضوعية، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يُحدث بالتالي آثاراً جديدة.

كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الإقتصاد القومي، وتحوله من مـال عاطـل خامل إلى رأسمـال موظف وفعـال في الـدورة الإقتـصاديـة، وذلـك من خـلال عـمليـات الإستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: إشكالية ضعف الكفاءة الإقتصادية لنظام التمويل التقليدي

أولا. مشكلة الربا والمديونية:

المعروف أن الوساطة المالية أساس التمويل التقليدي القائم على الفوائد المُسبقة المضمونة كما هو حال السندات، فالبنك أو الحكومة تقترض بفائدة من وحدات الفائض وتُقرض بفائدة أعلى منها لوحدات العجز، ومن الفرق بين الفائدة الدائنة والمدينة يُحقق البنك فائدة تشكل تكلفة يتحملها المستثمر والمودع، ومن هنا يتضح الأثر الاقتصادي للربا أو القرض بفائدة، فالفائدة الربوية تسمح بفصل التمويل عـن النشـاط الإقتـصادي، فيصبح التمويل نشاطًا ربحيا دون أن يكون له ارتباط مباشر بالتبادل الحقيقي، حيث يمكن للقرض أن يولد عائدًا مقابل التمويل دون أن يكون له صلة مباشرة واتصال عضوي بنشاط يولد قيمة مضافة[1].

فماذا يترتب على ذلك؟

يترتب على ذلك أن يصبح معدل نمو المديونية منفصلا ومستقلا عن معدل نمو الناتج الحقيقي، وحيث إن نمو المديونية في هذه الحالة لا يخضع لمقتضيات النشاط الحقيقي، فإن المديونية تأخذ في النمو والإزدياد بدرجة أسرع من نمو الاقتصاد الحقيقي، حتى تتفاقم المديونية وتصل إلى درجة لا يمكن معها الوفاء بهذه الديون، وتصبح من ثم الفوائـد على هذه الديون الهائلة نزيفا مستمراً في الإقتصاد وعبئا ثقيلا على الدخل[2].

وهذا هو الحاصل اليوم في الدول الصناعية والنامية على السواء، فديون الحكومة الأمريكية تتجاوز اليوم 8 تريليون دولار، وهو ما يتعذر الوفاء به في المدى المنظور، وتستهلك الفوائد على الدين أكثر من 400 مليار دولار سنويًا، أما الدول النامية فبحسب إحصائيات الأمم المتحدة فإن نسبة الفوائد أو ما يسمى خدمة الدين تتجاوز لبعض الدول الفقيرة 70 في المائة من صادراتها التي تمثل المصدر الأهم

[1] سامي بن ابراهيم السويلم، **مقالات في التمويل الإسلامي**، مرجع سابق، ص:18.
[2] **نفس المرجع** بتصرف، ص:19.

للعملة الصعبة ومن ثم الرافد الأهم للدخل القومي فيها، كما يتجاوز مجموع إنفاق دول القارة الأفريقية على خدمة الديون مجموع إنفاقها على الرعاية الصحية[1].

أي أن التمويل بدلا من أن يكون عاملًا مساعداً لزيادة الدخل وتحقيق الرفاهية، أصبح في ظل نظام الفائدة عبئًا عليه وسببًا لتدهور المستوى المعيشي، وبدلا مِن أن يكون التمويل خادماً للنشاط الإقتصادي أصبح النشاط الإقتصادي خادماً للتمويل[2].

وعائد التمويل في الأصل يُفترض أن يكون من القيمة المضافة التي يُسهم في تحقيقها من خلال التبادل والتعاملات الحقيقية، ولكن مع النمو غير المنضبط للمديونية، يصبح عائد التمويل أكبر بكثير من نصيبه في القيمة المضافة، وهذا ما يجعل التمويل عاملاً سلبيًا في النمو الاقتصادي، بدلا من أن يكون عاملا إيجابيًا[3].

وبطبيعة الحال، ما لم يتم تصحيح هذا الوضع بشكل أو بآخر، فإن مآل الإقتصاد سيكون الإختناق تحت وطأة هذه الديون، فالنمو المخيف للمديونية الأمريكية يمثل تهديداً مباشرا للدولار، إذ ما لم يتم استدراك الوضع بشكل أو بآخر فإن قيمة الدولار مهددة بالإنهيار، كما أن التاريخ قد شهد العديد من الحضارات التي كانت أعباء الديون الثقيلة أحد أهم الأسباب وراء سقوطها واندثارها، إما بالثورات أو بالحروب الطاحنة[4].

فالربا عامل رئيسي وراء الحروب التي تسعى من ورائها الدول الغارقة في المديونية النجاة من وطأة ديونها عبر الإستيلاء على ثروات الأمم والشعوب الأخرى (وما حرب العراق الأخيرة إلا أحد الأمثلة على ذلك)، ولكن أعباء الحرب ونتائجها السلبية قد تُفاقم من وضع الدول الغازية، فتكون قد سعت لحتفها بنفسها[5].

ثانيا. الآثار السلبية لنظام التمويل التقليدي على التمويل المستدام:

إنَ لهـذه الوساطة والتمويل المُقدم من خلالها مثلما تقدَّم، جملة من الآثار السلبية البالغة الخطورة، نذكر منها:

– إن التمويل التقليدي يؤدي إلى تركز الثروة؛ فالأموال في ظل هذه العلاقة، تسير باتجاه الوحدات التي تكسب دائما؛ أي الوحدات التي تُقرض بفائدة، ويقع الضرر على وحدات العجز التي تلتزم بردّ القروض مع الفوائد سواء كنات قروض استهلاكية أم انتاجية، وسواء ربحت هي من استغلال هذه الأموال أم خسرت، فالتمويل التقليدي يؤدي إلى تمركز الملكية على خلاف التمويل الإسلامي الذي يسعى لتوسيع قاعد الملكية[6]؛

---

[1] موقع قاعدة بيانات البنك الدولي [على الخط]،متاح على : www. Worldbank.org، (تاريخ الاطلاع 15ديسمبر 2011).
[2] درويش صديق جستينة، **الفائدة والربح وأدوات التمويل الإسلامية**، بحث غير منشور، جامعة الملك عبد العزيز، 1995، ص:37.
[3] **مرجع سابق**، ص:38.
[4] قيصر عبد الكريم الهيتي،**مرجع سابق**، ص:250.
[5] سامي بن ابراهيم السويلم، **مقالات في التمويل الإسلامي**، مرجع سابق، ص:4.
[6] صالح صالحي وعبد الحليم غربي، **كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية**، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والحوكمة العالمية، سطيف، الجزائر، 2009، ص:790.

– إن التمويل التقليدي يُسهم في ارتفاع تكاليف الإنتاج، وهي التكاليف التي يدفعها المستثمر للمموِّل الوسيط وينتقل عِبئها للمستهلكين عبر الأسعار، وإذا عرفنا بأن التمويل وظيفة أساسية؛ فهذا يعني أن آلية التمويل التقليدي مصدر رئيسي من مصادر التضخم الذي يُعرف بتضخم دفع التكلفة، ولن تستطيع السلطات النقدية الحدّ من هذا التضخم حتى وإنْ استخدمت سعر الفائدة كأداة لتحقيق الإستقرار السعري[1]؛

– إن التمويل التقليدي يُرحِّل كل مخاطر النشاط الإقتصادي إلى فئة من المستثمرين، بعد أن يحتاط لمُخاطرة الإقراض بالضمانات الكافية، ولأجل ذلك فالنشاط الإقتصادي يكون رهين حالة التفائل أو التشاؤم التي تسيطر على المنظمين، وهو أمر تسبَّب في الدورات الإقتصادية في أحيان كثيرة، ولو اشترك جميع الأطراف في تحمُّل مخاطرة النشاط الإقتصادي كما في المشاركة والمضاربة؛ فإن ذلك يؤدي إلى تحقُّق الحوافز الملائمة للإستثمار، وهذا ما جعل المدرسة الألمانية تُميِّز بين رأس المال الخامل (الربوي) ورأس المال النشيط. إن الكفاءة الإقتصادية والمسؤولية الإجتماعية تستدعي وجود هذا النوع من رأس المال الذي يتحمَّل المخاطرة[2]؛

– إنَّ التمويل التقليدي يمثِّل عقبة أمام الإستثمار الحقيقي، والمنظِّم كما أكَّد على ذلك" كينز" الذي يُفاضل بين تكلفة التمويل ممثَّلة في سعر الفائدة والكفاءة الحدية للإستثمار أو الربح الذي يُتوقَّع الحصول عليه من العملية الإستثمارية، وعندما لا يكون الفرق بين الكفاءة الحديَّة للاستثمار وسعر الفائدة كافيا لإقناع المنظِّم؛ فإنه لن يستثمر في المشروع، وهذا يعني أن الفائدة أصبحت قيداً مؤسَّسِيا مسبقا على الإستثمار الحقيقي والطاقة الإنتاجية التي ترتهن به؛[3]

– إنَّ التـمويل التقليدي ينتقل باتجاه وحدات الفائض التي تستطيع تقديم الضمانات المالية الكافية، أما المستثمر الذي لا يستطيع تقديم هذه الضمانات فلن يحصل على التمويل المطلوب ولو كان كُفؤاً، وهذا يعني أن التمويل التقليدي يُسيئ تخصيص السيولة[4]؛

– إن التمويل التقليدي يميل إلى التمويل قصير الأجل، وهذا يعني أن فرص الإستثمار الحقيقي طويل الأجل لا تُنافس التوظيفات والتمويلات التجارية القصيرة؛

– إن التمويل التقليدي يفتقر إلى الكفاءة الإقتصادية؛ لأنه لا يتضمن آلية لإعادة توجيه الموارد المالية إلى الإستخدامات الأكثر جدوى اقتصاديا واجتماعيا؛

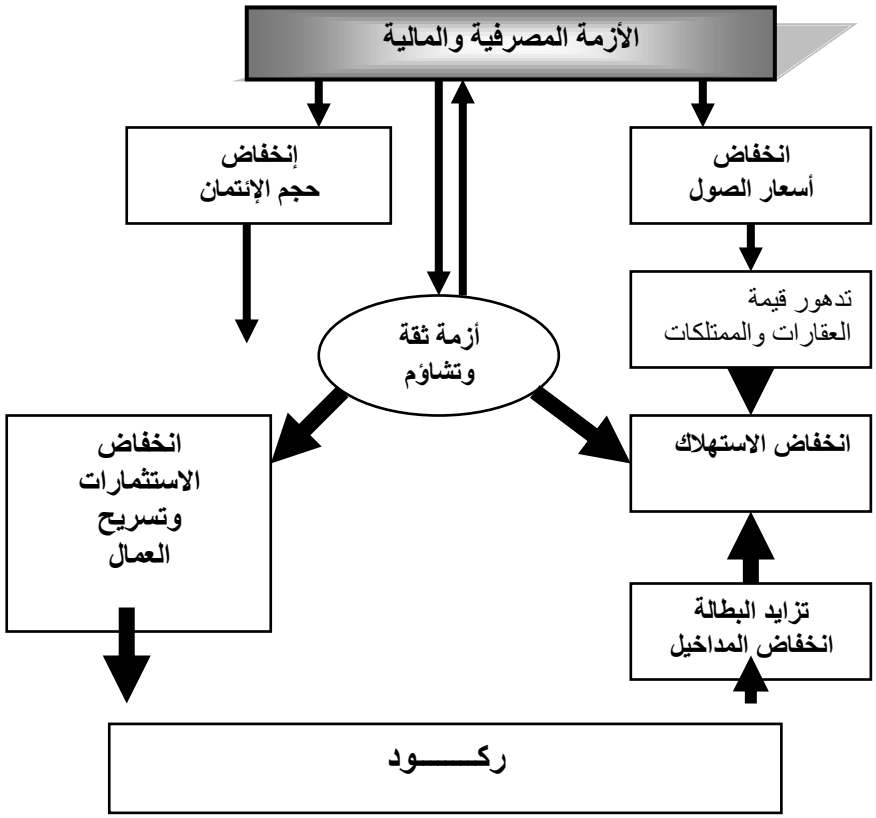
– إن التمويل التقليدي يتسبَّب في الدورات التي تؤثِّر على النشاط الإقتصادي، فقد أشار " ويكسل" *Wicksell* " إلى الإختلاف بين معدل الفائدة الطبيعي ومعدل الفائدة النقدي ودوره في إحداث الدورة

[1] **مرجع سابق**، ص:791.
[2] سامي السويلم، **صناعة الهندسة المالية الإسلامية**، مركز البحوث- شركة الراجحي للإستثمار، 2000، ص:8.
[3] صالح صالحي وعبد الحليم غربي،**مرجع سابق**، ص:792.
[4] سامر مظهر قنطقجي، **أيهما أصلح في الاستثمار الربح أم الفائدة**، بحث رقم1، دار المعاصرون، سوريا، 2009، ص:28.

الاقتصادية، كما أشار " فريدمان " " *friedman* " إلى المتغير النقدي ودور الإضطراب في تدفقه في تفسير الأزمات الإقتصادية، وما يعنيـــه ذلك من تراجع لفرص النمو[1].

ولقد أسهمت آليات وأساليب التمويل التقليدي في استمرار وتفاقم الأزمة المصرفية والمالية الحالية وآخرها أزمة الديون الأوروبية وأزمة اليورو وتحولها إلى أزمات اقتصادية عالمية، ونقلت الأنظمة الرأسمالية تكاليفها على جميع الشعوب، حيث تحوّلت إلى حالة ركود عام[2] كما هو مبين بالشكل:

الشكل رقم (01): آثار الأزمة المالية العالمية



المصدر: صالح صالحي وعبد الحليم غربي، **كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية**، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والحوكمة العالمية، سطيف، الجزائر، 2009، ص:789.

[1] **مرجع سابق**، ص:31.

[2] صالح صالحي وعبد الحليم غربي، **مرجع سابق**، ص:789.

ثالثا: منطق الكفاءة في التمويل الإسلامي

إن التمويل باتفاق الإقتصاديين وسيلة للإنتاج للتبادل الحقيقي، وليس هدفا في حد ذاته، وحينئذ فمنطـق الكـفاءة يقتضي أن يتم دمج التمويل بالهدف منه مباشرة، وهذا هو الحاصل في البيع الآجل مثلا، حيث يتضمن البيع الآجل الحصول على السلعة أو الأصل بثمن معجل، وهذا التأجيل للثمن تمويل لكنه مُدمج ضمن المبادلة الحقيقية، وكذلك القول في صيغ صكوك الإجارة الحقيقية وصيغ صكوك المشاركة ونحوها، فهذه الصيغ قائمة على تكامل التمويل بالغرض منه، وهذا بلا ريب أعلى كفاءة من فصل التمويل عن التبادل[1].

أضف إلى ذلك أن فصل التمويل عن التبادل يؤدي إلى تضاعف المديونية واستفحالها على حساب الناتج الحقيقي مثلما تقدَّم، وهو ما يؤدي إلى الإنهيار والكوارث الإقتصادية، كما هو حاصل عبر التاريخ وكما حصل في الأزمة المالية العالمية.

فالتمويل وسيلة للحصول على النقد، والنقد وسيلة للتبادل وللحصول على السلع والخدمات كما هو معلوم، أما في الحِيل الربوية للأسف فالحاصل هو النقيض، حيث تصبح السلع والخدمات وسيلة للحصول على النقد والتمويل، فلا عجب بعد ذلك أن تصبح هذه الصيغ أقل كفاءة وأقل جدوى من التمويل الإسلامي، فضلا عن مناقضتها للمنطق الإقتصادي ولمقاصد الشريعة الاسلامية[2].

وبناء على هذا الأساس نجد أن جميع أساليب التمويل في الشريعة الإسلامية ترتبط ارتباطًا مباشرًا بـالنشـاط الحـقيـقي؛ فالـبيـع الآجـل والسـلـم والإجـارة والمـشـاركة والمضـاربة؛ وغيـرها مـن الصيـغ الإسلامية؛ جميعها تتضمن التمويل بصورة لا تنفك عن النشاط الحقيقي؛ وهذا يتفق مع طبيعة التمويل المستـدام ووظيـفته التـي سبـقت الإشـارة إليه، فلما كان التمويل خادمًا وتابعًا للنشاط والمبادلات الحقيقية، كان التمويل في العقود الإسلامية تابعًا للبيوع والعقود الحقيقية ولهذا ليس في الشريعة الإسلامية عقد مُوجه للتمويل المجرد بقصد الربح، لأن هذا ينافي طبيعة التمويل ووظيفته الاقتصادية[3].

فبدون تطوير العمل بالصكوك الإسلامية بدل نظام التمويل التقليدي، سيؤدي إلى انخفاض كفاءة تخصيص هذه الموارد، ويبقى بعضها مُهدرا، كما سيترتب على ذلك حدوث اختناق في النشاط، وعدم إبراز الفلسفة والخصائص المميزة لهذه الأدوات كوسيط استثماري يوظف المال لخدمة تنمية المجتمعات.

---

[1] مؤسسة التمويل المستدام، [على الخط].متاح على:http://ifcext.ifc.org، (تاريخ الاطلاع 17نوفمبر 2011).

[2] سامي بن ابراهيم السويلم، **منتجات صكوك الاجارة**، ندوة الصكوك الإسلامية-عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010، ص:11-12.

[3] سامي بن ابراهيم السويلم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، دار الفكر الإسلامي، الرياض، 2008، ص:42.

وفي تقدير الباحث فإن عملية إصدار تشكيلة متنوعة من الصكوك وتداولها في السوق المالية تمثل تغييـرا جـوهريا فـي الهيكل التمويلي المستدام، يُمكنها من استيعاب المدخرات على مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للإحتياجات التمويلية للمشروعات مما يُسهم في تقديم أساليب التمويل الإسلامي في إطارها الصحيح، فضلا عن أن إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير احتياجات المشروعات الخاصة والعامة هو بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية، والإندماج مع السوق العالمية[1].

المبحث الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تطوير كفاءة التمويل المستدام

رأينا فيما سبق أن التمويل باتفاق الإقتصاديين وسيلة للإنتاج المُوجه للتبادل الحقيقي وليس هدفا في حد ذاته، وبالتالي فمنطق الكفاءة التنموية يفرض علينا دمج التمويل بالهدف منه مباشرة. حيث أن فصل التمويل كما رأينا يؤدي الى تضاعف المديونية واستفحال الإقتصاد الوهمي، ما يؤدي إلى الإنهيار والكوارث الإقتصادية، كما هو حاصل عبر التاريخ وكما حصل في الأزمة المالية العالمية.

وحيث أن أساليب التمويل الإسلامي ترتبط ارتباطاً مباشرا بالنشاط الحقيقي وهذا يتفق مع طبيعة التمويل المستدام كما تقدم، سنحاول إبارز الضوابط الشرعية والمؤشرات الإقتصادية الموضوعية لنظام الصكوك الإسلامية والتي نسعى من خلالها لضمان تطوير كفاءة التمويل المستدام وتحقيق أهدافه.

المطلب الأول: كفاءة النظام الإجرائي للصكوك الإسلامية

تعتبر هذه الضوابط بمثابة أساس ثابت، وليس محلا للمفاضلة أو الإختيار، لأنه يعبر ويجسد نظام التمويل الإسلامي وأهدافه، وعلى ذلك فإن المشروع أو العملية محل الصكوك الإسلامية التي لا تتفق وهذه الضوابط تعتبر مرفوضة لاعتبارها في هذه الحالة حرام شرعا.

وتُعنَى الضوابط والمعايير الإسلامية بضمان سلامة الإجراءات والأهداف في الشقين الإسلامي الشرعي والموضوعي الإقتصادي، وهذه العناصر هي:

أولا. الأسس والقواعد الشرعية:

1. **تداول الأموال مقصد شرعي:** من استقراء مصادر وأحكام الشريعة الإسلامية نَخلص إلى أن من بين المقاصد الشرعية في الأموال رواج الأموال أي دورانه بين أيدي كثير من الناس بوجه حق، فقد شرَّعت عُقود المعاملات لنقل الحقوق المالية بمُعاوضة أو بتبرع، بل وتسهيلا للرَّواج شُرِّعت عقود

[1] **مرجع سابق**، ص:27.

مشتملة على شيء من الغرَر مثل السلم والمزارعة والقراض، كما أن من معاني الرواج إنتقال المال بأيدي عديدة في الأمة على وجه لا حرج فيه على مكتسبه، وذلك بالتجارة والمعاوضة لتيسير دوران المال على أفراد الأمة[1]، كما يُفهم من قوله تعالى:﴿ كَي لاَ يَكُونَ دُولَةَ بَينَ الأَغنِيَآءِ مِنكُم﴾ [2] .

كما نلاحظ هذا المقصد، وهو التداول للأموال بين أيدي كثير من أفرادها، في إباحة الشريعة لبعض العقود إلا لمصالح العباد، ودفع حوائجهم[3].

وانطلاقا من قاعدة التداول التي يبتغيها الإسلام في المال فإن التصكيك والتداول في السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية هو من مقاصد الشريعة الإسلامية.

ولهذا، فإننا نرى أن السرعة والكفاءة في توجيه الأموال الى القنوات المقبولة إسلاميا، إنما يحقق مقاصد الشريعة في التداول والتنمية للمال.

2. **العقود الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية:** إن المبادىء والعقود الشرعية في المعاملات توفر إمكانية كبيرة لإنتاج أدوات مالية متنوعة، وما نعرفه من الأدوات الماليـة الإسلامية، وتشمل تمـويل فائـض التكلفة – المرابحة–، وتقاسم الأرباح – أي المضاربة – والإجارة، والمشاركة، والبيع الآجل، إنما تستخدم كأحجار البناء الأساسية لإنتاج طائفة واسعة من الأدوات المالية الأكثر تطورا، مما يوحي بوجود إمكانية كبيرة للتجديد والتوسع المالي في الأسواق المالية الإسلامية[4].

وهناك مبدأ آخر يدعم هذا التفكير، وهو القاعدة الشرعية التي تقول بأن الأصل في المعاملات الإباحة، ولهذا، فإن الفهم السديد للمعاملات في الشريعة يرى أن عقود المعاملات التي نعرفها مثل المضـاربة والمشـاركة والمرابحـة والإجـارة...، إنـما هي نمـاذج لعقـود المعاملات في الشريعة الإسلامية، و ليست حصرا لجميع العقود الجائزة في الشريعة، وليس أدل على ذلك من توسع الشريعة في سُبل التقاء وتزاوج عنصري العمل والمال فأجازته بوجود مال من طرف وعمل من طرف آخر كما في المضاربة، أو بوجود المالين والعمل من الطرفين، أو العمل بدون المال كما في شركة الصنائع والوجوه وغير ذلك[5].

---

[1] سعد الدين محمد الكبي، **المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام**، المكتب الإسلامي، الأردن، 2004، ص:166.
[2] سورة الحشر، الآية رقم: 7.
[3] سعد الدين محمد الكبي، **مرجع سابق**، ص:167.
[4] عبد الملك منصور، **العمل بالصكوك الإسلامية الإستثمارية على المستوى الرسمي**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009، ص:18.
[5] **مرجع سابق**، ص:20.

كما أباحت الشريعة بعض البيوع رغم وجود الغرر فيها للحاجة إليها كما في بيع السلم إستثناءًا من بيع المعدوم وذلك لتمكين صاحب السلم من الإنتاج بتوفير المال لهم، وذلك بقبض ثمنه مسبقا[1].

فعقود التمويل الإسلامي ينبغي أن تعتبر أصلا يُقاس عليه، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى ينبغي أن يتم استحداث عقود جديدة إنطلاقا من عدم التعارض مع القواعد والأحكام الشرعية، فمثلا يمكن توسيع عقود التمويل المالي الإسلامي بحيث تشمل تقديم النقود أو الأصول الثابتة أو المتداولة لمن يعمل بها على حصة من المُنتَج بشروطها وخصائصها[2].

يلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي على أدوات تمويل كبيرة من حيث العدد، ولكل منها أهميتها ومكانتها بحيث لا نستطيع بسهولة وفي كل الأحوال، أن نقول أنه رغم تعدد الأدوات فهناك أداة مركزية واحدة تتمحور حولها بقية الأدوات، كما هو الحال في التمويل بنظام الفائدة.

أما من حيث التنوع والتمايز والتشابه، فيُلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي على أدوات تمويلية متشابهة، لكن لكل أداة خصوصيتها سواء من حيث ما تُقدمه لكل طرف من حقوق، وما تحمله له من أعباء والتزامات، أو من حيث ما هو متاح لها من مجالات العمل والاستخدام[3].

3. **تحريم الربا والغرر والمقامرة:** تُحرِّم الشريعة في المعاملات الربـــا والغرر والمقامرة والضرر والغبن، وفي هذا يقول ابن رشد: " وإذا اعتُبِرت الأسباب التي من قِبلها ورد النهي الشرعي في البيـوع، وهـي أسبـاب الفسـاد العـامة وُجـدت أربعة: أحدها تحريـــم عَين المبيع، والثاني الربا، والثالث الغرر، والرابع الشروط التي تؤول الى أحد هذين أو لمجموعهما، وهذه الأربعة هي بالحقيقة أصول الفساد، وذلك أن النهي إنما تعلق فيها بالبيع من جهة ما هو بيع أو لأمر من خارج، وأما التي ورد النهي فيها لأسباب من خارج: فمنها الغش، ومنها الضرر، ومنها لمكان الوقت المُستحق بما هو أهم منه، ومنها لأنها محرمة البيع"[4].

والصكـوك المـاليـة الإسلامية تخلو من الربا لأنها وثائق تمثل حصة في ملكية موجودات وأعيان ومنافع وديون مختلطة، والغالب فيها الأعيان، فخلت من الربا، بخلاف السندات بفائدة محددة، فهي من الربا المحرم، لأنها مبادلة نقد حاضر بدين آجل مقابل الزيادة، وكذلك القروض أو أدوات الدين بفائدة[5].

---

[1] **نفس المرجع**، ص:21.
[2] سعد الدين محمد الكبي، **مرجع سابق**، ص:168.
[3] صفية أحمد أبو بكر، **الصكوك الإسلامية**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009، ص:13.
[4] عبد المطلب عبد الرزاق حمدان، **عقود المعاملات المالية وتطبيقاتها المعاصرة في الفقه الاسلامي**، دار الفكر الجامعي، 2007، ص:17.
[5] **مرجع سابق**، ص:22.

والنظام الرأسمالي السائد حاليا نظام يتمركز حول الإقراض بفائدة، فالبنوك التجارية تقرض عملائها بفائدة، والحكومة تُصدر السندات مقابل فائدة، ومعنى ذلك أن نسبة كبيرة من الموارد تصل من مالكيها إلى المستثمرين عن طريق مؤسسات الإقراض الربوية، وصحيح أن مؤسسات الإقراض توظف بعض أموال مودعيها مباشرة لدى المؤسسات الإنتاجية، إلا أنه لتحقيق الموازنة بين هيكل استخدامات والتزامات المصرف، فإن المصرف الربوي يضطر الى تقديم تلك الموارد لمستخدميها على شكل قروض بربا سواء كانوا من المستثمرين أو من المستهلكين، ما داموا قادرين على سداد ما عليهم من قروض وما يُضاف على تلك القروض من ربا، وهكذا تساهم عملية إصدار القرارات ذات القاعدة الإقراضية في تحديد معدل توازني للربا في سوق المال، ويمثل النافذة التي تنفذ فيها الآثار النقدية على عملية إصدار القرارات ذات القاعدة الإنتاجية[1].

أما الصكوك المالية الإسلامية فلا تتضمن فائدة، إنما ربح ناتج عن العملية الإنتاجية في صكوك المشاركات وصكوك المتاجرات (المرابحة، البيع الآجل)، وعائد مُحدد مقطوع في صكوك الإجارة للأصول[2]. وبذلك تقدم الصكوك أدوات مالية تتداول في السوق، فينشأ لدينا سوق أوراق مالية محررة تماما من الربا.

4. **منع الإحتكار والمضاربات:** تحرم الشريعة الضرر بالغير، سواء كان هذا الضرر في ماله أو في نفسه، ومن وسائل الإضرار الإحتكار، وهو حجب السلع عن السوق حتى يغلو سعرها، وذلك بفعل هذا المَنع، وليس بفعل تغير الطلب نتيجة لتغير الدخل أو الأذواق أو زيادة السكان...

ويظهر الإحتكار في أسواق الأوراق المالية بما يسمى عمليات الإحراج، حيث يسعى المضاربون لجمع وحبس كل الصكوك التي من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، وقد برزت هذه التصرفات في الأسواق المالية المعاصرة فأحدثت فوضى واضطراب وضياع للثروات، **يقول رسول الله صلَّى الله عليهِ وسلَّم: "لا يحتكر إلا خاطىء"**[3].

ولذلك، فإن السوق الإسلامي للأدوات المالية بأنواعها يستبعد هذه الإتجاهات الاحتكارية، والمضاربات، والممارسات غير المشروعة مثل بيع الديون وبيع الكالئ بالكالئ[4]، وبعض الباحثين المسلمين المعاصرين يُفرقون بين الأرباح الناتجة عن التوقعات الرشيدة في سوق الأوراق

[1] سامي بن ابراهيم السويلم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، مرجع سابق بتصرف، ص:22.
[2] صفية أحمد أبو بكر، **مرجع سابق**، ص:14.
[3] **صحيح مسلم 1228/3**، حديث رقم 1605
[4] Mohammed Boudjellal**, Les acquis et les défis de la finance islamique**, Séminaire international sur Les services financiers et la gestion des risques dans les banques islamiques, Setif- Algerie, p:1.

المالية، والأرباح الناتجة عن المقامرات، ويرون أن الأُولى لا غبار عليها، بل هي مطلوبة لتنشيط الطلب في السوق وتعميق السوق، أما الثانية فهي الضارة والتي يُحكم عليها بالتحريم[1].

5.الإفصاح عن قواعد توزيع العائد: تبين لنا مما سبق في أنواع الصكوك المالية الإسلامية التي يتم الإكتتاب فيها بغرض الحصول على عائد، أنها تشكل صكوكا قائمة على قاعدة المشاركة، أي على مبدأ اقتسام الربح والخسارة الناتجة عن النشاط الممول، أو صكوك قائمة على الإتجار مثل المرابحة والبيع الآجل، وهذه أيضا ينتج عنها ربح عبارة عن الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع، أو صكوك قائمة على التأجير للمعدات والأصول، وهي تولد عائدا محدداً كمبلغ مقطوع كل فترة[2].

ويعد الإفصاح عن قواعد توزيع الأرباح أو العوائد على المكتتبين (أو حملة الصكوك) من شروط صحة التعامل بالصكوك، ويشمل ذلك أهمية موافاة حملة الصكوك بمعلومات كافية عن الأداء المالي وربحيته، وتفسير مدلولاته، وكيفية إدراج البيانات في القوائم المالية الممكنة، وهذا الإفصاح هو طريق كسب ثقة المدخرين، وهو مبدأ إسلامي أصيل[3]، **يقول رسول الله صلَّى الله عليهِ وسلَّم ﴿ البيعان بالخِيار مالم يتفرقا، فإن صدقاَ و بيَّنا بُورك لهما في بيعهما، وإن كذبا وكتَما مُحِقت بركة بَيعِهِما ﴾**[4].

وفي عقود الشركات بصفة عامة يجب إعلام الطرف المشارك بقواعد توزيع الربح، وهي مسألة جوهرية لأن مقصود الشركة هو الحصول على الربح[5].

ثانيا. المعايير والمؤشرات الموضوعية:

هناك خمسة معايير ومؤشرات موضوعية تُبيِّن مدى سلامة صيغ أساليب التمويل الإسلامي ومنتجاتها، نستعرضها فيما يلي :

1. **معيار ارتباط التمويل بالإقتصاد الحقيقي:** يُؤكِّد هذا المعيار أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد المُسبقة هي أن ينمو الإقتصاد المالي بمُتتالية هندسية بينما ينمو الإقتصاد الحقيقي بمتتالية حسابية، وهو ما يؤدي الى حدوث الأزمات والتقلبات الإقتصادية الدورية سواء من خلال الإنهيار أو الإفلاس[6].

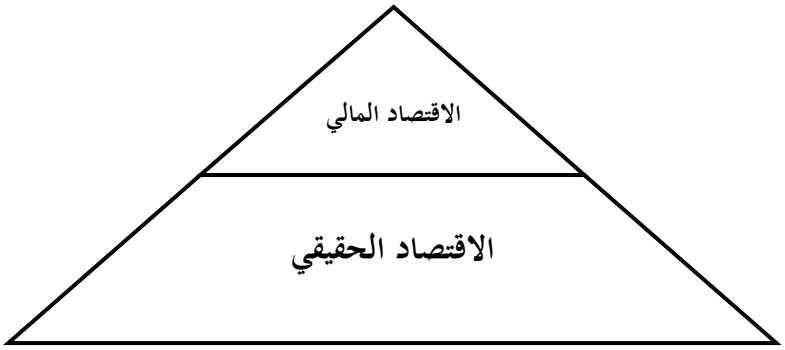
والتمويل الإسلامي مقيَّد دائماً بمعدلات المشاركة المرتبطة بالإقتصاد الحقيقي؛ ولذلك فإن نسبة الديون الى الثروة الحقيقية تكون محدودة ولا يمكن أن تصبح أضعاف الثروة؛ وبذلك فإن صيغ المشاركات

---

[1] محمود حمودة، **مرجع سابق**، ص:90.
[2] **نفس المرجع بتصرف**، ص:21.
[3] عبد الملك منصور، **مرجع سابق**، ص:24.
[4] **صحيح مسلم 3/ 1163** ، حديث رقم: 1553.
[5] عبد الملك منصور، **مرجع سابق**، ص:25.
[6] صالح صالحي، **المنهج التنموي البديل في الإقتصاد الاسلامي**، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص:405.

المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الإقتصاد الحقيقي والإقتصاد المالي والنقدي[1] كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (05): هرم التوازن الاقتصادي في ظل آليات التمويل الإسلامي



المصدر: صالح صالحي وعبد الحليم غربي، **كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية**، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والحوكمة العالمية، سطيف، الجزائر، 2009، ص:792.

2. **معيار ارتباط التمويل بالحركية التجارية الحقيقية:** يُؤكِّد هذا المعيار أن التمويل يكون تابعا للحركية التجارية وليس العكس؛ حيث إن التمويل ايّاً كان شكله وصيغته فهو وسيلة لتحقيق الحركية التجارية؛ ومن ثَم المنافع التي تنتج عنها، وعائد التمويل سواء كان ربح أو هامش الربح في البيع المؤجل لا يمكن سداده إلا من خلال التبادل الحقيقي للسلع والخدمات، وهناك فرق بين الزيادة مقابل الأجل في البيع والزيادة في القرض؛ حيث إن الأولى مشروعة لأنها مرتبطة بالبيوع والمتاجرة في السلع والخدمات كمخرجات للنشاط الإقتصادي الحقيقي[2].

فالتمويل في الإقتصاد الإسلامي يرتبط بالحركية التجارية الحقيقية في شكل تبادل للسلع والخدمات في دائرة الأولويات الإنمائية للمجتمع؛ على خلاف التمويل للنشاط التجاري الشكلي والآجل الذي لا يرتبط بالملكية الحقيقية للسلع كما هو الوضع في الإقتصادات الرأسمالية وعقودها الآجلة والمشتقات والتوريقات المرتبطة بها، والتي أدت إلى حدوث الأزمة المالية الحالية[3].

3. **معيار المصالح الحقيقية:** يتطلب هذا المعيار إرتباط حركية التمويل بحركية النشاط الإقتصادي الحقيقي في دائرة الأولويات الإنمائية للمجتمع التي تضمن تحقيق المنفعة الخاصة والعامة، بدءاً من الضروريات فالحاجيات فالتحسينات، في حين أن التمويل في الإقتصاد الوضعي لا يرتبط بالأولويات

[1] **مرجع سابق**، ص:406.
[2] صالح صالحي وعبد الحليم غربي، **مرجع سابق**، ص781
[3] محمود حمودة، **مرجع سابق**، ص:46.

الإنمائية، وقد يكون هرم ترتيب الأولويات مقلوبا أو مضطربا؛ بحيث أن هناك مجالات هامة لا تتوسع المؤسسات المصرفية والمالية في تمويلها؛ بينما تُموِّل نشاطات ترفيهية كمالية تُسهِم في تطور المديونية ونمو الإقتصاد المالي الوهمي[1].

4. **معيار المشاركة في نتائج المشاريع الإستثمارية:** يقتضي هذا المعيار تشارك الأطراف المختلفة للعملية التمويلية والإستثمارية في نتائج تقليب الأموال وتوظيفها في النشاطات الإقتصادية الحقيقية وِفق قاعدة المغنم على قدر المغرم، بمعنى تحديد قواعد توزيع العوائد بقدر معايير تحمل المخاطر، فلا يوجد كما هو الوضع في التمويل التقليدي من يربح دائما بغض النظر عن نتائج المشاريع الإستثمارية؛ ومن ثمّ تُعدُّ الأطراف المشاركة كلها ذات منفعة؛ فتشارك في الأرباح والمغانم وتتكافل في تحمُّل الخسائر والمغار[2].

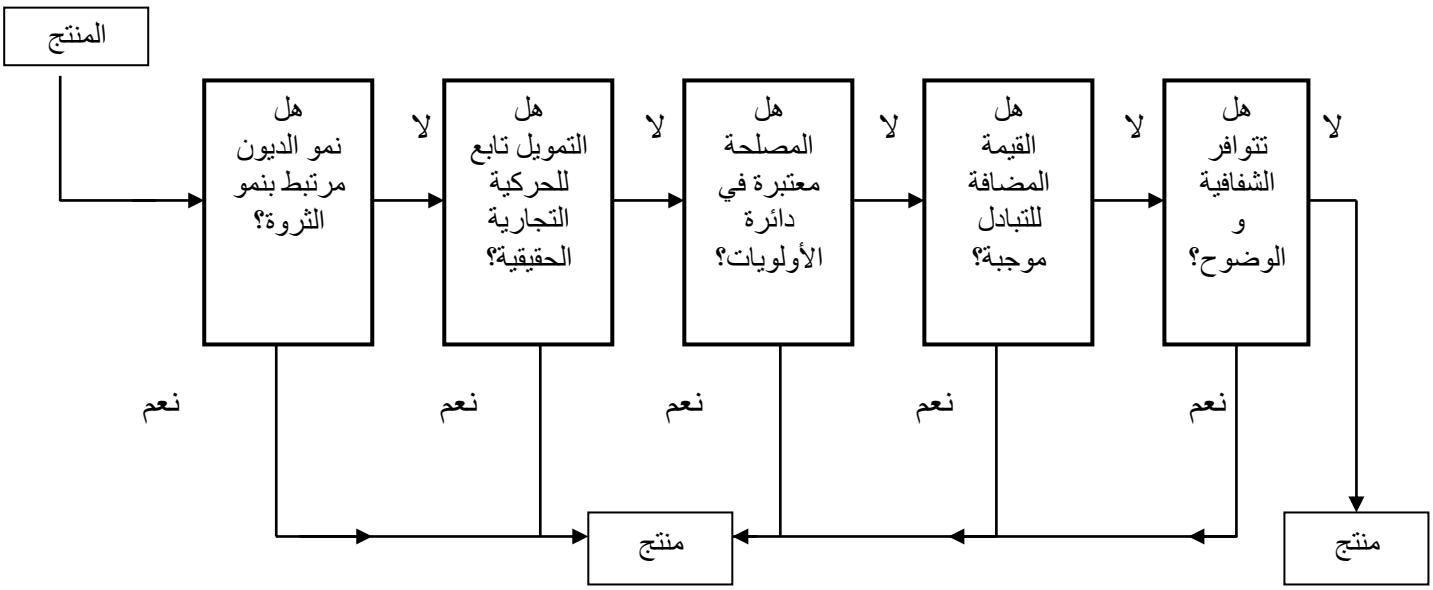
5. **معيار الوضوح والشفافية:** يؤكّد هذا المعيار أهمية الشفافية والوضوح التي تُحدِّد الهدف من التعاقد والمقصود منه، فالأصل في الأموال الوضوح والشفافية مقصد شرعي بينما الحِيل الربوية تنافي هذا المقصد؛ لأنها تهدف في النهاية الى نَقد حاضر بأكثر منه في الذمة، ولو صرَّحت العقود بذلك لكانت باطلة، كما إن معظم الحِيل تلجأ إلى تغييب الشفافية والوضوح في العقود تجنُّباً لهذه النتيجة[3].

وفي ظل الأزمة المالية الحالية فإن مؤسسات التصنيف العالمية مثل:SSP، FITICH، Moodyais and Bours، التي أعطت للمؤسسات المرتبطة بالرهونات العقارية تصنيفا استثماريا عاليا (AAA) أصبحت محل نقد كبير بخصوص مصداقية التصنيفات الصادرة عنها[4] !

إن المنتجات المالية التي لا تتوافر فيها هذه المعايير تتميّز بمحدودية كفاءتها التمويلية، ويوضِّح الشكل التالي الخطوات اللازمة لفحص الصيغ والمنتجات المالية:

[1] صالح صالحي، **السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة**، ط1، دار الوفاء، 2001، ص:104.
[2] محمد الشحات الجندي، **التعامل المالي والمصرفي من منظور اسلامي**، ط2، دار الفكر العربي، 2008، ص:127.
[3] عبد الملك منصور، **مرجع سابق**، ص:27.
[4] صالح صالحي وعبد الحليم غربي، **مرجع سابق**، ص:801.

الشكل رقم (03) : المعايير الموضوعية للتمييز بين الصيغ والمنتجات المالية الإسلامية والتقليدية



المصدر: صالح صالحي وعبد الحليم غربي، **كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية**، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والحوكمة العالمية، سطيف، الجزائر، 2009، ص:802.

المطلب الثاني: خصائص الكفاءة التمويلية للصكوك الإسلامية

أولا. خصائص الكفاءة التمويلية للصكوك الإسلامية:

1. **الخاصية الأولى** تَعتبر المِلكية المُحدد الأساسي لربح المموِّل في جميع صيغ التمويل الإسلامي بالملكية، فاستحقاقه للأرباح هو بسبب موضوعي وشرعي هو الملكية، وهذا عكس الصيغ والأساليب التمويلية الربوية التي تقوم على الإستغلال والمضاربة الوهمية وبيع ما لا يُملك[1].

2. **الخاصية الثانية:** إرتباط إنسياب التمويل بين أطراف العملية الإستثمارية بانتقال الملكيات وتقـلـيب السلع وتدفقها، وهذا الأسلوب يقلل من فرص تحويل الإقتصاد إلى اقتصاد وهمي[*] ؛ بحيث كل عملية انتقال للملكية أو للسلع أو للخدمات تتطلب انتقال وانسياب عشرات الدورات المالية والنقدية.

[1] عبد الباري مشعل، **الصكوك الإسلامية رؤية مقاصدية**، ندوة الصكوك اسلامية، جدة، 2010، ص:6.

[*] ويعني الإقتصاد الوهمي عدم ارتباط حركة رؤوس الأموال بما في ذلك تقلبات أسعار الفائدة وتدفقات الإئتمان بالإقتصاد الحقيقي الذي يعني حركة فعلية للسلع والخدمات، ومع انتشار الأساليب الربوية أصبحت معظم تدفقات التجارة العالمية قائمة على الصفقات المالية الوهمية على حساب التدفق الفعلي للسلع والخدمات، وهذا يدل على أن تلك الإقتصادات ترتبط فيها الأرباح في معظم الأحيان بانتقال الأموال بغض النظر عن عمليات استثمارها الفعلي؛ بينما يرتبط انتقال التمويل بعمليات الإستثمار ارتباطا كبيرا في ظل نظام التمويل الإسلامي، بما يساهم في إنتاج قيمة فعلية حقيقية في المجتمع.

ولقد انتشر التمويل الإسلامي بدرجة جعلت منه بديلا مناسبا للتمويل التقليدي؛ لكن الديون التي تهدف للربح في التمويل الإسلامي لا تنشأ إلا مقابل نشاط حقيقي، من سلع ومنافع وخدمات، ولما كانت الفائدة الربوية في جوهرها دَين في الذمة دون مقابل حقيقي؛ فإن استبدالها بعقود التمويل الإسلامية كالبيع الآجل والسَّلم، يحقق هدفين هما[1]:

- تحجيم المديونية ومنع نموِّها دون ضوابط؛
- توجيه التمويل لتوليد القيمة المضافة وتعزيز النمو الإقتصادي؛ وهذا ما يسمح بتحقيق عائد للتمويل من خلال القيمة المضافة التي أسهم في إيجادها.

وهذا ما يُبيِّن الفرق بين كفاءة التمويل الإسلامي الذي يستحق عوائد المشاركة؛ لأنه يتم في إطار حـركيـة اقتصادية حقيقية، بينما التمويل التقليدي لا يرتبط في معظم الأحيان بالنشاط الإقتصادي الحقيقي، ولا توجد آلية تضمن الإرتباط بينهما، وهو ما يؤدي الى تفاقم المديونية وتضخم فوائدها لتتجاوز القيمة المضافة التي ولَّدها أصل التمويل بأضعاف مضاعفة[2].

3. **قابلية الوساطة المالية:** التي تسهم في تحقيق التنمية ونَعرف ذلك عند إمعان النظر في طبيعتها وكيفيتها، وتَبرز كما تَقدَّم في أساليب المضاربة والمشاركة والمرابحة والسلم.

والوساطة في الإقتصاد تعني: عملا يتضمن التقريب بين طرفين بقصد الربح، وفائدتها ووظيفتها تيسير ومن ثم تخفيض تكلفة التبادل أو التعامل بين الوحدات الإقتصادية وما يترتب على ذلك من تشجيع العمل والإنتاج والتجارة[3].

فجدوى الوساطة الإقتصادية تنشأ من حقيقة النُقص البشري في جوانب معرفة فُرص الإستثمار والتمويل ومصادر رؤوس الأموال والخبرة في تنمية المال وإدارته، ومن هنا يحتاج الناس لمن يسد بعض جوانب النقص هذه لقاء أجرة لتكون النتيجة تحقيق مصلحة جميع الأطراف[4].

4. **خاصية الإستثمار الحقيقي:** إن أساليب التمويل ومن ثم الإستثمار الإسلامي تمتلك الصفات الرئيسة التي تمكنها من الإرتقاء الى سلم التنمية، وهي البديل الناجح التي تقدمه الإستثمارات الإسلامية وفق الصكوك الإسلامية كفرصة لإثبات أن الإستثمار الناتج من الفائدة غير حقيقي، وأنه يؤول الى إغناء المرابي وإيذاء المقترِض، حيث لا يخفى على الجميع أن التنمية الإقتصادية المستدامة تتطلب

[1] قيصر عبد الكريم الهيتي، **مرجع سابق**، ص:207.
[2] عبد الباري مشعل، **مرجع سابق**، ص:14.
[3] عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص:9.
[4] **مرجع سابق**، ص:12.

وجود استثمار حقيقي يخدم العملية الإنتاجية في محاولة النهوض بالإمكانيات الإقتصادية والتنموية للسوق في البلد الواحد[1].

5. **إعتماد الأولويات الإنمائية:** حيث تتم بحسب ما تقتضيه منظومة العقلانية الإقتصادية، وبالشكل الذي يحقق أكثر مقاصد شرعية ممكنة، بحيث أنها تكون بديلا ناجحا يقدمه الإستثمار الإسلامي للإقتصاديين في عالم انتشرت فيه الفوضى الإقتصادية، التي رفعت شأن الكثير من أصحاب الثروات في مقابل الحد من مستوى الأكثرية الساحقة من أصحاب الدخول المحدودة[2].

فمثلا يتم الإهتمام بالقضايا الترفيهية إلى حد يصل الى صرف واستهلاك الكثير من الأموال والإمكانيات في سبيل الوصول إلى الترف والرفاهية اللامحدودة، والتي تتم على حساب تجنب البناء القِيَمي للإنسان ومَالَه من أثر في سلوكياته، إذ أن السلوك الإنساني مظهر من مظاهر القيم التي يحملها هذا الإنسان بمعنى أن السلوك ترجمة عملية للقيمة في شتى المجالات الإقتصادية والاجتماعية والبيئية، حيث تساهم أساليب الإستثمار الإسلامي في المحافظة على الأموال من الضياع في دروب الفوائد الربوية، وتعمل على تقوية نقاط الضعف التي تعاني منها المؤسسات المصرفية الإسلامية من خلال معالجة المعوقات المادية التي تواجهها مثل قلة السيولة وانعدام الثقة بالمستثمرين والشركات واحتمالات المخاطرة بقرار الإستثمار وسوء توزيع الارباح والخسائر بين المساهمين أو المشاركين وعدم اشتراك صاحب المال مع صاحب الخبرة في العملية الإنمائية، وجميع هذه المعوقات يمكن للأساليب الإستثمارية الإسلامية وضع الحلول لها[3].

6. تقدم قاعدة المشاركة في الغنم والغرم مزايا كثيرة لصالح العملاء، فهي تدفع الجهة الممولة إلى تسخير كل إمكاناتها في الدراسة والتحليل والتقويم لاحتمالات نجاح المشروع، وبذلك تُعِين العملاء على عدم الدخول في مشروعات لا تُثبت جدواها الإقتصادية والإجتماعية[4].

وإذا كان صاحب المال أمام خيارين: الأول إستثمار أمواله، والثاني صرفها واستهلاكها، فإنه ولا شك سيختار الأول، ولا شك سيستعين بأساليب الصكوك الإسلامية، لا سيما وأن المستثمر المسلم لا يعتبر أن تحقيق أقصى ربح هو الهدف النهائي والوحيد من تشغيل أمواله، ذلك أن الكثير من المستثمرين

[1] سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، **ملكية الصكوك القائمة على الأصول**، ندوة الصكوك الإسلامية ، جدة، 2010، ص:8-10.
[2] علاء الدين زعتري، **ماهية الصكوك ودورها في التنمية**، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، 2010، ص:43، [على الخط]،متاح على: www.alzatari.net
[3] مرجع سابق، ص:44.
[4] قيصر عبد الكريم الهيتي، **مرجع سابق**، ص:258.

يبتغون مرضاة الله في الدنيا والآخرة، مما يجعلهم يُقبِلون على استثمار أموالهم ومدخراتهم في مجالات تحقق لهم معدلات لا بأس بها من الربح[1].

ثانيا. عوامل إستدامة كفاءة وفعالية التمويل وفق الصكوك الإسلامية:

هناك ضرورة لأن يصبح التعامل بين مُصدري الصكوك والجمهور بأية صيغة من صيغ التمويل الإسلامي، مُلائما للأغراض والضوابط التي تقرها الشريعة الإسلامية وفي ذات الوقت، أن يكون هناك ربحية مناسبة لتلك العمليات موضوع الصكوك الإسلامية شريطة ألا تتعارض مع المنفعة العامة للدولة.

وعليه يعتبر ذلك هو الأساس لقيام المؤسسات المالية للتعامل بصيغ الصكوك الإسلامية التي سبق ذكرها مع العملاء والتوظيف الإستثماري للأموال بإجراء الدراسة للطلب المقدم من أحد طالبي التمويل من خلال إطلاق الإكتتاب العام في الصكوك، لاتخاذ القرار بالموافقة على عملية التمويل المطلوبة أو رفضها طبقا لشروط موضوعية صارمة تتعلق بأهلية وكفاءة طالب التمويل والجدوى الإقتصادية والإجتماعية للمشروع[2].

وهناك عوامل إضافية تدعم الكفاءة التمويلية والفعالية التشغيلية لنظام الصكوك الإسلامية منها:

1. **العمل على توفير خبرات فنية في الإستثمار** في عقود التمويل الإسلامي بالتوجه إلى فرص استثمارية يُتوقع لها توليد قيمة مضافة أعلى، تتيح تحقيق عوائد للتوزيع، لذلك نجد المصارف الإسلامية تعمل على توفير خبرات وكوادر فنية متخصصة على مستوى مرتفع من المهارة والكفاءة في دراسة الجدوى وتقييم المشروعات وتحديد فرص الإستثمار .. مما يتطلب الإنفاق على التنمية البشرية باعتبارها إنفاقا استثماريا، ينعكس في تصويب قرارات الإستثمار والتمويل في المصارف الاسلامية[3].

2. **تَحري تصنيف الشركات** الموارد المالية التي يتم حشدها باستخدام الصكوك، حيث تُوجه لتوفير الإحتياجات التمويلية للشركات، ولذلك من المهم أن يكون تحري دقيق لتصنيف هذه الشركات، بالشكل الذي يوفر جدارة تقديم التمويل لها، وهذا التصنيف يكون قائماً على معايير تنطلق من قواعد النظام المالي الإسلامي، أي لا يكون الحاكم فيها هو الملاءة الإئتمانية، بل الجدارة الإقتصادية، أي الكفاءة في استغلال الموارد المالية وتوليد قيمة مضافة مالية، بالإضافة إلى الجدارة الأخلاقية، أي مدى الإلتزام بِقِيم الأمانة والسلوك النظيف والبعد عن الفساد.. [4].

---

[1] **نفس المرجع**، ص:259.

[2] مصطفى كمال السيد طايل، **القرار الإستثماري في البنوك الإسلامية**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006، ص:37.

[3] سحاسورياني صفرالدين جعفر، رسالة ماجستير: **سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته**، ماليزيا، 2008، ص:67.

[4] فؤاد محمد محيسن، **الصكوك الاسلامية تنمية وممارسات دولية**، ورشة عمل- شركة الإسراء للإستثمار والتمويل الاسلامي، الأردن، 2010، ص:29.

3. **العمل وفق نظام لتطوير مراكز المعلومات:** نجد أن نظام التمويل الإسلامي يعمل وفق آلية توفر المعلومات عن الفرص الإستثمارية وربحيتها وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة، وهي عملية ضرورية لترشيد القرار ورفع الكفاءة.

لهذا تبدو الحاجة إلى المعلومات أكثر ضرورة في نشاط المصارف أو المؤسسات المالية الإسلامية، لأنها تقدم تمويلاً وتقوم باستثمارات في القطاع الحقيقي، ولهذا فإنها تحتاج إلى معلومات دقيقة وصحيحة ومُحدَّثة باستمرار عن الأسواق وربحية الإستثمارات والمتعاملين والتي تتصف بتغيرها المستمر[1].

المطلب الثالث: كفاءة الصكوك الإسلامية في تحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر على المستثمرين

يتضمن هذا المطلب قسمين:

أولا. توزيع الأرباح:

الربح في الفقه الإسلامي نوع من نماء المال بمفهوم أن النماء زيادة المال نتيجة استخدامه في ممارسة نشاط استثماري وتقليبه وإدارته حالا بعد حال، وفِعلا بعد فِعل كنوع معين من الأنشطة الإقتصادية.

وفي هذا الإطار تضعنا آيات العدل مباشرة أمام وحدة العدالة والكفاءة في منظور التمويل الإسلامي وهي سمة بارزة من سمات السوق الإسلامية، إذ أن الكفاءة بلا عدالة تقود إلى الظلم، والعدالة بلا كفاءة قد تؤدي إلى قصور في استخدام الموارد[2].

إن المستثمرين يرغبون في توجيه رؤوس أموالهم للإستثمار فقط إذا كانت توقعاتهم من العوائد الإستثمارية المستقبلية تعوض وبصورة عادلة المخاطر التي يتعرضون لها، وهذا المبدأ يحظى بالقبول من قِبل فئة كثيرة من الناس، فالتمويل القائم على الإستثمار الإسلامي يعتمد مبدأ الربح مقابل احتمال الخسارة في جزئياته، وهو أساس العدل في العمل الإقتصادي، ثم الربح قائم على سلم الإستثمار الحقيقي الذي يتطلب بذل الجهد الفكري والعضلي في إتمام العمل.

[1] **مرجع سابق**، ص:37.
[2] قيصر عبد الكريم الهيتي، **مرجع سابق**، ص:259.

ويمكن تلخيص الضوابط الإقتصادية في الفكر الاسلامي لتحديد هامش الربح في أسواق المال على النحو الاتي[1]:

1. أن يساعد هامش الربح على سرعة دوران رأس المال؛
2. أن يتلاءم هامش الربح مع درجة المخاطرة؛
3. أن يتماشى هامش الربح مع الصرف الجاري؛
4. ألا يتضمن هامش الربح فوائد ربوية أو إيرادات منهٍ عنها.

وتبرز عدالة توزيع الأرباح ضمن آلية عمل الصكوك الإسلامية بأنواعها المتعددة في النقاط التالية:

- تتضمن صكوك المشاركة عموما صفة عدالة توزيع الأرباح، حيث يكون نصيب الأرباح بحسب الأرباح وعدد الصكوك المشاركة في العملية الإستثمارية؛ فإذا كانت رؤوس الأموال والصكوك المشاركة متساوية، فلا شك أن أرباحها تكون متساوية، وكذلك المضارب إذ يحصل على الأرباح مقابل عمله ويحصل صاحب المال على الربح مقابل مساهمته بالمال[2]؛

- أما فيما يتعلق بالصكوك وفق أساليب البيوع، فإن عدالة التوزيع في الأرباح مرتبطة إلى حد كبير بقوى العرض والطلب في السوق والأسعار السائدة فيه، ويعني ذلك حصول صاحب العمل على حقه بشكل يتناسب مع عمله وجهده، بمعنى يكسب ويربح، على عكس الإستثمارات الأجنبية إذ يحصل المستثمر المُقرض على الأرباح والفوائد الربوية مقابل إقراضه بعض المال للمُقترض الذي يدفع ضريبة هذا القرض الربوي من جهده الذي يفترض في مبدأ العدالة أن يكون الجهد هو المصدر الطبيعي للربح، لأن الربح يكون مقابل الجهد الكفأ[3]؛

- عدالة توزيع الأرباح في الصكوك الإسلامية تتطلب عدالة توزيع الثروة من خلال فريضة الزكاة التي تقوم بهذه العملية بشكل يتناسب مع حجم الثروات والموارد المتاحة؛

- تـنوع الأرباح بحسب طبيعة الأساليب المُتبعة في سياسات التمويل والإستثمار الإسلامي المتباينة، ففي المشاركة والمضاربة يكون الربح من رأس المال، وفي المزارعة والمساقاة يكون الربح من المحصول الناتج، وفي الإجارة تكون الأجرة ناتجة من إجارة العقارات والآلات وخدمات الحرفيين، وهذا التنوع يعطي

[1] رمضان حافظ عبد الرحمان، **المعاملات المصرفية والبديل الاسلامي عنها**، ط1، دار السلام، 2005، ص:40.
[2] فؤاد أحمد محيسن، رسالة دكتوراة بعنوان: **الصكوك الاسلامية وتطبيقاتها المعاصرة**، الأكادمية العربية للعلوم المصرفية، 2009، ص:67.
[3] **مرجع سابق**، ص:68.

لعدالة التوزيع مرونة أكثر وإيجابية أفضل، تتلاءم مع رغبات المستثمرين في تحديد نوعية الأرباح من خلال الإسهام في تنوع الأساليب المتبعة في التمويل ومن ثم في الإستثمار[1].

- تستند عدالة توزيع الأرباح في الصكوك الإسلامية على محور التفضيل الزمني، فالمستثمر يفضل الحاضر على المستقبل، وقد استوعبت الأساليب كلا النوعين، ففي العاجل يأخذ أسلوب المرابحة دوره، وفي الآجل يبرز السلم كأسلوب إنمائي يمكن العمل به في أسواق المال[2]؛

- إستدامة الربحية العادلة في الإسلام تكمن في اقتران مصلحة الشريك الأول بالشريك الثاني، كذلك الحال مع المضارب وصاحب المال، علما أن زيادة أحدهما من الربح تقتضي بالضرورة زيادة حصة الثاني، حيث كمية وحجم الأرباح يكون بحسب درجة المخاطرة المحتملة في العملية الإستثمارية، ولذلك فالمشاركة تعتبر تنمية مباشرة للأرباح وحمايتها من المخاطر، وتحقيق العدالة في توزيع العائد بما لا يسهم في تركيز الثروة، كذلك تقليل التفاوت بين الدخول من ناحية، ويحول دون إهدار الطاقات البشرية والإنتاجية من ناحية أخرى، في حين يحصل في نظام الإقراض بفائدة أن ينتفع من لا يستحق بأكثر مما يستحق وأن يتحمل غير المتسبب بغرم لا شأن له فيه[3]؛

- بقي أن نشير إلى أن من أهم الأرباح المعنوية المتحصلة من أسلوب المشاركة، القضاء على دوافع الصراع بين مصالح المنتجين ومصالح أصحاب رؤوس الأموال في أسواق المال.

ثانيا. توزيع الخسائر والمخاطر:

يعرف "ويبستر" المخاطرة بأنها: فرصة تكبد أذى أو ضرراً أو خسارة[4]، وفي هذا الإطار فإن طبيعة العلاقة القائمة بين توزيع الخسائر أو المخاطر وتنويع الأساليب هي علاقة عكسية، إذ أن زيادة عدد الأساليب والصيغ الإستثمارية وكثرة أعداد الأطراف المشتركة فيها تقتضي تجزئة الخسائر والمخاطر وتوزيعها على عدد المشتركين فيها، فيحتملون بذلك عِبئها وبالنتيجة التقليل من أهمية الخسارة أو المخاطرة المحتملة في المشروع، وتشترك في ذلك كل أساليب المشاركة سواء كانت مضاربة أو مشاركة أو مرابحة أو مزارعة أو مساقاة، وتشترك في ذلك كل أنواع المخاطر سواء كانت مالية أو مخاطر خاصة بطبيعة النشاط الإستثماري أو مخاطر نفسية أو أخلاقية [5]، فمثلا:

---

[1] سامي حمود، بحث: **الأدوات المالية الاسلامية**، الدورة السادسة لمجمع الفقه الاسلامي، العدد السادس، 1999، ص:16.
[2] قيصر عبد الكريم الهيتي، **مرجع سابق**، ص:262.
[3] **نفس المرجع** بتصرف، ص:263.
[4] محمد محمود، **طريقك الى البورصة**، الوراق للنشر والتوزيع، 2007، ص:15.
[5] طارق الله خان وحبيب أحمد، **إدارة المخاطر في الصناعة المالية الاسلامية**، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، 2003، ص:29.

إن الأخلاقيات الضعيفة أكبر مصدر للمخاطر المحتملة التي من الممكن أن يتعرض لها أي مُمول أو شريك، ومن أمثلة الأخلاقيات الضعيفة إمكانية التزوير وإخفاء الحقيقة المالية وسرقة ميزانية المشروع وعدم الأمانة...، حيث يتوزع عبء هذه المخاطر على أمرين[1]:

- المشتركون المساهمون في النشاط الإستثماري ضمن الصكوك الإستثمارية؛
- والثاني تنويع صيغ الإستثمارات: بحيث يُقصد بعملية التنويع قرار المستثمر باختيار تشكيلة الإستثمارات التي تتكون منها محفظته، ومن شأن التشكيلة الجيدة تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض إليها عائد المحفظة من دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي في معدل ذلك العائد.

وإذا تصفحنا أهم المخاطر التي تحيط بأساليب الإستثمار الإسلامي نجدها قد تكون بدافع لا أخلاقي أو بدافع اقتصادي أو بسبب غير متوقع من كوارث طبيعية أو ما يشابهها، وقد تعود المخاطر لصيغة الأسلوب وطبيعته أو ظروف بيئية أو ذاتية لا يمكن ذكرها الآن لأنها خارج نطاق أهداف البحث.

إلا أنه بشكل مختصر يمكن أن نشير إلى أن أفضل سياسة للوقاية من المخاطر المحتملة تلك التي تقترن بتنوع أساليب الإستثمار، وهي اللجوء إلى عقود الإختيار التي تتضمن العديد من الخيارات المشروعة التي أجازها الفقه الإسلامي، ومن أهمها خيار الشرط وخيار الرؤية وخيار العيب وخيار المجلس، وعقد الإختيار هو عقد يعطي لحامله الحق في إتمام البيع أو رد المبيع على ضوء القيود والشروط المتفق عليها والتي تتفق مع أصول الفقه الإسلامي وتسري ضمن إطاره[2].

أضف إلى ذلك ما تقتضيه عملية إنجاح العملية الإستثمارية من دراسة جيدة لعمليات الإستثمار نظريا وعمليا، بما ينسجم ومقاصد الشريعة وحسن اختيار العملاء والمضاربين والمشاركين، وكذلك ملازمة الرقابة والمتابعة المستمرة ولا سيما الواردات والصادرات وتخصيص دخل ثابت يدعم حالة الأزمات التي من المحتمل أن تحصل عند المستثمرين، وهو ما يدعم المركز المالي للعمليات القائمة والأنشطة المتاحة في الأسواق المالية[3].

[1] **مرجع سابق**، ص:31.
[2] **نفس المرجع**، ص:31-37.
[3] رمضان حافظ عبد الرحمان، **مرجع سابق**، ص:49.

المبحث الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في تطوير الكفاءة التشغيلية للتمويل المستدام

بدأت المؤسسات المالية الإسلامية في الظهور منذ نهاية الستينات من العقد الماضي في إطار تلبية رغبات المستثمرين والمدخرين المسلمين، واستجابةً لنداءات العديد من المؤسسات المالية الإسلامية ذات الطابع الإقليمي والدولي، وقد كان التحدي الأساسي لهذه المؤسسات هو كيفية إجراء مختلف عمليات الوساطة المالية من حشد للمدخرات وتوظيفها دون اللجوء لآلية سعر الفائدة، لكل ذلك بدأت حركة دؤوبة وواسعة من الإجتهاد المالي لاستنباط أدوات مالية إسلامية تخدم أغراض إدارة السيولة والربحية لهذه المؤسسات، بجانب الإستجابة لاحتياجات العملاء المتزايدة من المنتجات والخدمات المصرفية والمالية الملائمة[1].

ولهذا كانت البداية مصرفية بصياغة العقود الاسلامية للتمويل والبيوع والإستثمار في جانبي حشد وتوظيف الموارد بالمصارف الاسلامية، ومع التطور الكبير والنجاح منقطع النظير للمؤسسات المالية الإسلامية علي مستوى العالم، طرأت حاجات جديدة لهذه المؤسسات في إطار تأقلمها المستمر مع متغيرات البيئة المالية الدولية، تتمثل في الحاجة لأدوات لإدارة السيولة والمخاطر ودعم الربحية للمؤسسات علي المستوى القصير، وكذلك لتوفير تمويلات مستقرة في الأجلين المتوسط والطويل للمشروعات الكبرى سواء الخاصة أو الحكومية، واستجابة لذلك تم تطوير الأدوات الإسلامية المستندة على عمليات أسواق رأس المال فكانت الأسهم العادية والصكوك مختلفة الآجال، وذلك على خلفية انتشار فكرة الأسواق المالية في مختلف الأقطار الإسلامية، وقد ساعد في انتشار هذه الأدوات المالية، الإستخدام المكثف لها من قبل الحكومات الإسلامية في كثير من الدول لأغراض إدارة موازناتها العامة بعيدا عن الأدوات التقليدية والتي في أغلبها تعتمد على الإستلاف المصرفي والتمويل بالعجز وغالبا ما يستتبعه ضغوط تضخمية عالية قد تهدم أهداف هذه الموازنات[2].

[1] نقاشي محمد ابراهيم، **عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الاسلامية**، المؤتمر العالمي حول مقاصد الشريعة الاسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، 2006، ص:19.
[2] لقمان محمد مرزوق ، **دور البنوك الإسلامية في تطوير اقتصاديات الدول المغاربية**، البنك الإسلامي للتنمية، ندوة 24 ، ص:125.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية كبديل لسد الإحتياجات التمويلية للموازنة العامة

الصكوك الإسلامية كأداة تمويلية تصلح للإستعمال من قِبل الحكومات والبنوك الإسلامية والشركات الإستثمارية ومؤسسات الوقف الإسلامي في تعبئة الموارد المالية لتنمية مواردها بالطريقة التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث تحتاج هذه المؤسسات إلى مختلف صور التمويل في شتى المجالات والعبرة تتمثل في كون الغاية المقصودة ووسيلة تحقيقها مشروعة ومعتبرة، كما أن الإحتياجات التمويلية التي تحتاجها المؤسسات سواء كانت العامة أو الخاصة أو الخيرية مختلفة تبعاً لاختلاف طبيعة العمل وتنوع الغاية من التمويل المطلوب، والتي يمكن إجمالها فيما يلي:

- تمويل السيولة التشغيلية اللازمة؛
- تمويل المواد الأولية والبضائع اللازمة؛
- تمويل الآلات والمعدات والسيارات اللازمة؛
- تمويل المباني والإنشاءات والأثاث اللازم.

حيث تتنوع الصكوك الإسلامية تبعاً لاختلاف نوع الموجودات التي تمثلها، وهذه الموجودات إما أن تكون من الأعيان أو المنافع أو النقود أو الديون مجتمعة أو متفرقة، وفي هذا الإطار نجد أن التشكيلة المتنوعة من الصكوك الإسلامية سواءًا من حيث أساليب العقود الموجهة للشريحة العريضة من الجمهور والتي تُتيح فرص تعزيز الكفاءة التمويلية الذاتية للحكومة أو المؤسسة، بعيدا عن التسليف والإقتراض والتمويل بالعجز، هذا من جهة ومن جهة أخرى المجالات الكثيرة التي تغطيها عقود الصكوك الإسلامية من الإقتصادية إلى الإجتماعية مرورا بالبيئية بما يُتيح تحقيق أهداف الموازنة ومنافع الصالح العام[1].

وبناءً على ما تقدم يمكن تحديد طبيعة الإحتياجات التمويلية للموازنة العامة، وذلك من خلال النظر إلى جانب النفقات العامة، حيث تشمل ما يلي[2]:

أولاً. القطاعات الزراعية:

وهى النفقات العامة التي تكون موجهة نحو حقول الزراعة والإنتاج الحيواني، وبالتالي يمكن تلخيص إحتياجاتها التمويلية فيما يلي:

- تمويل المواد الخام اللازمة؛
- تمويل الآلات والمعدات اللازمة.

[1] حمود سامي حسن، **الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة**، ط2، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مكتبة الملك فهد الوطنية، 1999، ص:41 .
[2] **مرجع سابق**، ص:41-43.

ثانياً. القطاع الصناعي:

وهى النفقات العامة التي تكون مُوجهة نحو تصنيع المواد الأولية وبيعها كمنتجات نهائية، وبالتالي يمكن تلخيص احتياجاتها التمويلية فيما يلي:

- تمويل السيولة التشغيلية اللازمة؛
- تمويل المواد الخام الضرورية اللازمة؛
- تمويل الآلات والمعدات اللازمة.

ثالثا. القطاع التجاري:

وهى النفقات العامة التي تكون مُوجهة نحو التجارة، أي شراء وبيع المواد والسلع، وبالتالي يمكن تلخيص إحتياجاتها التمويلية فيما يلي:

- تمويل البضائع والمواد الأولية اللازمة؛
- تمويل الآلات والسيارات اللازمة.

رابعا. المشروعات العقارية:

وهى النفقات العامة التي تكون مُوجهة نحو مجال إنشاء الإسكان وتطوير الأراضي، وبالتالي يمكن تلخيص إحتياجاتها التمويلية[1] فيما يلي:

- تمويل المواد الخام اللازمة؛
- تمويل تطوير الأراضي والعقارات اللازمة؛
- تمويل إنشاء الأبنية السكنية والتجارية والصناعية اللازمة.

خامسا. القطاع الخدماتي:

وهى النفقات العامة التي تكون مُوجهة نحو مشاريع الموانئ البحرية والبرية والجوية والسكك الحديدية، وبالتالي يمكن تلخيص إحتياجاتها التمويلية[2] فيما يلي:

- تمويل السيولة التشغيلية اللازمة؛
- تمويل المعدات والآلات والسفن والطائرات والسكك الحديدية...

[1] فؤاد محمد محيسن، **الصكوك الإسلامية ومجالات التطبيق**، بحث مقدم لمؤتمر الأردن، 2010، ص:16.
[2] **مرجع سابق**، ص:17.

المطلب الثاني : أمثلة عملية على تطبيقات أنواع الصكوك الإسلامية

إن ملائمة التمويل الذي تقدمه أساليب التمويل الإسلامي وفق نظام الصكوك الإسلامية لطالبي التمويل سواءًا الحكومي أو الخاص، يتمثل في تغطية جميع أنواع النفقات، من خلال تعزيز القدرة التمويلية الذاتية وفق الأهداف النهائية الحقيقية للتمويل، وعملا بالضوابط الإسلامية وبما يحقق الربحية المناسبة والمنفعة العامة. ومن هذه الأمثلة حسب طبيعة الصكوك الإسلامية مايلي[1]:

1. **مثال على صكوك الإستصناع:** صكوك الدرة بالبحرين، حيث قامت بتمويل الإستصلاح والبنية التحتية الأساسية للمرحلة الأولى لإنشاء أكبر مدينة سكنية وترفيهية على الطراز العالمي بكلفة 1 مليار دولار أمريكي. وقد اقترح عدد من الباحثين إصدار صكوك الإستصناع بحيث تتمكن شركات الملاحة والطيران وغيرها من استصناع حاجاتها اللازمة من طائرات وسفن وفق إحتياجات معينة وذلك بإصدار صكوك إستصناع مخصصة لتمويل البناء ضمن المواصفات المحددة ...

2. **مثال على صكوك المرابحة:** ما قام به بنك أركابيتا البحريني من تنظيم إصدار صكوك مدعومة بالمرابحة متعددة العملات بقيمة 200 مليون دولار.

3. **مثال على صكوك المشاركة:** تُدار على أساس الشركة أو المضاربة، مِثالها صفقة صكوك طيران الإمارات بمبلغ 550 مليون دولار أمريكي وذلك لتطوير وإنشاء مبنى جديد للشركة.

4. **مثال على صكوك الإجارة:** ما قامت به شركة دار الأركان للتطوير العقاري السعودية من إدراجها صكوكا إسلامية في سوق البحرين للأوراق المالية بقيمة مليار دولار أمريكي، وقد ازداد عدد الدول التي أصدرت صكوك إجارة إسلامية لتشمل البحرين حيث السوق الإسلامية العالمية*، وقطر وماليزيا ولبنان، كما طرحت حكومة إمارة دبي ممثلة في دائرة الطيران المدني للإكتتاب العام صكوك الإجارة الإسلامية لجمع 750 مليون دولار بهدف تمويل أعمال المرحلة الثانية من مشروع توسعة وتطوير مطار دبي الدولي التي تقدر تكلفتها الإجمالية بنحو 4.1 مليار دولار.

---

[1] أنظر الموقع [على الخط]، متاح على: www.arabic peapldaily.com.cn/200208/13، وكذلك موقع السوق المالية الاسلامية الدولية [على الخط]، متاح على: www.iifm.net

* تأسست في البحرين في أفريل من عام 2002 السوق المالية الإسلامية العالمية كمؤسسة دولية غير هادفة للربح تسعى نحو توفير السيولة الكافية للبنوك العالمية، كما تهدف إلى تطوير سوق إسلامية عالمية أولية للإصدار وبالتالي خلق سوق ثانوية لتداول أدوات سوق المال الإسلامية . وقد بدأت البحرين بإصدار صكوك إسلامية تسمى صكوك السلم قيمتها 25 مليون دولار بشكل شهري، كما طرحت صكوك إجارة مدتها خمس سنوات بقيمة مليون دولار عام 2005، وقد بلغ عدد البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية التي تنتمي لهذه السوق أكثر من250 بنك وبيت تمويل إسلامي ، أنظر كذلك موقع السوق[على الخط].متاح على: www.iifm.net

وكان من أكبر الإصدارات الإسلامية بعد مشروع مطار دبي، الإصدار القطري (700 مليون دولار)، والإصدار الماليزي (600 مليون دولار) وإصدار البحرين (250 مليون دولار)، وإصدار البنك الإسلامي للتنمية (400 مليون دولار)، وكلها اعتمدت صكوك الإجارة[1].

ويتم استثمار النسبة الكبرى من الأموال الإسلامية في مجالات العقار وتمويل تأجير الطائرات والسفن وبعض مشاريع الطاقة والبنى التحتية[2].

5. **مثال صكوك السلم:** لعلَّ المثال العملي على صكوك السلم ما قامت به حكومة البحرين من اختيار الألمنيوم ليكون الأصول الأساسية لعقد السلم وذلك بتفويض بنك البحرين الإسلامي بإعطاء وعود لبيع الألمنيوم إلى المشتري بتاريخ مستقبلي محدد مقابل دفع كامل الثمن مقدما.

المطلب الثالث: فعالية الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد على الإستثمارات

تعتبر عملية حشد المدخرات المالية المستقرة من المهام الأساسية لأجهزة الوساطة المالية في أي اقتصاد سواء كان نامياً أو متقدماً، إذ تشكل العمود الفقري لتلبية احتياجات المؤسسات والحكومات من التمويل للأغراض المختلفة، حيث تطورت وسائل حشد الموارد في الإقتصاديات النامية والمتقدمة على السواء، وأصبحت تعتمد على عمليات أسواق رأس المال بصورة كبيرة بفضل تطور هذه الأسواق وزيادة فرص توسعها وترابطها مع الأسواق المالية الدولية، إذ أصبحت مهيكلة وتعتمد على عدة أطراف بغرض تصميم منتجات تلائم احتياجات مختلف المستثمرين[3].

أولا. دور الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة تعبئة المدخرات:

مع التطور الهائل للمؤسسات المالية الإسلامية ونجاحها عالميا بشهادة المؤسسات النقدية الدولية التي فتحت نوافذاً إسلامية لها في البلدان الإسلامية، تراكمت لهذه المؤسسات أصولا ضخمة من الذِّمم والتمويل والإستثمارات بجانب الموجودات الأخرى في ميزانياتها السنوية بصورة جعلت العائد على هذه الموجودات يتناقص باستمرار بسبب صعوبة تدوير هذه الأصول وتسييلها لإعادة استخدامها إستجابة لحاجات العملاء، وتزامن مع هذه الظروف تطور في الأسواق المالية الدولية وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية حركة التوريق Securitization، لذا كانت الفرصة ملائمة

[1] إحصاءات خاصة بسنوات 2007-2008، [على الخط]، متاح على: www.zawya.com، (تاريخ الاطلاع 19ديسمبر 2011).
[2] كمال توفيق حطاب، **الصكوك الاستثمارية الاسلامية والتحديات المعاصرة**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009، ص:15.
[3] **مرجع سابق**، ص:16.

للمؤسسات المالية الإسلامية، بما فيها الحكومات للإستفادة من هذه التِقانة المهمة والمساعدة في عمليات تحرير الأصول وتسييلها في شكل أدوات تمثل فرصا استثمارية متنوعة للمستثمرين تساعدهم في تنويع محافظهم الإستثمارية بصورة مُثلى. ومن هذا المنطلق، بدأت حركة نشطة من البحوث والتطوير لتأصيل هذه التقانة وإتاحتها في شكل إسلامي يلائم الأهداف الكلية والجزئية[1].

ويمثل العمل بالصكوك الإسلامية وتطويرها في النظام المصرفي العربي والإسلامي بل والعالمي حجر الزاوية في هذا السياق، لما يمثله ذلك من رفع كفاءة تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد على الإستثمارات (الفعالية) والإحتياجيات التمويلية المختلفة (الكِفاية التمويلية)، خاصة مع معدلات النمو المرتفعة في المدخرات في المصارف الإسلامية، التي تصل في بعض التقديرات إلى ما يتراوح ما بين 15 – 20% في العام.

فمثلا تشمل الصكوك التي تُصدرها البنوك الإسلامية طائفة عريضة متنوعة منها: صكوك المضاربة (المخصصة والعامة)، صكوك المشاركة (الدائمة والثابتة والمتناقصة)، صكوك الإجارة، صكوك السلم، صكوك الإستصناع، صكوك البيع الآجل، صكوك المرابحة، صكوك المتاجرة في السلع والمتاجرة في الأوراق المالية[2].

وتتميز هذه الصكوك بقدرتها على تعبئة مدخرات من مختلف الفئات، نظراً لتنوع الأجل (قصير، متوسط، طويل) وتنوع الفئات من حيث المبالغ المالية وتنوع الأغراض والإستجابة للرغبات (صكوك مخصصة)، ومن حيث طريقة الحصول على العائد (عائد رأس مالي أو عائد دوري)، ومن حيث السيولة، صكوك متداولة في السوق الثانوي وصكوك غير متداولة، أو يتعهد البنك بشراء ما يعرِضه للبيع من حملة الصكوك، أو مؤسسة أو جهة أخرى ملتزمة بالتسييل للصك، ومن حيث تَدنِية المخاطرة مثل الصكوك العامة للتنويع في توظيفاتها، أو الصكوك المضمونة من طرف ثالث، أو المؤمَّن عليها تأمينا تكافليا، حيث يُدافع البعض عن ضرورة توفير ضمان للصكوك للرغبة الشديدة في اتخاذ الوسائل لإنجاح البنوك الإسلامية خاصة مع حداثة تجربتها ومع كثرة مخاطر الصناعة المصرفية وانعكاس هذه المخاطر على الإقتصاد بكامله[3].

[1] لقمان محمد مرزوق، **مرجع سابق**، ص:137.
[2] دليل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس العام للمؤسسات والبنوك المالية الإسلامية، 2002، البحرين، ص:3-4.
[3] عبدالملك منصور، **مرجع سابق**، ص:17.

ويظهر لنا مما سبق اختلاف أنواع صكوك المصارف الإسلامية لتلبي مختلف رغبات المدخرين وتشبع تفضيلاتهم وتناسب أوضاعهم مما يجعلها أداة فعالة للوصول إلى أكبر حجم من المدخرات المحتملة.

ثانيا. دور الصكوك الإسلامية في تمويل وتوجيه المشروعات التنموية:

تُشير التوقعات بزياة حجم سوق الصكوك الإسلامية إلى أكثر من 450 مليار دولار خلال السنوات الخمس القادمة (بحلول 2015)، الأمر الذي يؤكد قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكُبرى مثل مشروعات البنى التحتية كالنفط والغاز والطرق والمطارات والموانئ وغيرها من المشروعات التنموية وكذلك لتمويل التوسعات الرأسمالية للشركات[1] Corporate .

حيث تؤكد التجارب العملية لإصدارات الصكوك في عدد من البلدان الإسلامية والخليجية والإفريقية قدرتها على تمويل المشروعات التنموية الكبرى وفي ذلك تحقيق قيمة مضافة أكبر للإقتصاد، ولهذه الصكوك توجد بعض المعالم البارزة في التجارب العالمية في إصدار الصكوك الإسلامية (السيادية) Notable sukuk وللشركات يمكن ايجازها فيما يلي[2]:

1. تمويل مؤسسة الموانئ والجمارك والمنطقة الحرة في دبي بمبلغ تجاوز 2.8 مليار دولار وذلك عبر صكوك إسلامية مصدرة بواسطة بنك دبي الإسلامي؛
2. صكوك شركة "خزانة" الماليزية، بحجم 750 مليون دولار؛
3. صكوك كَرَافان السعودية بحجم 98 مليون ريال وهي عملية تصكيك أسطول سيارات أجرة؛
4. صكوك شركة سابك بقيمة 3 مليارات ريال؛
5. صكوك الإستثمار الصادرة عن البنك الاسلامي للتنمية – جدة بقيمة 400 مليون دولار؛
6. أصدر البنك الإسلامي الأردني مجموعة من المحافظ الإستثمارية التي تقوم على فكرة صكوك المقارضة عام 1997؛
7. صكوك التأجير المُرتبطة بمطار البحرين الدولي والمُصدرة بواسطة مؤسسة النقد البحريني نيابة عن حكومة البحرين؛

[1] زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، المؤتمر الدولي للصيرفة والتمويل الإسلامي، 2010، ص:8.

[2] احصاءات مركز دبي المالي العالمي، 2010، [على الخط].متاح على موقع السوق المالية الاسلامية الدولية، البحرين: www.iifm.net، (تاريخ الاطلاع 11 جانفي 2012).

8. قامت حكومة دبي ممثلة بدائرة الطيران المدني بالتوقيع مع ستة بنوك إسلامية تحت إدارة بنك دبي الإسلامي لإصدار صكوك إجارة إسلامية بحجم مليار دولار أمريكي، تمَّ تغطيتها بالكامل لتمويل توسعة مطار دبي؛

9. أصدرت مؤسسة نقد البحرين حتى نهاية العام 2007 صكوكا قيمتها1.3 مليار دولار في تسعة إصدارات منذ عام 2001 تم إدارج جزء منها تبلغ قيمته 780 مليون دولار في سوق البحرين للأوراق المالية، كما أصدرت المؤسسة أيضا "صكوك السلم" وهي صكوك شهرية بقيمة 25 مليون دولار من أجل امتصاص السيولة الزائدة في السوق ولكنها لم تُدرجها في البورصة؛

10. صكوك الإجارة الدولية لحكومة قطر Quatar GlobalSukuk بقيمة 700 مليون دولار لتطوير مدينة حمد الطبية؛

11. ولاية ساكسوني- أنهالت الألمانية كأول مُلتزم سيادي يُصدر صكوكا إسلامية في بلد غير مسلم بحجم 100 مليون يورو؛

12. صكوك إجارة – شركة تبريد الإماراتية بحجم 100 مليون دولار عام2002 وكذلك 250 مليون دولار في العام 2006؛

13. صكوك الإنتفاع لمنشئات البحرين بحجم 340 مليون دولار؛

14. صكوك إجارة (دُرة البحرين) بمبلغ 152.5 مليون دولار؛

15. صكوك إجارة حكومة باكستان بحجم 600 مليون دولار؛

16. صكوك المشاركة بحجم 200 مليون دولار Dubai MCE؛

17. صكوك الاجارة – طيران الإمارات بحجم 550 مليون دولار؛

18. صكوك مشاركة دار الإستثمار- البحرين بحجم 100 مليون دولار؛

19. صكوك الإستثمار لشركة أملاك الإماراتية بحجم 250 مليون دولار؛

20. صكوك شركة سابك السعودية بحجم 3 مليارات ريال سعودي؛

21. شهادات المشاركة الحكومية شهامة – السودان لتمويل عجز الموازنة؛

22. شهادات إجارة بنك السودان المركزي (شهاب) قائمة على فكرة البيع ثم إعادة التأجير، بغرض إدارة السيولة فيما بين المصارف؛

23. صكوك الإستثمار الحكومية (صَرْح) وهي قائمة علي صيغة المضاربة في حشد الموارد وصيغة الإجارة والإستصناع والمرابحة في جانب توظيف الموارد – السودان.

وغيرها من الإصدارات في البلدان الإسلامية وغير الإسلامية، وبالأخص لِصناديق الإستثمار الاسلامية في الأسهم والسلع والمعادن وغيرها من الموجودات.

ثالثا. مميزات الإصدارات الإسلامية لتمويل المشاريع:

بصورة عامة تميزت الإصدارات السابق ذكرها بالآتي[1]:

1. وجود التصنيف الإئتماني بما يساعد في سرعة ترويجها وتغطيتها؛
2. طول الأجل بما يسهم في توفير موارد مستقرة؛
3. الإدراج في الأسواق المحلية والدولية بما يقلل من مخاطر التسويق؛
4. أُصدرت بموجب فتاوى هيئات رقابة شرعية معترف بها.

وتعود أسباب زيادة الإعتماد على الصكوك الإسلامية بصورة متزايدة لتمويل المشروعات التنموية لعدة أسباب منها[2]:

1. توسُّع رُقعة الحلول والمنتجات المالية الإسلامية التي تُواكب احتياجات قطاعات واسعة من المستثمرين سواء الحكومات أو الشركات؛
2. الدعم الحكومي سواء بالتشجيع من خلال القوانين المنظمة للصكوك الاسلامية أو من خلال إصدارها بواسطة البنوك المركزية والمساهمة في تغطيتها (مثال صكوك السلم بمملكة البحرين) وذلك لكونها أحد أدوات تطوير أسواق المال بهذه الدول؛
3. زيادة السيولة وبالأخص في الدول المصدرة للنفط ؛
4. تراكم الفوائض النقدية العربية بعد أحداث الحادي عشر من شهر سبتمبر 2001؛
5. زيادة حجم الطلب على الصكوك الاسلامية نتيجة لنموها بمعدلات تتجاوز 45% * سنوياً؛
6. وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية والممارسات ذات الطبيعة المُنمَّطة التي تنظم اصدار هذه الصكوك والتعامل فيها[3]؛

---

[1] فؤاد محمد محيسن ، **نحو نموذج تطبيقي اسلامي لتوريق الموجودات** ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، الاكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية ، الاردن، 2006، ص:251.

[2] محاضرات للدكتور فتح الرحمن علي محمد صالح للبنك الاهلي المصري في إطار برنامج تدريبي بتنظيم من اتحاد المصارف العربية – القاهرة ديسمبر2006، ص:200.

* يمكن مراجعة موقع مركز ادارة السيولة- البحرين،

[3] معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامي، البحرين، [على الخط]، متاح على: www.aaoifi.com .

7. وجود القوانين التي تؤطر لصناعة التصكيك وبالأخص في البلدان التي بها بورصات تتعامل في أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية[1]؛

8. زيادة الإحتياج لرأس المال الكثيف لتمويل المشروعات التنموية الكبري مثل مشروعات الطاقة والبترول والغاز الطبيعي، ومشروعات التشييد والإعمار العقاري الكبير. فعلى سبيل المثال تدرس دولة قطر اللجوء إلى الصكوك الإسلامية لتمويل ما يصل إلى 60 مليار دولار من مشروعات الطاقة بحلول عام2013، وأيضاً الكويت في حدود 46 مليار دولار في السنوات المقبلة لتطوير صناعة الطاقة قد يُموَّل جزء منه عن طريق الصكوك الاسلامية؛

9. حققت تجربة إصدار الصكوك الإسلامية قبولاً مقدَّراً من قبل المستثمرين المسلمين وغير المسلمين بسبب عوائدها المرتفعة نسبياً مقارنة بالأدوات المالية الأخرى؛

10. وجود هيئات رقابة شرعية ضمن هيكلية إصدار هذه الصكوك تضمن سلامة إجراءتها بما يتوافق ومصالح المستثمرين فيها؛

11. زيادة حجم الإصدارات من الصكوك الاسلامية يوفر أدوات مهمَّة لإدارة السيولة ودعم الربحية للمؤسسات سواء المصرفية أو الإقتصادية المتعاملة في هذه الصكوك؛

12. دخول بلدان غير إسلامية في سوق اصدارات الصكوك الاسلامية حيث تعتبر ولاية ساكسوني- أنهالت الألمانية، أول ملتزم سيادي يُصدر صكًّا إسلاميا في بلد غير مسلم بحجم 100 مليون يورو. وكذلك العديد من الشركات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال السنوات الأخيرة، بجانب صكوك البنك الدولي في عام 2005 بحجم 200 مليون دولار؛

13. نجاج النموذج الماليزي كأكبر داعم لحركة الصكوك الاسلامية، حيث يمثل هذا السوق حوالي 75% من إجـمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم (شركات الغاز والنفط بشكل خاص)؛

14. تأسيس مؤشرات في بلدان أجنبية لقياس أداء الصكوك العالمية المتوافقة مع الشريعة مثل مؤشر داو جونز سيتي غروب للصكوك والذي أطلق في ذروة نمو هذه السوق عام 2006[2]؛

15. تنامي الوعي المالي في أوساط المستثمرين سواء على مستوى الشركات أو الأفراد بسبب سرعة وتيرة الإتصال بين الأسواق المالية العربية والدولية، إضافة إلى عوامل العولمة المالية وضعف

[1] نشرات صحفية ، صندوق النقد الدولي ،2008 ، [على الخط]، متاح على: www.imf.org، (تاريخ الاطلاع 15جانفي2012).
[2] لمزيد من التفاصيل راجع كتاب المعايير الاسلامية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية- وتحديثاته، البحرين 2007، ،ص:15، [على الخط]، متاح على:www.AAOIFI.com.

القيود أمام حركة الأموال، كل هذه العوامل أسهمت في تكوين وعي مالي مناسب في الأوساط العربية والإسلامية من شأنه أن يُسرِّع من استجابة المستثمرين لمَوجات عمليات التصكيك بصورة مناسبة[1]؛

16. توفر الموجودات الجاذبة للمستثمرين والقابلة للتصكيك؛

17. وجود المؤسسات المالية الوسيطة القادرة علي القيام بأعمال التصكيك، إلى جانب توفر المكاتب التي تقدم خدمات المحاسبة والمراجعة والإستشارات المالية والفنية اللازمة[2]، وغيرها من الأسباب.

المطلب الرابع: كفاءة الصكوك الإسلامية في احتواء الأزمات المالية والتقلبات الدورية

أولا. تعريف الدورة الإقتصادية:

يمكن تعريف الدورة الإقتصادية على أنها تلك التقلبات الدورية في مستوى النشاط الإقتصادي الكلي مثل: مستويات الإنتاج والدخل والعمالة والأسعار... حيث يرتبط عدم الإستقرار الإقتصادي بفترات ركود أو كساد أو حالات تضخم وبطالة[3].

حيث يُعتبر النظام الرأسمالي السبب الرئيسي للأزمات الدورية الناتجة عن التقلبات الإقتصادية المرتبطة بالصعود غير المنضبط الذي يصاحبه الإفراط في تسهيل الإئتمان، مما يؤدي إلى مبالغة في قيم الأصول، هذا بدوره يشجع على الإستدانة برهن الأصول، مما يزيد من ارتفاع أسعارها ومن ثمّ تصبح السوق في حالة فقاعة قابلة للإستمرار والنمو التلقائي[4].

فمشكلة النظام الرأسمالي أنه لم يحترم آلية السوق بما يكفي، فعندما تكون الأسواق في حالة نمو وازدهار، يمنع أنصار السوق الحرة أي محاولة لإصدار قوانين أو تشريعات تُقيّد ممارسات المجازفين؛ ولكن عندما تظهر ملامح الأزمة يصبح التدخل الحكومي مَطلبا ضروريا لإنقاذ الإقتصاد، بمعنى أنّ آلية السوق تتحقق فقط في حالة الرواج والإنتعاش؛ لكنه يختفي في حالة الكساد والإنكماش!

---

[1] عبد القوي ردمان محمد عثمان، **الصكوك الاسلامية وادارة السيولة**، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات الاسلامية دمشق- سوريا، 2009، ص:18- 20.

[2] **مرجع سابق**، ص:28.

[3] Robert Gray , **Development and the Future of the Sukuk Market** , WIBC 2003 , Kindom of Bahraian, p27.

[4] معبد علي الجارحي، **الأزمة المالية العالمية والتمويل الإسلامي**، مصرف الإمارات الإسلامي، 2008، ص:15.

ثانيا. إستقرار النظام المصرفي والمالي الإسلامي:

يُعتبر نظام التمويل الإسلامي أكثر إستقراراً للإعتبارات التالية[1]:

1. مشاركة المودعين والمساهمين في المخاطرة تؤدي إلى تجنب الإنهيار وقت الأزمات؛
2. عدم تداول الديون في سوق ديون متكاملة يمنع من الإختلال والعدوى؛
3. إرتباط التدفقات النقدية بالتدفقات السلعية يؤدي إلى زيادات متوازنة في الطلب والعرض؛
4. منع عقود الرِّبا والغرر وبيع البائع ما لا يملكه من أصول يؤدي إلى تحجيم المجازفات في الأسواق؛
5. والأهم من ذلك أنَّ العمل على إلغاء الفائدة الربوية من شأنه أن يضبط التوسُّع في الإئتمان؛ بحيث لا تتحوَّل السوق إلى فقاعة في حالة الرواج، أما في حالة الكساد فإن مبدأ إنظار المُعسِر من شأنه أن يقلِّل من معدل تراجع أسعار الأصول؛ وبالتالي تجنب الإنزلاق إلى حالة الإنهيار[2].

وفي نظرنا أن الإستراتيجيات التي ستضمن فعالية في معالجة الأزمات، هي تلك القائمة على العمل بالصكوك الإسلامية المتضمنة للإستثمار الحقيقي وليس مجرد إقراض تجاري (أو تجارة الديون)، وإنما تعمل على توظيف الموارد المالية المتاحة حسب الصيغ التي تعتمدها الشريعة الإسلامية من مضاربة ومشاركة وإجارة وسلم...

ثالثا: فعالية التمويل وفق الصكوك الإسلامية في معاجة الأزمات

المُتوقع من طبيعة العمل وفق الصكوك الإسلامية ضمن ضوابط التمويل الإسلامي، أن تساهم بشكل فعَّال في معالجة الأزمات، وذلك من خلال أنَّ:

1. **الصكوك الإسلامية أداة رئيسية لتوسيع قاعدة الإدخار الوطني المُعد للإستثمار:** إنَّ معدلات الربحية تتغير بمرونة أكبر بكثير من أسعار الفائدة في إطار آليات التمويل بالدين، ومن ثمَّ فإنها أكثر قدرة على جذب المدخرات لأغراض الإستثمار، فالمدِّخرون ينتظرون من المصارف التجارية فائدة على أموالهم في حين أن المدَّخرون المستثمرين ينتظرون عائدا على أموالهم نتيجة استثمارها، والعائد على الإستثمار (الربح) يرتبط مباشرة بالنشاط الإنتاجي، ومن المنطقي أن أي شخص يريد إستثمار مدخراته سوف يجد حافزا أكبر كلما توقع ربحا أكبر، وخاصة بتعدد الأساليب ومجالات الإستثمار ضمن

[1] معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، **مرجع سابق**، ص:44.
[2] مظهر قنطقجي، **أيهما أصلح في الإستثمار معيار الربح أم معيار الفائدة**، مرجع سابق، ص:29-32.

آليــة الصكـوك الإسلامية خاصة آلية المشاركة، وهذا أمر لا يتحقق في إطار نظام الفائدة حيث أن هناك قيودًا عديدة على ارتفاع سعر الفائدة في السوق المصرفية، قيودًا يضعها البنك المركزي لأهداف اقتصادية كلية وقيودًا أخرى لأغراض السياسات الإئتمانية والمُقدرة (solvency)، وهذا ما أثبتته نظريات متعددة على أن الأرباح المحققة هي التي تنمي الإدخار لأجل الإستثمار[1].

2. **الصكوك الإسلامية أداة لتوسيع قاعدة الإستثمار الوطني:** بيَّنت دراسة قام بها مكتب دراسات وأبحاث (المجموعة الدولية للمال والأعمال) في الغرب حديثا أنّ 6% من أصحاب المقاولات يرفضون القروض الربوية رغم حاجتهم لها، وإنهم مستعدون لاستخدام التمويلات المبنية على المشاركة، بالإضافة إلى الصيغ الأخرى، ففي السودان مثلا: تضاعفت الودائع الإستثمارية 20 مرة في غضون خمس سنوات من بدأ تطبيق تجربة أساليب التمويل الإسلامية مماعزز الإدخار الإستثماري، في الوقت الذي ارتفعت فيه الودائع تحت الطلب بشكل بطيئ[2].

من جهة أخرى أتاحت المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تمويلا لم يكن متاحا لأصحاب المشـروعات الصغيـرة، بحيـث كانوا دائما(في كل أنحاء العالم) يعتمدون على مدخراتهم الخاصة والعائلية، فإذا واجهوا مشكلة تمويلية إضطروا إلى سوق الإئتمان غير الرسمي أو سوق الربا الفاحش والذي تصفه الدراسات المتخصصة أنه مُدار من قِبل حيتان القروض؛ حيث ترتفع أسعار الفائدة فيه أحيانا 1000% في السنة أو أكثر، ولعلَّ أبرز وأنجح التجارب في التمويل الصغير هي تجربة "بنك فيصل فرع أم درمان"، و"بنك جيريمين"، رغم أن هناك تجارب عديدة ناجحة في إندونيسيا وبنك الفقراء في بنغلاديش وماليزيا ومصر والأردن[3].

3. **الصكوك الإسلامية تساهم مبدئيا في مقاومة التضخم وبالتالي في استقرار الإقتصاد:** ذلك أن نمو الكتلة النقدية في الإقتصاد الوطني الذي من المحتمل أن يتحول إلى تضخم، مرتبط في نظام التمويل بالمشاركة والمضاربة بنسبة الأرباح من الودائع الاستثمارية، وليس مرتبطا بنسبة الفوائد المترتبة على القروض؛ أي أن الإرتباط مُتعلق بالإنتاج الحقيقي وليس بإنتاج الأموال عن طريق الفوائد المصرفية[4].

---

[1] زايري بلقاسم مهدي ميلود، **علاقة المؤسسات المصرفية بالأزمات المالية في ظل النظامين الليبرالي والإسلامي**، الملتقى الدولي بسطيف، 2009، ص:833.

[2] عمر راشد، **تطور دور المصارف الإسلامية في التنمية الإقتصادية والإجتماعية**، 2009، ص:20، [على الخط].متاح على: www.ukb.kw.

[3] محمد عبد الحليم عمر، **قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية**، ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور اسلامي وتأثيرها على الإقتصاديات العربية، مركز صالح كامل للإقتصاد الاسلامي، جامعة الأزهر، 2008، ص:76.

[4] سامر مظهر قنطقجي، **ضوابط الإقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات**، دار النهضة، دمشق، 2008، ص:132.

وهذا ما جعل الخبراء الأجانـب ـ ومنهم خبراء البنك الدولي ـ يعترفون بوفرة الإستقرار لدى أنظمة التمويل الإسلامي، مضاف إلى ذلك أن الخسائر المحتملة المترتبة على الإنتاج في النظام الربوي تتحول إلى فوائد مصرفية ربوية، وهي إضافة يتحملها المستهلك عن طريق رفع الأسعار، بينما نرى توزُّع تلك الخسارة في نظام التمويل الإسلامي بين ثلاث أطراف مساهمة وهي: المستثمر والمصرف والمُودع، حيث أن التكلفة تُخَفَّف من خلال تَحمُّل جميع الأطراف مَغرَم الخسارة[1].

4. **قدرة التمويل وفق الصكوك الإسلامية على توزيع المُتاح من الموارد النقدية على أفضل الإستخدامات:** الشائع أن المشروعات ذات العائد المنخفض التي يقل مستوى العائد فيها عن سعر الفائدة، فإنها لن تحصل على شيء من البنوك، وفقا لنظرية الكفاءة الحدية للإستثمار، فحينما ينخفض معدل العائد المُتوقع على مدى عمر المشروع الإستثماري عن سعر الفائدة السائد يصبح الإقتراض من المصارف أو أصحاب السندات غير ممكن على الإطلاق أو يُعتبر مغامرة فاشلة من بدايتها.

أيضا من جهة ليس من الضروري أبدا أن تكون المشروعات الأعلى عائدًا أكثر رغبة في الإقتراض بالفائدة من المصارف، ومن جهة القدرة "Ability" على الحصول على الإئتمان المصرفي، فإن المشروعات الأعلى عائدًا قد تكون أقل قدرة على الحصول عليه إذا كانت ناشئة ولم تكون لنفسها سمعة أو مركزا ماليا قوياً، أو إذا كان هامش المخاطرة مرتفعا في أعمالها حتى وإن كانت ذات أهمية خاصة للإقتصاد[2].

فالحقيقة أن المصارف التجارية تتخيَّر عملاءها وفقا لمعيار الملاءة المالية " Credit Worthiness " لأنها تريد أن تسترد قروضها بالإضافة إلى الفائدة، ولا تعبأ بمن يحقق أقصى أو اقل عائد[3].

إن آلية عمل الصكوك الإسلامية تستطييع تحقيق ما عجز عن تحقيقه النظام الربوي؛ لأنه ببساطة لن تعتمد على قاعدة الملاءة المالية في توزيع الموارد النقدية على المشروعات واستخدام قروض بفائدة، وإنما تُعتمد صيغ قائمة على المشاركة في تحقيق الربح، ومن ثم فإنه لأجل تعظيم الأرباح الحلال، لابد أن يُعطى تفضيلا في عمليات التمويل للمشروعات الأعلى عائدا فالتي تليها، ومن ثم فهي تعتمد على الممارسات الكفؤة لعمليات الصكوك الإسلامية خاصة المشاركة، فكلما ارتبطت هذه العمليات

[1] **مرجع سابق**، ص:133.

[2] محمد عبيد الله، **تمويل الشركات من منظور إسلامي**، مركز أبحاث الإقتصاد الاسلامي، 2006، ص:41.

[3] **مرجع سابق**، ص:47.

بالمعدلات المُتوقعة للأرباح (مُقدَّرة على أُسس سليمة مع أخذ عنصر المخاطرة في الحسبان) وأيضا القدرة الإنتاجية أصبحت أكثر كفاءة، واقتراب استخدام الموارد النقدية المخصصة للإستثمار في المجتمع إلى وضع الإستخدام الأمثل لها[1].

كما يمكن تمويل (وفق صكوك القرض الحسن والصكوك الخيرية وصكوك الوقف) مشروعات ذات عوائد منخفضة نسبيا في إطار اعتبارات الربح الاجتماعي(Sosial Profit) كلما كان ذلك ضروريا وفقاً للمنهج الإسلامي في أولويات الاستثمار[2].

فالإعتماد على آلية سعر الفائدة لم ولن تنجح في توجيه الموارد إلى الإستخدامات الأكثر إنتاجية في الدول النامية، فالواقع لقد أدت السياسة الإقتصادية الكلية التي عمدت إلى إدارة سعر الفائدة إلى نتائج أسوء، والسبب في ذلك أن سعر الفائدة له دائما آثار متضاربة على الإقتصاد القومي والنشاط المصرفي، ومن ثم لا يمكن تحريكه بمرونة لأعلى أو لأسفل لأغراض توزيع الإئتمان المصرفي على نحو أفضل[3].

فالبنك المركزي ــ كما هو معروف ــ مُقيَّد في تحريكه لسعر الفائدة بأوضاع الدين العام الداخلي وميزان المدفوعات، وبالتالي يفرض قيدا على تغييرات سعر الفائدة لأغراض توزيع الإئتمان المصرفي، فإذا تم رفعه لأجل تنمية الودائع أدى هذا من الجهة الأخرى إلى آثار غير ملائمة لمن يقترضون للإستثمار؛ فالمصارف لابد أن تغطي بطريقة أو بأخرى فوائدها التي يستحقها المُودعون بفوائدها الدائنة التي تحصَّل عليها من المقترضين[4].

لقد أدت السياسات القائمة على سعر الفائدة إلى خفض كفاءة الإستثمار، إلى خفض المدخرات إلى حد المنع في البلدان ذات معدلات التضخم المرتفعة وإلى إساءة استخدام الموارد التمويلية.

إن آليات المشاركة والمضاربة والبيوع لا تواجه هذه الصعوبات في حالة التزام الناس شرط العودة إلى الحق الذي بيَّنه الله عزَّ وجلَّ، فلا يطالبوا بعوائد عن رؤوس أموالهم بينما يرفضون تحمل مخاطرة إستخدامها في النشاط الإنتاجي، حيث أن هناك تلقائية ودرجة عالية من المرونة في توزيع الموارد التمويلية من خلال الصكوك الإسلامية، وذلك بالإتفاق بين جمهور الصكوك ومنفذي المشروعات

[1] زايري بلقاسم مهدي ميلود، **مرجع سابق**، ص: 337.
[2] عمر راشد، **مرجع سابق**، ص:21.
[3] محمد عبد الحليم عمر، **قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية**، ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور إسلامي، مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، 2008، ص:18.
[4] **مرجع سابق**، ص:22.

الإستثمارية على مُفاضلتها حسب معدلات الأرباح المتوقعة العالية من المنخفضة، هذا من جهة ومن جهة أخرى حسب قاعدة الغُنم بالغُرم[1].

5. **الصكوك الإسلامية تساهم في استدامة التمويل بالتوزيع العادل للدخل الوطني:** نستطيع تقدير التأثير الهائل الذي يمكن أن يُحدثه التوزيع غير العادل للتمويل المصرفي على هيكل تـوزيع الدخـل القومي في أي مجتمع، فالتجارب بينت أن كبار العملاء (أثرياء أو شركات كبيرة) يحصلون على النسبة العظمى من التمويل المصرفي وبالتالي من الدخل والثروة، رغم أنهم ليسوا بالضرورة الأكثر كفاءة كما أشرنا سابقا إلى أن المصارف التي تعتمد نظام الفائدة لا تُقرض بالضرورة المشروعات الأكثر كفاءة والأعلى عائدا[2].

ومن الجهة الأخرى فإن نظام التمويل الإسلامي القائم على المشاركة والبيوع لا يعتمد على الملاءة المالية لأصحاب المشروعات الإستثمارية، وإنما يعتمد أساسا على جدوى المشروع الإقتصادي والثقة في جِدية صاحبه وخِبرته، وبالتالي فهي تفتح الطريق أمام توزيع أفضل للدخل الوطني نحو أفضل الفرص الممكنة[3].

المطلب الخامس: كفاءة الصكوك الإسلامية في استدامة التنمية الإجتماعية

إن النهوض بالمستوى الإنمائي للسوق ومدى نجاحه يعتمد على كفاءة هذه الأساليب وإمكانية المستثمر وخبرته التجارية، حيث إن القيام بمحاولة تحقيق التوازن الإقتصادي بعد رفع مستوى خط الفقر إلى مستوى خط الكفاية يتطلب تظافر الجهود العامة للمستثمرين، وأفضل من يحقق هذا التظافر أساليب المشاركة القائمة على مبدأ الغُنم بالغُرم، الذي يقتضي احتمالية الربحية مقابل احتمالية المخاطرة والخسارة.

حيث إن المُضي في منهج إنجاح العملية التنموية بواسطة إسهام أساليب الإستثمار الإسلامي يتطلب معالجة الفقر والمستوى غير اللائق من المعيشة، ومحاولة رفع دخول أصحاب الدخل المحدود كخطوة أولى، ثم المشاركة الجماعية في بناء سوق المال الاسلامية لتعطي ثمارها، من خلال إمكانياتها الشاملة، لتكون بالتضامن مع المستثمر الخطوة الثانية، أما الخطوة الثالثة فهي محاولة الوصول الى مرحلة التمكين الإنمائي الشامل الذي يُهيء المستثمرين لإخراج زكاة أموالهم المستحقة[4]، حيث إن لأساليب الإستثمار الإسلامي علاقة طردية مع الزكاة، وللزكاة علاقة طردية مع التنمية الإقتصادية، اذ

[1] فتح الرحمان علي محمد صالح، **ورقة عمل: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية**، إتحاد المصارف العربية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008، ص:18.
[2] **مرجع سابق**، ص:19-21.
[3] زايري بلقاسم مهدي ميلود، **مرجع سابق**، ص:840.

[4] حامد بن حسن بن علي الميرة، **صكوك الحقوق المعنوية**، ندوة الصكوك الاسلامية، جدة، 2010، ص:37.

كلما نجحت أساليب الإستثمار الإسلامي في تحقيق أهدافها ورفع مستوى الدخل عند المستثمرين المشاركين والمضاربين، كلما أدى ذلك الى زيادة الأرباح حتى تبلغ حد النصاب الواجب فيه إخراج نصيب الزكاة، إذن فهذه الأساليب تعمل على استمرارية وديمومة إخراج نصيب الزكاة، وهذا من جانب، ومن جانب آخر فإن زيادة معدل أموال الزكاة يقتضي زيادة معدل التنمية المستدامة[1].

ومن الأمثلة على ذلك ما يتعلق بسَهم الغارمين وإسهامه في تنشيط المستثمرين ذوي الدخل المحدود، أو المنكوبين منهم ودعمهم في مشاريعهم الإنمائية، فقد ذكر الطبري أنه يدخل في هذا السهم من احترق ماله أو أخذ ماله السَّيل[2].

ولذلك فإنه ليس من الصواب أن يقوم الغارم بتصفية أمواله واستثماراته لسداد دينه، مادام مصرف الغارمين يقدم له الدعم ليواصل ويستمر في مسيرته الإستثمارية[3].

أيضا إمكانية استخدام هذه الصكوك في تمويل الإنفاق الإجتماعي والخيري بما يُسهم في استدامة التنمية الإجتماعية في البلدان الاسلامية. وفي هذا المقام يمكن ان تُسهم صكوك الوقف وصكوك القرض الحسن وصكوك التبرع في تمويل الإنفاق الإجتماعي بصورة كبيرة[4].

[1] سيتي مشيطة بنت محمود، **صكوك الوقف الإسلامي**، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الاسلامي الدولي، أبوظبي، 2009، ص:7.
[2] قيصر عبد الكريم الهيتي، **مرجع سابق**، ص:259.
[3] عمار عودة، **إخفاق وإعساربعض اصدارات الصكوك**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص:15.
[4] **مرجع سابق**، ص:16.

خلاصة الفصل:

كـان الهـدف الأسـاسي مـن الفصل هو تبيان دور الصكوك الاسلامية في تطوير التمويل المستدام، ولهذا الغرض قمنا أولا بتناول مفاهيم عامة حول التمويل المستدام من حيث مفهومه وخصائصه وكذا أهداف التمويل المستدام وعلاقة كفاءته بكفاءة الأسواق المالية ودورها في إرساء قواعد تمويل مستدام كفئ وفعَّال، ثم تناولنا إشكالية ضُعف الكفاءة الإقتصادية لنظام التمويل التقليدي المرتبطة أساسا بمشكلة الربا والمديونية كمدخل لدراسة دور الصكوك الإسلامية على أساس منطق الكفاءة والفعالية في التمويل الإسلامي من خلال الأسس والقواعد الشرعية والضوابط الموضوعية التي تحكمه، وأيضا تناولنا المزايا التنافسية وعناصر استدامة كفاءة وفعالية التمويل وفق نظام الصكوك الإسلامية، مع التطرق لأمثلة واقعية تدعم تحليلنا النظري، ويمكن تلخيص أبرز ما توصلنا إليه في النقاط التالية:

- التمويل المستدام يعنى بضمان استمرارية تمويل المشاريع الحقيقية وفق كفاءة عالية في تعبئة المدخرات وفعالية في توجيهها نحو أفضل الإستثمارات ذات القيمة المضافة في المجتمع، بعيدا عن الدورات والأزمات المالية.
- للتمويل المستدام خصائص نذكر منها:

- الكفاءة العالية والتي تتجسد في سلامة الإجراءت والأهداف المرتبطة بالمشاريع الإنمائية الحقيقية.
- معايير التمويل موضوعية مرتبطة بالقدرة التنافسية والكفاءة التشغيلية للمشروع طالب التمويل.
- الإستقرار المالي والأمن من المخاطر والأزمات المفتعلة نتيجة المراهنات والمقامرات في الأسواق المالية العالمية.
- صفة الإستثمار الحقيقي مع تطبيق نظام الأولويات الإنمائية أثناء تخطيط المشاريع التنموية.

- لنظام التمويل التقليدي آثارًا سلبية على التمويل المستدام نذكر منها:

- التمويل التقليدي يؤدي إلى تركز الثروة.
- التمويل التقليدي يساهم في ارتفاع تكاليف الإنتاج التي يقع عبئها على المستهلكين عبر ارتفاع الأسعار.
- التمويل التقليدي يُرحل كل مخاطر النشاط الإقتصادي إلى فئة من المستثمرين.

- يقوم التمويل التقليدي على أساس الملاءة المالية عوض الكفاءة والقدرة التنافسية، ما يشكل عقبة أمام الإستثمار الحقيقي.
- فإن التمويل التقليدي يتسبب في الدورات والأزمات المالية نتيجة المراهنات والمقامرات والفساد الأخلاقي.

- تتجسد الكفاءة والفعالية في التمويل الإسلامي عبر الصكوك الإسلامية على أساس الربط بين التمويل والإنتاج الموجه للتبادل الحقيقي، حيث يتميز بمجموعة من الخصائص التي تعمل على تطوير التمويل المستدام، نذكر منها:

- إعتماد الأسس والقواعد الشرعية أثناء تداول الأموال، على اعتبار أن العقود الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية، منها أيضا تحريم الربا والغرر والمقامرة، منع الإحتكار والمضاربات مع الإفصاح عن قواعد توزيع العائد.
- إعتماد المعايير والمؤشرات الموضوعية، مثل ضرورة ارتباط التمويل بالإقتصاد الحقيقي، أيضا ارتباطه بالحركية التجارية الحقيقية مع مراعاة المصالح الحقيقية لجميع المتعاملين بما يخدم المجتمع.
- يقوم التمويل عبر الصكوك الإسلامية على معيار المشاركة في نتائج المشاريع الإستثمارية مع اعتماد الوضوح والشفافية.
- صفة الإستثمار الحقيقي مع اعتماد الأولويات الإنمائية أثناء تخطيط تمويل المشاريع الإستثمارية.

الفصل الرابع:

التجربة الماليزية والتجربة الخليجية

لصناعة الصكوك الإسلامية

(دراسة مقارنة)

تمهيـــد:

بعد التطرق في الجانب النظري لمجموعة المفاهيم المرتبطة بصناعة الصكوك الإسلامية وكذا إطار المفاهيم العامة للتمويل المستدام، وتبيان أثر ودور صناعة الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام نظريا، عبر ضمان استدامة التمويل للمشاريع التي تخدم وتضمن التنمية المستدامة في المجتمعات بعيدا عن الأزمات المالية والإقتصادية، نحاول في هذا الجزء المخصص للجانب التطبيقي الوقوف على واقع سوق الصكوك الإسلامية ومدى تأثيره الإيجابي على هيكل التمويل المستدام للمشاريع التي تخدم الخطط التنموية المستدامة، حيث بداية في مجال استعراض التنظيم الهيكلي لأسواق رأس المال الإسلامي لدول المقارنة ونظرًا لتشابه الأنظمة المعمول بها وكذا التقسيم الهيكلي، أخذنا سوق رأس المال الإسلامي في البحرين كنموذج، ثم نقوم باستعراض دراسة مقارنة لإصدارات الصكوك وهيكل تمويلها بين ماليزيا ودول الخليج، لأجل ذلك قسمنا هذا الفصل الى أربعة مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: سوق رأس المال الإسلامي في الخليج (السوق المالية الدولية في البحرين كنموذج)

المبحث الثاني: رؤية وتحليل لصناعة الصكوك الإسلامية بين ماليزيا ودول الخليج

المبحث الثالث: تحليل دور صناعة الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام بين ماليزيا ودول الخليج

المبحث الرابع: آفاق صناعة الصكوك الإسلامية

المبحث الأول: سوق رأس المال الإسلامي في الخليج (السوق المالية الدولية في البحرين كنموذج)

في إطار تمركز سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي، سنتناول سوق رأس المال الإسلامي في البحرين كنموذج لهذه المنطقة والتي تعد موطنا لأكثر من 400 مؤسسة مالية مرخصة، والتي تمثل مزيجا ثرياً من أسماء المؤسسات الدولية والإقليمية والمحلية، كما أنها تغطي مجموعة كاملة من الخدمات المالية من جهة، وكذا كمركز للسوق المالية الإسلامية الدولية التي تعمل كجهة إشرافية لسواق الصكوك الإسلامية المنتشرة في العالم.

المطلب الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية

أولا : نبذة عن السوق المالية الإسلامية الدولية

تعتبر البحرين المقر الرئيسي للسوق المالية الإسلامية الدولية، حيث تم تأسيسها لتوفير احتياجات البنوك الإسلامية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية، حيث وقعت البحرين اتفاقية عام 2001 مع ماليزيا واندونيسيا والسودان وبروناي إضافة الى بنك التنمية الإسلامي ومقره السعودية لإنشاء هذه السوق.[1].

ومع تطور سوق الصكوك الإسلامية المستمر أصبحت السوق المالية الدولية لاعبا فاعلا في عمليات الإدراج المتبادلة بعدما أثبتت البنوك الإسلامية قدرتها على جذب رؤوس الأموال من أكبر عدد ممكن من المستثمرين وأيضا لتوفيرها آلية لجمع المدخرات حيث توجد رغبة كبيرة لدى الكثير من المستثمرين والعملاء الذين يريدون التعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية[2].

كما تهدف الجهود الدولية غلى توحيد المعايير والمؤشرات المنظمة لأسواق راس المال الإسلامية ومعالجة التحديات العملية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية، بإيجاد أدوات مالية إسلامية طويلة وقصيرة الأجل لموافقة تفضيلات ورغبات جميع المستثمرين، لأجل ذلك تسعى السوق المالية الدولية إلى الدخول في تحالفات مع المؤسسات العالمية الفاعلة في مجال راس المال[3].

ثانيا: الدور التنموي للسوق المالية الدولية

من أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية إيجاد وتطوير أدوات استثمارية جديدة وإيجاد سوق ثانوية وفرص استثمار جديدة، وذلك بمعالجة مشكلة السيولة لدى البنوك الإسلامية وإيجاد بدائل استثمارية أكثر

[1] اسامة عبد الحليم الجورية،**رسالة ماجستير: صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**، مرجع سابق، ص: 188.
[2] **مرجع سابق**، ص:189.
[3] **نفس المرجع**، ص: 189.

ابتكارًا؛ حيث أن معظم نشاطات البنوك الإسلامية كالصكوك الإسلامية وخاصة صكوك التأجير التي تم طرحها بكثرة في السوق تنصب حول التعامل في السلع والأصول الحقيقية.

ولأن الخبرة والمعرفة التي يتمتع بها أعضاء المنظمة الدولية لهيئات السواق المالية تمثل رصيدًا مهما، يمكن للسوق المالية الإسلامية الدولية الاستفادة منه لتحقيق أهدافها في تطوير سوق المال الإسلامي خاصة وأن أعضاء المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية يعملون على تطبيق معايير قانونية عالية من أجل سوق متوازنة وفاعلة[1].

ثالثا: النشاطات التنموية للسوق المالية الإسلامية الدولية

وقع مجلس إدارة السوق المالية الإسلامية الدولية على مذكرة تفاهم بين السوق الإسلامية الدولية وسوق البحرين للأوراق المالية في جوان 2004، حيث يسعى الطرفان بموجبها تعزيز التعاون من أجل فعالية المشاريع التي يقوم بها الطرفان من أجل المصلحة المشتركة، بالإضافة إلى تبادل الخبرات والمعلومات لتسهيل عمليات إدراج ومتاجرة الأدوات المالية الإسلامية عالميا، وكذا التعاون لتحسين مستويات السيولة في السوق واستثمار فرص التعاون في مجالي التعليم والتدريب[2].

كما وقعت السوق المالية الإسلامية الدولية مذكرة تفاهم مماثلة مع السوق المالية الدولية بلبوان – ماليزيا– في فيفري2004 من أجل تعزيز التعاون بين الدول الأعضاء والذي يعتبر هدفا من أهداف السوق المالية الدولية[3].

كما نظمت السوق المالية الإسلامية الدولية جلسة عمل مع بنك الدولة بباكستان ومؤسسة نقد البحرين لتطوير السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية ولتحقيق أهداف السوق الإسلامية الدولية.

كما يقوم المجلس بشكل دوري بإعداد معايير وضوابط لإدارة المؤسسات المالية الإسلامية من خلال وضع أسس وإرشادات لضمان حماية حقوق أصحاب حسابات الاستثمار لأنهم يتحملون الخسارة ويشاركون في الأرباح؛ وذلك يتم عن طريق نشر المعلومات التي تساعد أصحاب حسابات الاستثمار في اتخاذ القرارات المناسبة لهم والتي تبين مدى الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها[4].

---

[1] **نفس المرجع**، ص190.
[2] أسامة عبد الحليم الجورية، **مرجع سابق**، ص: 190.
[3] **نفس المرجع**، ص: 191.
[4] **نفس المرجع السابق**، ص: 192.

المطلب الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في البحرين

يتألف النظام المصرفي في مملكة البحرين من المصارف التقليدية والإسلامية التي تمثل أكبر عناصر النظام المالي، والتي تشكل ما يزيد على 85% من إجمالي الأصول المالية، ويشتمل القطاع المصـرفي التقليـدي عـلى 19 مصـرف تجـاري، و69 مصـرف لخـدمة الشـركات أو خدمات الجملة، ومصرفين متخصصين فضلا عن 36 مكتباً تمثيليا للمصارف الخارجية، ويقدم القطاع المصرفي الإسلامي مجموعة من الخدمات الإسلامية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث يتكون من 6 مصارف تجارية و18 لخدمات الجملة، وهي في تزايد مستمر*.

ويـعود النـمـو الـذي شهـده هـذا القطاع مؤخراً إلى انتعاش الصناعة النفطية وارتفاع السيولة المتوفرة، وبالتالي فان البنوك تؤدي دوراً محورياً في إعادة استثمار فائض عائدات النفط، وتعمل على خدمة وتمويل قطاعات أخرى من الاقتصاد.

أولا. سوق رأس المال البحريني:

1. نشأة السوق الأولية في البحرين: يرجح وضع البحرين كمركز مالي منذ إنشاء مؤسسة النقد لدولة البحرين عام 1973، حيث سمحت هذه المؤسسة للبنوك الأجنبية بفتح فروع لها وقد أدى كثرة عدد البنوك الى خلق سوق مالية حقيقية. وتعتبر سوق البحرين، والتي تضم 30 شركة مسجلة بمبلغ رأسمالها المدفوع حوالي 24 مليار دولار، سوقا منظمة من حيث الإصدار والتداول، فالسوق الأولية منظمة بموجب القانون رقم 28 لسنة 1975 وتعديلاته بإصدار قانون الشركات التجارية، وقد نص هذا القانون على أنه يجب أن يكون جميع الشركاء في الشركة المساهمة من الجنسية البحرينية، إلا أن القانون قد أجاز إستثناء من هذا النص أن يكون بعض الشركاء غير بحرينيين إذا دعت الحاجة الى استثمار أجنبي أو خبرة أجنبية[1].

كما أجاز إستثناء المؤسسين غير البحرينين من النسبة المقررة في المادة (80) من القانون والتي تنص على مايلي:

– "عـلى المؤسسـين أن يكتتبوا في أسهم لا تقل عن 8% وقد لا تزيد عن 20% من رأس مال الشركة"، وجدير بالذكر أنه في عام 1989 قد صدر القانون رقم(17) في شأن تعديل بعض أحكام القانون السابق

* يشرف على تنظيم القطاع المصرفي في مملكة البحرين " مصرف البحرين المركزي "، (CBB) [على الخط].متاح على: www.cbb.gov.bh، والذي يعمل منذ عام 2002 بوصفه المنظم الوحيد للقطاع المالي بأكمله في المملكة .

[1] مرجع سابق، ص 13

حيث تضمن بأن يكون جميع الشركاء في شركات المساهمة التي تأسَّس بعد إصدار القانون من المواطنين البحرينيين، على أن لا يمس ذلك بحق مواطني دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية في تملك نسبة 25% من أسهم هذه الشركات[1]؛

– سوق البحرين للأوراق المالية (BSE) هو محور أنشطة الأسواق الرأسمالية في مملكة البحرين، فلقد نما حجم التبادل في عدد الأوراق المالية المدرجة لتصل إلى 50 في الأسهم، و19 في السندات التقليدية والإسلامية على حد سواء، وصناديق الإستثمار المشترك إلى35 وفي نهاية ديسمبر2006، بلغ رأسمال السوق 21.2 مليار دولار أمريكي، أي ما يمثل حوالي 160% من الناتج المحلي الإجمالي[2].

1. السوق الثانوي في البحرين:

– وصل السوق الثانوي إلى مرحلة التنظيم القانوني الكامل، بإصدار القانون رقم 4 لسنة 1987 بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية، وفي عام 1989 صدر القرار رقم 4 المتضمن ضوابط تملك مواطني دول مجلس التعاون الخليجي لأسهم الشركات المشتركة القائمة، حيث قضى القرار بأن يتم تداول عرض الأسهم وإجراءات تملكها في الدولة العضو التي صدرت فيها، وفقا لأنظمتها المحلية السائدة وأجاز للدولة العضو أن تشترط تملك مواطنيها لما يزيد عن51% من أسهم الشركات الجديدة المطروحة للإكتتاب العام[3]؛

– تنفذ المتاجرة من خلال 14 وسيط للأوراق المالية العاملة في السوق في حين أن التجارة اليومية تتم من خلال النظام التجاري الآلي (ATS)، وهناك عمليات تجارية تتم عن طريق المناقصات والتسويات ونظام الحفظ المركزي (CDS) وهو كذلك يعمل وفق النظام الآلي، ويعمل هذان النظامان من أجل ضمان سرعة وكفاءة العملية التجارية، وضمان التسليم مقابل الدفع على أساس2+T [4]؛

– في عام 2002 وقع سوق البحرين للأوراق المالية مع بنك مسقط إتفاقية يتم بموجبها إدراج بنك مسقط في السوق كأول بنك عماني يدرج في البورصات الخليجية، حيث وفر الإدراج للمستثمرين البحرينيين المقيمين في البحرين فرصة لشراء أسهم البنك مباشرة من سوق البحرين للأوراق المالية[5].

---

[1] هيئة الأوراق المالي البحرينية،تقرير 2009، ص 9 [على الخط]، متاح على www.bahrainstock.com.

[2] مرجع سابق، ص10

[3] **صناعة المال في البحرين**، ص:4، [على الخط].متاح على:
Islamic Finance Asia , http://www.islamicfinanceasia.com، (تاريخ الاطلاع 7 جانفي 2012).

[4] فؤاد محمد محيسن، الصكوك الاسلامية ومجالات التطبيق، **مرجع سابق**، ص:8.

[5] **نفس المرجع**، ص:11.

2. **عوامل نمو القطاع المالي:** يعود نمو هذا القطاع في مملكة البحرين لعدة عوامل[1] من أهمها:

- إقتصاد السوق المفتوح المتبع في المملكة؛
- السياسات المالية المستقرة والحكيمة على صعيد الإقتصادي الكلي؛
- إطار العمل التنظيمي الذي يتمتع بمصداقية كبيرة ويتماشى مع المعايير الدولية؛
- وجود عمالة محلية قوية ومؤهلة تأهيلاً جيدا.

كل هذه العوامل تضافرت من أجل تقوية موقف مملكة البحرين كمركز إقليمي، فضلاً عن اجتذابها العديد من المؤسسات المصرفية الأجنبية.

ثانيا. مدى انفتاح بورصة البحرين على المستوى العربي:

1. لا توجد ثمة رقابة على تحويل النقد للخارج في دولة البحرين وبالتالي يسمح للمواطنين بتحويل وتوظيف أموالهم بحرية خارج البحرين، الأمر الذي يمكنهم من شراء الأوراق المالية من البورصات العربية، وبهدف توسيع نطاق التعاملات بسوق الأوراق المالية بالبحرين فقد سُمح للشركات الأجنبية إبتداء من عام 1992 بالتسجيل بسوق الأوراق المالية كما سمح للأجانب بالتعامل في أسهم الشركات المحلية بصورة غير مباشرة من خلال صناديق إئتمان متبادلة[2].

2. تجدر الإشارة أنه على الرغم من أن دولة البحرين تتمتع بشبكة مصرفية نشطة تسهم فيها المصارف الأجنبية بدور أساسي ومتعاظم وتخلق ترابطا مع الأسواق الأخرى، هذا إلى جانب حرية انتقال الأموال، فإن سوق البحرين لم تصل بعد إلى مرتبة السوق المالية القادرة على تحويل رؤوس الأموال القصيرة الأجل إلى توظيفات وقروض طويلة الأجل من خلال أدوات السوق[3].

3. يخضع سوق المال لرقابة وإشراف مصرف البحرين المركزي الذي يشرف على كل من الأسواق الرئيسية والثانوية، وعلى إثر تعزيز دور مصرف البحرين المركزي وتعديل قانون المؤسسات المالية لعام2006، تم تقديم مجموعة جديدة من الأنظمة المعتمدة على أفضل المعايير الدولية[4].

---

[1] **موقع أخبار البحرين الرسمي**، [على الخط].متاح على:www.Bahnews.com/2011/page11، (تاريخ الاطلاع 7 جانفي 2012).
[2] جابر محمد محمد عبد الجواد، **تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي**، دار السلام للنشر، الإسكندرية، 2004، ص:87.
[3] **مرجع سابق**، ص:88.
[4] تقرير مينا لإقتصاديات الخليج،2009، ص:5، [على الخط].متاح على: www.menareport.com، (تاريخ الاطلاع 5جانفي2012).

المطلب الثالث: نشأة السوق المالية الإسلامية في البحرين

يمكن تتبع نشأة السوق المالية الإسلامية في البحرين على محورين:

أولا. تحول البحرين إلى مركز مالي إقليمي وعالمي:

1. إتبعت حكومة مملكة البحرين برنامجا شاملا للتنويع الإقتصادي حتى لا تعتمد فقط على البترول، ومنذ إنشاء مؤسسة نقد البحرين عام 1973م فإن هذه المؤسسة إتبعت سياسة حكومية لتطوير المملكة لتكون مركزا ماليا عالميا[1].

2. وفي أوساط السبعينيات وجهت مؤسسة نقد البحرين دعوات إلى عدد من المؤسسات المالية العالمية الرئيسية لأن تؤسس لها مقرا بالبحرين كمنطلق للحصول على مشروعات محلية وإقليمية، وقدمت الدولة لهذا الغرض تسهيلات ومزايا تنافسية من أهمها: إعفاء ضريبي، حيث لا توجد ضرائب على الأشخاص أو المؤسسات، ثم وجود بيئة أعمال تتميز بمجموعة من الخصائص[2] كالآتي:

-إستقرار إقتصادي كلي

-توفير قوة عمل مؤهلة وذات مهارات مرتفعة

- توفير إطار قانوني وإداري وعملي بحيث يكون محدَّد تحديداً واضحا؛

-توفير بنية أساسية تقدم خدمات حديثة؛

- تكاليف تشغيل تنافسية؛

- سياسات اقتصادية لبرالية ترتكز على مبادئ السوق الحرة؛

- قابلية الدينار البحريني للتحويل، وعدم وضع قيود على التحويلات الرأسمالية.

وأفلحت هذه المزايا والتسهيلات في جذب العديد من المؤسسات العالمية للعمل في السوق المالية البحرينية وكذا في تنمية عدد ونشاط المؤسسات المالية المحلية.

3 . لقد تعــزز وضــع البحـرين كمركز مالي إقليمي وعالمي ومركزا لسوق رأس المال عندما تبنت حكومة البحرين عام2002م، أن تكون مؤسسة نقد البحرين هي المنظم الوحيد المشرف على أسواق رأس المال، وتنظم أسواقه في المملكة، حيث تعتبر مؤسسة نقد البحرين المسؤولة عن ترخيص، مراقبة وتنظيم القطاع المالي في ضوء معايير متناسقة مع المعايير العالمية[3].

4. تم تبني معايير جودة ترتكز علىIOSCO، وعلى توصياتG30، والعمل على تحقيق معايير جــودة عـالمية مـن شأنها توفير حماية أكبر للمتعاملين بالأسواق المالية، وإضفاء قدر أكبر من الشفافية على هذه الأسواق[4].

---

[1] **SUKUK Back On Track**, Kuwait Finance House- KFH Research LTD, 2010, P: 63.

[2] **Op cite**, p: 63.

[3] Muhammaad Al-Bachir, **Sukuk Market: Innovations and Challenges-investment Bank**, Bahrain,2008, p:51.

[4] **Op cite**, p:52.

5. تم تطوير سوق الأوراق المالية الذي أنشأعام1998م إلى بورصة حديثة تامة الآلية، يتم فيها التعامل على العديد من المنتجات مثل الأسهم العادية والممتازة والسندات والصناديق التأمينية، والصكوك الإسلامية وغيرها[1].

6. تـم تشجيـع الملكيـة الأجنبية في المملكة حيث سُمح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك الأصول في البحرين بنسبة تصل إلى 100%، وسمح لغيرهم من الأجانب بتملك الأصول بنسبة أقصاها49%[2].

7. سُمـح لمؤسسـات سمسـرة بحـرينية بعضـوية البورصة بشرط إستيفائها للمتطلبات التي تشمل الأشخـاص المـؤهلين تأهيـلا مناسـبا والذيـن يحـوزون شهـادة برنامج المُمثِّل الإستثماري، والتي تعادل المؤهلات الأمريكية السبعة للسندات والتبادل[3].

وقد أتت هذه الإجراءات ثمارها بأن أصبح للبحرين وضعا متميزا باعتبارها سوقا مالية عالمية. ويمكن الحكم على هذا الوضع وإثبات تمييزه عن طريق معرفة حجم الصناعة المالية وتنوعها والفرص التي تُتيحها كالآتي:

– فيما يتعلق بحجم الصناعة المالية، فإن البحرين تستضيف أكثر من300 مؤسسة مصرفية وتأمينية ومـالية أخرى، وقد تنامى عدد المؤسسات المالية التي تم افتتاحها في البحرين على مدى السنوات الحديثة، وصاحب هذا التنامي بتنام جوهري في الميزانيات العمومية لهذه المؤسسات، حيث سجلت الميزانيات الموحدة لهذه المؤسسات المالية نموا جوهريا في فترة ما بعد حرب الخليج حيث بلغت92% للبنوك التجارية، 30% للوحدات المصرفية الخارجية[4].

– وأما فيما يتعلق بالتنوع والفرص التي تتيحها الصناعة المالية، فإن القطاع المالي يضم مزيجا فريدا من الأسماء الإقليمية والعالمية، ويقدم خدمات، منتجات وأنشطة مالية متنوعة، فتوجد في البحرين مؤسسات متنـوعة يمكـن إجـمالها فـي: بنوك تجارية، بنوك متخصصة، بنوك إستثمارية، وحدات مصرفية خارجية، مكاتب تمثيل، إستشارات إستثمارية وخدمات مالية أخرى، مكاتب صرافة، سماسرة صرف أجنبي ونقد، شركات تأمين وإعادة تأمين[5].

---

[1] **Ibid**, p:53.

[2] Muhammed Al- amine, **The Islamic Bonds Market**, International Journal of Islamic Finance, vol 3, No 15,2009,p:26.

[3] **Op cite**, p:27.

[4] **Ibid**, p :27.

[5] أسامة على الفقير الربابعة، **المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية**، جامعة اليرموك، الأردن، ص:49،[على الخط].متاح على: www.Verypdf.com .

– وهذه المؤسسات تقدم خدمات طبقا لكل من المبادئ التقليدية والإسلامية، وقد أدى بزوغ البحرين باعتبـارها مـركـزًا ماليـا إسـلاميا إلى إضافة بُعد آخر إلى التنوع في الأنشطة والمنتجات المالية المتاحة، حتى أنه يوجد أكثر من1350 صندوقًا تعاونيا[1] يسوَّق ويُباع في البحرين.

ثانيا. نشأة السوق المالية الإسلامية في البحرين:

1. تـم تـرخيص أول بنك إسلامي في البحرين عام 1979م وهو بنك البحرين الإسلامي، ومنذ ذلك الحيـن تطـور القطاع الإسلامي تطورا معتبرا إستجابة لرغبة العملاء في إجراء أنشطتهم المالية على نحو يتمـاشى مـع الشريعة الإسلامية. ويـوجد الآن بالبـحرين28 مؤسسة مالية إسلامية مرخصة مكونة من 5 بنوك تجارية و16 بنك إستثماريا، وثلاث وحدات مصرفية خارجية[2].

2. تم تطبيق مجموعة جيدة من التنظيمات للبنوك الإسلامية عام 2000م، وذلك بتوفير مؤسسة نقد البحـرين بمـا يُعرف بالمعلومات الجيدة والإطار التنظيمي، وهذا الإطار يُغطي أنشطة متنوعة مثل نوعية الأصول، وإدارة السيولة[3].

3. في عام 1990م تم إنشاء هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها كيانا دوليا غير ربحي ومستقلا ذاتيا، وتضع هذه المنظمة معايير عالمية رائدة للتطبيق في المؤسسات المالية الإسلامية، كما تعمل هذه المنظمة بالتعاون مع المنظمات العالمية المُناظرة، وتضع معاييرها على أساس من المعايير المحاسبية العالمية، وجميع المؤسسات المالية المرخصة في البحرين ملزمة بتوفيق أوضاعها مع معايير منظمة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية[4].

4. في عام 2002م تم إنشاء مركز إدارة السيولة الذي يعمل على تطوير سوقا ثانوية نشطة لمنتجات الخـزانة العـامة قصيـرة الأجل والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتشكل البنوك والمنشآت الإسلامية التي لديـها فائـض فـي السيـولة، والتـي تعـتبر الأساس الإستثماري الأولي للصكوك" أي الصكوك الإسلامية القصيرة الأجل"[5].

5. بدأ السوق المالي الإسلامي في العمل، ونشأ هذا السوق نتيجة لاتفاق تعاون[6] تم إبرامه بين كل من:

– البنك الإسلامي للتنمية؛

– مؤسسة نقد البحرين؛

– البنك المركزي في أندونيسيا؛

---

[1] **مرجع سابق**، ص:49-51.

[2] **مرجع سابق**، ص:60-62.

[3] **تقرير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية**، البحرين، 2008، ص:33، [على الخط].متاح على: www.AAOIFI.com .

[4] **مرجع سابق**، ص:35.

[5] Mohaammed Khnifer, **Constructing Sukuk**, Islamicbankingcoorses, 2009 , p13 .,

[6] **Op cite**, p: 13-16.

– هيئة الخدمات المالية الخارجية "لا بوان"، ممثلة عن ماليزيا؛

– البنك المركزي السوداني؛

– وزارة المالية في بروناي.

والهدف المبدئي لهذه السوق هو تقديم إطار تعاوني لتأكيد النمو المستمر لسوق مالية إسلامية ترتكز على مبادئ وقواعد الشريعة الإسلامية، باعتبار هذه السوق بديلا حيويا للنظام المصرفي التقليدي، حيث يتمثل دور هذه السوق في النقاط التالية[1]:

أ– تعـزيز التـوافق فـي التفسيرات الشرعية المتعلقـة بتطوير المنتجـات، والممـارسات المصرفية الإسلامية التي يمكن قبولها عالميا؛

ب– تشجيـع عدد كبير من المؤسسات المـالية الإسلامية على المشاركة في السوق الإسلامية، ثم العمل على إيجاد سوق ثانوية نشطة على نحو يُتيح درجة عالية من السيولة للأدوات المالية؛

ج– المصـادقة عـلى الأدوات المـالية المتـداولة، ومـن خلال هذه المصادقة يمكن تقريب وجهات النظر بين كل المشاركين؛

د – العمل على وضع معايير محددة للأوراق المالية المتداولة وأساليب التعامل فيها؛

هـ– السعي إلى إصدار اللوائح والضوابط التي تنظم العمل في السوق؛

و– وقد تـم مؤخـرا الإعلان عن إتفاق بين مؤسسة نقد البحرين وسوق طوكيو للسلع بهدف تعزيز التعاون بينهما، وتسعى الأوراق المالية الإسلامية إلى القيام بدور رئيسي يهدف إلى تشجيع تبادل تسجيل الأسهم والصكوك الإسلامية المتداولة في مختلف الدول، بهدف تسهيل تداول هذه الأدوات وتقوية التعامل بين المؤسسات المالية[2]؛

ل– وعـلى المستـوى العالمي فإن هناك أكثر من 400 مؤسسة مالية إسلامية تنتشر في 48 دولة تحقـق متوسـط نمو سنوي يتراوح بين 10% و15% سنويا، كما أن العديد من المؤسسات المالية العالمية مثل" اتش اس بي اس" (بنك الأمانة للتمويل) و" سيتي بنك "، تلعـب دورا هامـا فـي العمليات المصرفية الإسـلامية. كـما قـامت العديد مـن المـؤسسات العالمية بافتتاح نوافذ إستثمارية إسلامية حول العالم، بل وتشييد كيانات مستقلة تلبية لطلبات الراغبين في التمويل الإسلامي على مستوى العالم[3]؛

ي– هـذا ويجذب السوق المالي الإسلامي إهتماما عالميا متزايد باعتباره يُضيف خيارات نوعية إلى المنتـجات والخـدمات المـالية المتاحة في السوق العالمية، ويشجع ذلك نموا مستمرا لمنتجات جديدة، كما يحفز الجهود لتطويرها[4]؛

---

[1] **Ibid**, p: 21.

[2] nathif jana adan, **The Sukuk Market Devlopment In Goc contries** , 2009 , p:9.

[3] أنظر[على الخط].متاح على : http://islamfin.go-forum.net/t59-topic، (تاريخ الاطلاع 11 جانفي2012).

[4] nathif jana adan, **op cite**, p10.

ز- ولا تـزال هـنا فرصا لنمو متزايد في الأسواق المالية الإسلامية عالميا،لا سيما سوق رأس المال فسـوق رأس المال الإسلامي مجرد شريحة من السوق العالمية لرأس المال التي يبلغ حجمها ما يقارب 52 تريليـون دولار أمـريكي، كما أن الصناديق التأمينية الإسلامية والتي يبلغ أصولها 3,3 مليار دولارأمريكي لا تقارن بحجم الصناديق العالمية المقدر بأكثر من 120 تريليون دولار[1].

وحتـى تتضـح الصـورة بدرجـة أكبـر فإن المرء يقيس العرض الحالي من المنتجات الإسلامية بالثروة الحاضـرة للمسلميـن فإنـه سيجد إنعـداما في التناسب بينهما، ففي الشرق الأوسط تقدر الثروة التي يمكن إستثمـارها بأكثـر من 1,3 تريليون دولار أمريكي، على نحو يوفر إمكانيات وفرصا أكبر للنمو في أسواق المال الإسلامية[2].

ثالثا. سوق الصكوك في البحرين:

1. ستجذب خطة البحرين لإصدار صكوك إسلامية عالمية يتردد أن قيمتها ستتجاوز مليار دولار قبل نهاية العام الجاري حصيلة تتجاوز احتياجات المملكة الإنفاقية لعام 2012[3].

2. تم أخيرا إصدار صكوك بقيمة 152 مليون دولار لمصلحة مشروع درة البحرين العقاري، كما أصدرت مؤسسة نقد البحرين حتى نهاية العام الماضي صكوكا قيمتها 1.3 مليار دولار في تسعة إصدارات منذ عام 2001، تم إدارج جزء منها تبلغ قيمته 780 مليون دولار في سوق البحرين للأوراق المالية، كما تُصدر المؤسسة أيضا "صكوك السلم" وهي صكوك شهرية بقيمة 25 مليون دولار من أجل امتصاص السيولة الزائدة في السوق ولكنها لا تُدرجها في البورصة، وتشير هذه الإصدارات بأن مصرف البحرين المركزي حريص وبشكل عاجل على توسيع سوق الصكوك أمام مقترضين محليين آخرين[4].

3. إصدارات الصكوك المبرمجة لهذا العام (2012) سترفع إجمالي إصدارات المركزي البحريني إلى 2.1 مليار دولار على أقل تقدير، وهي أكبر إصدارات لعام واحد عرفتها المملكة حسب وكالة ستاندرد آند بورز[5].

4. تعهدت البحرين بإنفاق 3.08 مليار دينار (8.2 مليار دولار تقريبا) العام المقبل (2013) بارتفاع نسبته 14 %عن خطة الإنفاق الأصلية لعام 2012، وستحصل البحرين الصغيرة وجارتها عمان

---

[1] Maher Hasan and Jemma Dridi, **Working Paper- The Global Crisis On Islamic Finance**, IMF, 2010,p:11.

[2] **Op cite**, p: 12.

[3] **Ibid**, p : 15-16.

[4] **تقرير السوق المالية في دول الخليج العربية**، ص:91، [على الخط].متاح على: www.badlah.com/page-91، (تاريخ الاطلاع 9جانفي2012).

[5] **نفس المرجع**، ص:97.

بموجب اتفاقية خليجية على مليار دولار سنويا لدعم صناعة الصكوك فيهما، من بلدان مجلس التعاون الخليجي الأربعة الأخرى خلال السنوات العشر المقبلة[1].

وأشارت البيانات أن هناك 4 إصدارات صكوك يتم تداولهم في بورصة البحرين وتستحق في العام 2012، وأفادت بيانات البورصة أن:

1. أول استحقاق لهذه الصكوك في 15ماي 2012، بمبلغ 650 مليون دولار، وهي عبارة عن صكوك أصدرتها «شركة جولدن بلت1» في جوان 2007 بالعملة الأميركية (الدولار)، وتدفع عوائدها كل 6 شهور، لمدة 5 سنوات، وتنتهي في ماي 2012[2].

2. ثاني استحقاق للصكوك المتداولة في بورصة البحرين يبلغ مليار دولار، وهي عبارة عن صكوك أصدرتها «دار الأركان الدولية للصكوك» في يوليو 2007 بالعملة الأميركية (الدولار)، وتدفع عوائدها كل 6 شهور لمدة 5 سنوات، تنتهي في 16 جوان 2012[3].

3. ثالث استحقاق للصكوك المتداولة في بورصة البحرين، هي صكوك «التأجير الإسلامية الحكومية» خاصة بحكومة البحرين، تبلغ 165 مليون دينار، صدرت في 14 سبتمبر 2009، وتستحق في 24 سبتمبر 2012[4].

4. الإستحقاق الرابع للصكوك المتداولة في بورصة البحرين يبلغ 95 مليون دينار، وهي عبارة عن صكوك التأجير الإسلامية الخاصة بحكومة البحرين، صدرت في 3 أكتوبر 2007، وتستحق في 3 أكتوبر 2012، وتدفع أرباحها كل 6 شهور للمستثمرين الذين يمتلكون هذه الصكوك[5].

---

[1] **نفس المرجع السابق**، ص: 99.

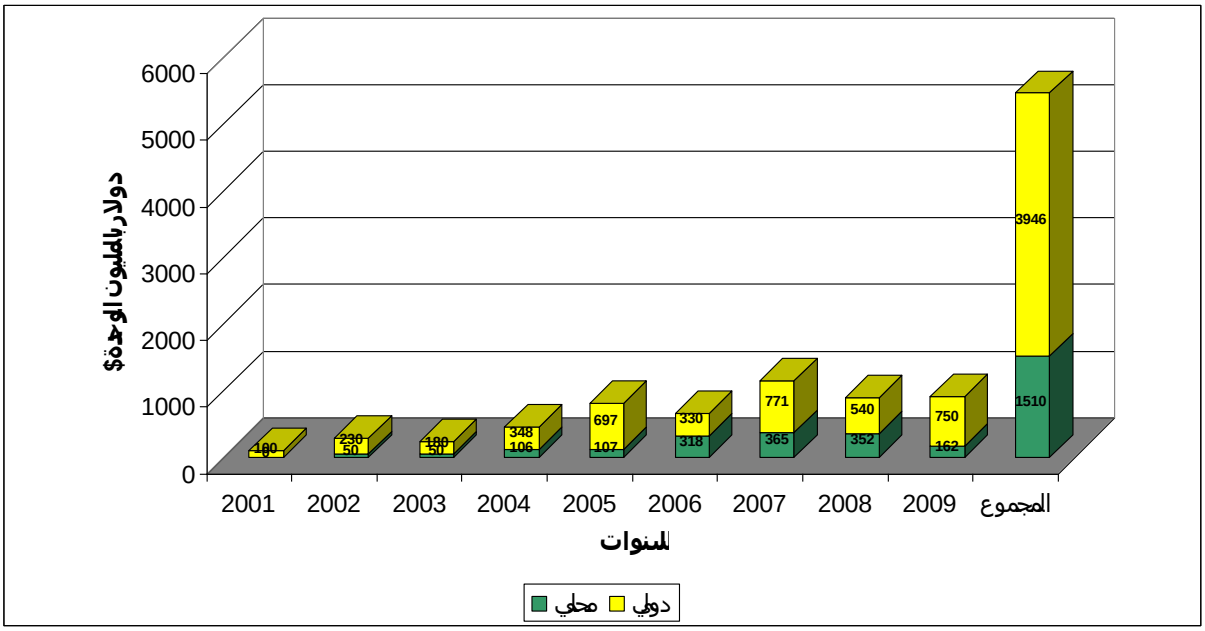
[2] **نفس المرجع السابق**، ص: 101.

[3] **صحيفة الوسط البحرينية**، العدد 3407، الخميس 05 يناير 2012م ، ص:3.

[4] **صكوك حكومة البحرين**، تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية، 2010، ص:28.

[5] **مرجع سابق**، ص:28.

الشكل رقم (07): إصدارات الصكوك البحرينية (المحلية والأجنبية)



المصدر: سوق الصكوك في البحرين، تقرير بيت التمويل الكويتي، 2010، ص:101 [على الخط].متاح على: www.zawya.com .

يبين لنا هذا الشكل إصدارات البحرين من الصكوك الإسلامية بنوعيها، المحلية أي فتح الإكتتاب العام للمقيمين في البحرين فقط من مؤسسات وأفراد، والدولية أي فتح الإكتتاب العام في الصكوك المُصدرة للمقيمين والأجانب، ونلاحظ أن قيمة الإصدارات لكلا النوعين في تزايد مستمر لتصل عتبة 6 مليار دولار في عم 2009.

المبحث الثاني: رؤية وتحليل لصناعة الصكوك الإسلامية بين ماليزيا ودول الخليج

بعد تناول سوق رأس المال الإسلامي من حيث النشأة والتأسيس وكذا الأنظمة والقوانين التي تحكمه في كل من ماليزيا ودولة البحرين كنموذج لدول مجلس التعاون الخليجي، سنحاول دراسة أسواق الصكوك الإسلامية وصناعتها في دول المنطقة، حيث سنحاول تحليل اصدارات الصكوك الإسلامية خلال السنوات الأخيرة محليا ودوليا، ومقارنة الإحصاءات المرتبطة بها بين ماليزيا ودول الخليج.

المطلب الأول: واقع أسواق الصكوك الإسلامية بشكل عام

أولا. تحليل الإتجاهات دوليا:

1. شهد العام 2008 تراجعا في إصدارات الصكوك بعد أعوام من النمو الهائل؛ حيث انخفضت حصيلة إصدارات الصكوك بنسبة 54.5 في المائة في العام 2008 بالغة 15.1 مليار دولار بالمقارنة مع 33.1 مليار دولار في العام 2007. وبالرغم من ذلك، إرتفع عدد إصدارات الصكوك العالمية من 129 إصدارا في العام 2007 إلى 165 في العام 2008، ويُعزى الإنخفاض في إصدارات الصكوك إلى الضائقة الإئتمانية التي دفعت المستثمرين للإبتعاد عن الإستثمار فيها، وكدليل على تأثير الضائقة الإئتمانية على الصكوك، كانت عملية إصدار الصكوك في الرُّبع الرابع من العام2008 ، ضعيفة مقارنة بالأرباع الأخرى من ذات العام. وفي الربع الأول من العام السابق، بلغ عدد إصدارات الصكوك في الولايات المتحدة 139 إصدار بقيمة 14.3 مليار دولار، بمتوسط 4.8 مليار دولار لكلّ ربع. ومن ناحية أخرى، كان عدد إصدارات الصكوك في الربع الرابع من العام 2008 مقداره 26 بقيمة 0.8 مليار دولار[1].

2. ومن بين 165 إصدار في العام 2008، بلغ عدد الإصدارات المؤسساتية 92 إصدارا (55.8 في المائة من إجمالي الإصدارات)، بالمقارنة مع 97 إصدارا من أصل 129 إصدار (75.2 في المائة) في العام 2007، على الرغم من هذا الإنخفاض، شكّلت الإصدارات المؤسساتية (الشركات) جزءًا كبيرا من إجمالي عدد الإصدارات المطروحة، وبلغت قيمة الإصدارات المؤسساتية 13.3 مليار دولار، أَو ما يقدّر بنسبة 88.5 في المائة من إجمالي قيمة الإصدارات في حين بلغت قيمة الإصدارات السيادية 1.7 مليار دولار، أَو ما يُمثل 11.5 في المائة في الفترة ذاتها[2].

3. في العام 2008، قامت عشر دول بإصدار صكوك نصفها كان من دول مجلس التعاون الخليجي، وكان هيكل الدول المُصدرة للصكوك ذاته المشهود في العام 2007، باستثناء غامبيا التي

[1] **Op cite**, p :37.
[2] **Ibid**, p:38-40.

حلَّت محل السودان. وشهدت جميع الدول فيما عدا قطر وإندونيسيا، انخفاضا في إصدارات الصكوك من حيث قيمة الدولار في العام 2008[1].

4. دائما عام 2008، كانت ماليزيا أكبر سوق للصكوك الإسلامية؛ حيث جمعت 5.5 مليار دولار أمريكي من خلال 54 إصدارا؛ بمتوسط بلغ 101.3 مليون دولار أمريكي للإصدار، وكانت الإمارات العربية المتحدة ثاني أكبر سوق للصكوك وقد جمعت 5.3 مليار دولار أمريكي من خلال 10 إصدارات بمتوسط قدره 530 مليون دولار للإصدار، في حين كانت المملكة العربية السعودية الدولة الوحيدة التي حصدت إلى جانب الإمارات العربية المتّحدة وماليزيا، حصيلة قدرها 1.9 مليار دولار، تم جمعها من خلال 4 إصدارات بمتوسط 468.3 مليون دولار لكلّ إصدار[2]. ومن ضمن الدول الأخرى المـُصـدرة للصكـوك، البحرين (بقيمة 700 مليون دولار أمريكي)، إندونيسيا (663 مليون دولار أمريكي)، باكستان (476 مليون دولار أمريكي)، قطر (300.9 مليون دولار أمريكي)، الكويت (190 مليون دولار أمريكي) وبروناي (95 مليون دولار أمريكي)[3].

5. بلغـت قيمــة الصكـوك المُدرجة في البورصات حوالي 58 مليار دولار للفترة 2002-2007، من حيث العدد، صكوك قليلة فقط قد تم ادراجها (12% من مجموع الصكوك المصدرة)، ولكن السبب وراء القيمة الكبيرة للصكوك المذكورة هي التي يتم إعلانها بشكل عام من الجهات المُصدرة، حيث سجلت السنوات التالية زيادة كبيرة في قوائم الصكوك لتصل إلى 35 عام 2007، ثم انخفاض في السنوات التالية إلى 24 إصدار في عام 2008 و16 إصدار في عام 2009[4].

6. خلال2009 جاءت سوق الأوراق المالية لماليزيا بأعلى عدد من قوائم الصكوك المُصدرة (25 إصدار)، لكن دبي تُعتبر الرائدة في مجال قوائم الصكوك من حيث القيمة بمبلغ 16.8 مليار دولار أُدرجت في بورصة ناسداك دبي[5].

7. تجدر الإشارة على أن لندن تهدف إلى أن تصبح مركزا للتمويل الإسلامي في أوروبا، حيث لديها حصة كبيرة من الصكوك المدرجة ضمن 21 إصدارا من خلال لندن للأوراق المالية بقيمة إجمالية قدرها14.2 مليار دولار، وقد برزت لوكسمبورغ أيضا كمقصد لإدراج الصكوك، وتستضيف دبي العالمية للصكوك، الصكوك الأولى التي يتم ادراجها في بورصة الأوراق المالية الأوروبية[6].

ويوجد أكثر من 270 مصرفا ومؤسسة مالية إسلامية تخدم أكثر من 1.2 مليار مسلم في العالم مـن ضمنـها نحـو 34 مصـرفا ومؤسسة مالية في البحرين، وهي المركز المالي والمصرفي في

---

1 SUKUK Report, 1ST Edition**, A Comprehensive Study Of The International Sukuk Market** ,,2010,p :87 [en ligne]. Disponible sur : www.IIFM.net .
2 **Op cite**, p: 88.
3 **Ibid**, p: 88.
4 **Ibid**, p: 89.
5 **Collaborative SUKUK Report**, Zawya Sukuk Monitor, 2009, p:96.
6 Op cite, p: 97.

المنطقة، وتعتبر باكستان والسودان وماليزيا والأردن ودولة الإمارات العربية المتحدة بالإضافة إلى البحرين من أكثر الدول التي تساند تطوير العمل بالصكوك والتمويل الإسلامي[1]، هذه الإصدارات الكبيرة التي وردت في البورصات، على الرغم من أن التداول لا يزال محدودا، هي الإصدارات المُحيَّنة حتى 2008 والسداسي الأول لـ 2009، في حين ارتأينا أن نتناول تحليل المعطيات الخاصة بإصدارات المصكوك والقطاعات التي تغطيها في المنطقة حتى الفصل الأول لعام 2010 بمزيد من التفصيل، بالإضافة الى توقعات واستشرافات السنوات الأربع القادمة.

الجدول رقم (03): إجمالي إصدارات الصكوك (المحلية والدولية) حسب البلدان (كل العملات: بمليون الدولار) جانفي 2001- 31 ديسمبر 2009

السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	اجمالي الإصدارات
البحرين	100	200	230	454	1.113	418	1.137	891	1.405	**5.947**
الكويت	–	–	–	–	–	200	200	–	–	**400**
العربية السعودية	–	–	500	415	500	800	5.383	1.847	2.576	**12.348**
قطر	–	–	700	–	–	270	300	137	–	**1.407**
الإمارات	–	–	–	1.165	950	8.245	10.417	6.159	3.950	**30.886**
باكستان	–	6	–	–	600	180	1.065	214	192	**2.257**
ماليزيا	680	761	4.073	4.957	7.311	15.060	26.529	5.897	12.477	**77.774**
أندونيسيا	–	19	64	84	60	–	193	681	1.555	**2.656**
بروناي	–	–	–	–	–	580	222	31	107	**940**
ألمانيا	–	–	–	123	–	–	–	–	–	**123**
المملكة المتحدة	–	–	–	–	261	–	–	–	–	**261**
الو. الم. الأمريكية	–	–	–	–	–	167	–	–	500	**667**
السودان	184	5	543	700	1.283	1.872	2.427	2.509	3.221	**12.744**
سنغافورة	33	–	–	–	–	–	–	–	102	
المجموع	**997**	**991**	**6.110**	**7.898**	**12.077**	**27.788**	**48.173**	**18.392**	**26.084**	**149.485**

المصدر: التقرير السنوي للسوق المالية الإسلامية الدولية، 2010، ص: 34، [على الخط]. متاح على: www.iifm.com.

[1] **Report MENA Contries,** 2009, p :55, [en ligne]. Disponible sur : www.menareport.com, **(consulté le 20janvier 2012).**

ثانيا. تحليل اتجاهات الإصدار إقليميا(ماليزيا والخليج):

من الجدول السابق، يُعتبر سوق الصكوك الماليزية الأكثر توسعا من حيث أكبر قيمة لإصدارات الصكوك بعد الأزمة المالية العالمية متبوعا بالإمارات السعودية ثم البحرين للفترة (2008-2009)[1].

حيث كما قلنا أصدرت ماليزيا أكبر قيمة من اصدارات الصكوك في هذه الفترة، إصدار في العام 2009 تجاوز حتى الإصدار الإجمالي لعام2008، بما يعبر عن انتعاش قوي في سوق الصكوك الماليزية، وفي هذه الفترة قامت البحرين بإصدار منتظم للصكوك من خلال بنكها المركزي، ولكن كل قيمة إصدار تُعتبر صغيرة بالمقارنة مع القيمة الإجمالية للإصدار لدول أخرى من مجلس التعاون الخليجي مثل الإمارات العربية التي قامت بإصدارات معتبرة من ناحية القيمة خاصة 2007 و2008 وانخفضت بعض الشيئ في 2009، لكن من المتوقع الى غاية 2012، أن الإصدارات الأخيرة التي أعلنتها مؤخرا حكومة دبي والكيانات المرتبطة بالدولة ستؤدي الى إنعاش سوق الصكوك، والجدول الموالي يبين إصدارات الصكوك الإسلامية لسنوات 2007 حتى نهاية الفصل الأول لعام2010 :

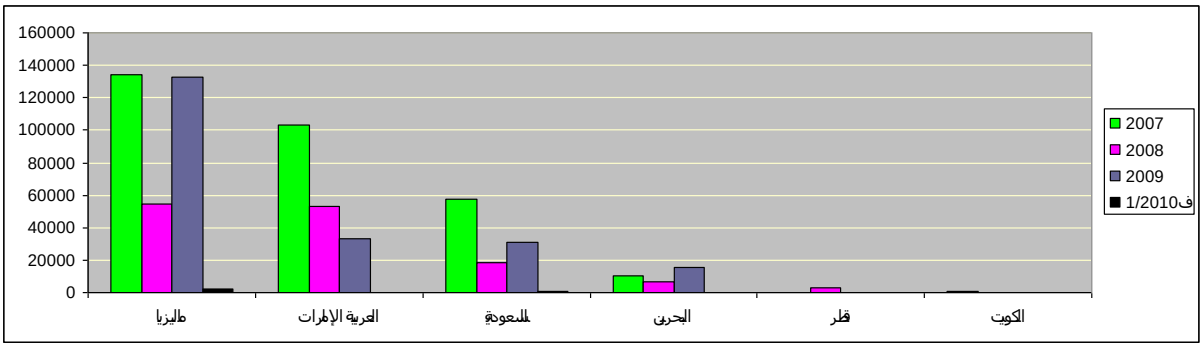
الجدول رقم (04): إجمالي إصدارات الصكوك (الوطنية والأجنبية) من بلدان المقارنة (الوحدة مليون دولار)

البلدان	2007	2008	2009	**الفصل1/2010**
ماليزيا	13 ,412.9	5,470.4	13,308.2	**2,473**
الإمارات العربية المتحدة	10,807.5	5,300.2	3,339.5	-
العربية السعودية	5,716.3	1,873.2	3,118.5	**450**
البحرين	1 ,065.0	700.4	1,571.5	**175**
قطر	300.0	300.9	-	-
الكويت	835.5	190.0	-	-
المجموع	**32136.7**	**13835.1**	**21337.7**	**3,098**

المصدر: **تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية**، 2010، ص: 36 [على الخط].متاح على: www.iifm.com.

[1] **مرجع سابق**، ص: 56-58.

الشكل رقم (08): ترتيب دول المنطقة حسب إصداراتها للفترة(2007-2010)



المصدر: **تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية**، 2010، ص: 37 [على الخط].متاح على: www.iifm.com.

من الشكل نلاحظ ترتيب ماليزيا ودول الخليج على أساس قيمة الإصدارات الإسلامية لأربع سنوات بين 20017 و2010 حيث تضع مايزيا دائما في المرتبة الأولى تليها الإمارات فالسعودية.

المطلب الثاني: المقارنة من حيث إصدارات الصكوك الدولية والمحلية

أولا. تحليل إصدارات الصكوك المحلية:

1. فـي الغـالب كـانت تعتمد إصدارات الصكوك على أدوات التمويل المحلي (إكتتاب للجمهور المحلي)، ولكن يجري التحول بشكل تدريجي نحو جذب واعتماد الإصدرات الدولية.

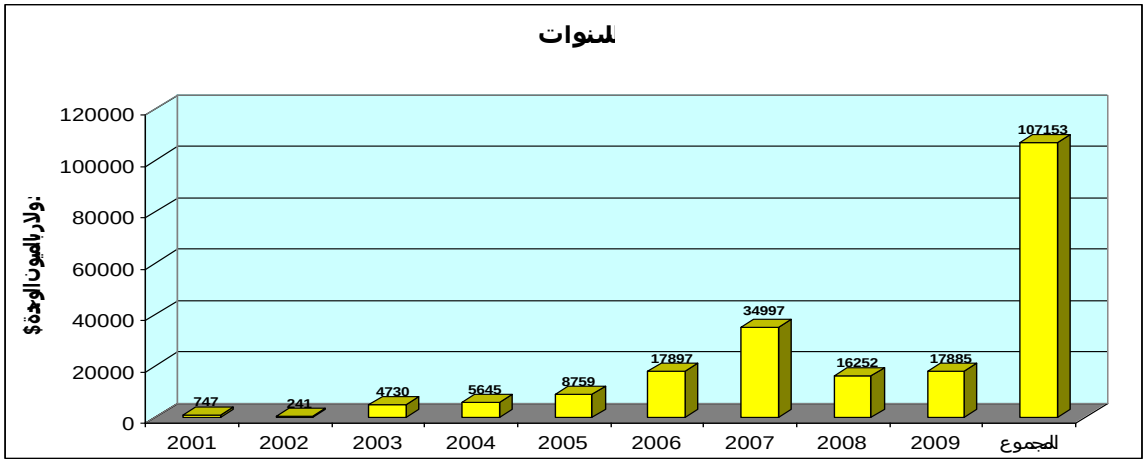
وبالمـقارنة مثلا مـع إصدرات الصكوك بين عام 1996 و2001 والتي كانت نسبة 95% من الصكوك محلية الإصدار، وكانت 86% من الإصدارات المحلية في المرحلة(2001-2007)، كما بدأت الشركات والحكومات المُصدرة السعي للوصول الى المستثمرين الدوليين إلى جانب تفعيل أسواقها المحلية[1].

فمن حيث القيمة، فإن حصة الأجانب زادت بشكل كبير من 6% في المرحلة 1996-2001 إلى 33% خلال الفترة 2002-2007.

3. **أما في المرحلة 2007-2009** فكانت الصكوك المحلية الإصـدار هي المُهيمنة، وتزامنت الزيادة في الإصدرات الدولية للصكوك مع وعي المستثمرين المتزايد وإدراكهم لحقيقة التمويل الإسـلامـي والـرغبـة فـي الـحصـول على مـكاسـب كـبيرة في منطقة الخليج التي تشهد نموا سريعا، والإصدارات في هذه المرحلة ضمت عددا من الحكومات الأجنبية التي كانت تحرص على استكشاف فضاء التمويل الإسلامـي عكس ماهو الحال عليه بالنسبة لبعض الدول العربية والإسلامية خاصة بلاد المغرب العربي[2]، حيث تمكنت الصكوك الإسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم، وليس في العالم الإسلامي فحسب، إذ أصبحت الصكوك الموازية للسندات في الإستثمار المصرفي التقليدي متاحة للجميع أفراداً وشركات وحكومات في دول أوروبا وآسيا وأمريكا.

[1] **Zawya SUKUK Monitor Report,** 2009, p:92 [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK.
[2] **op cite**, p: 93.

الشكل رقم (06): إجمالي إصدارات الصكوك المحلية بين ماليزيا ودول الخليج الفترة من1 جانفي- 31 ديسمبر 2009

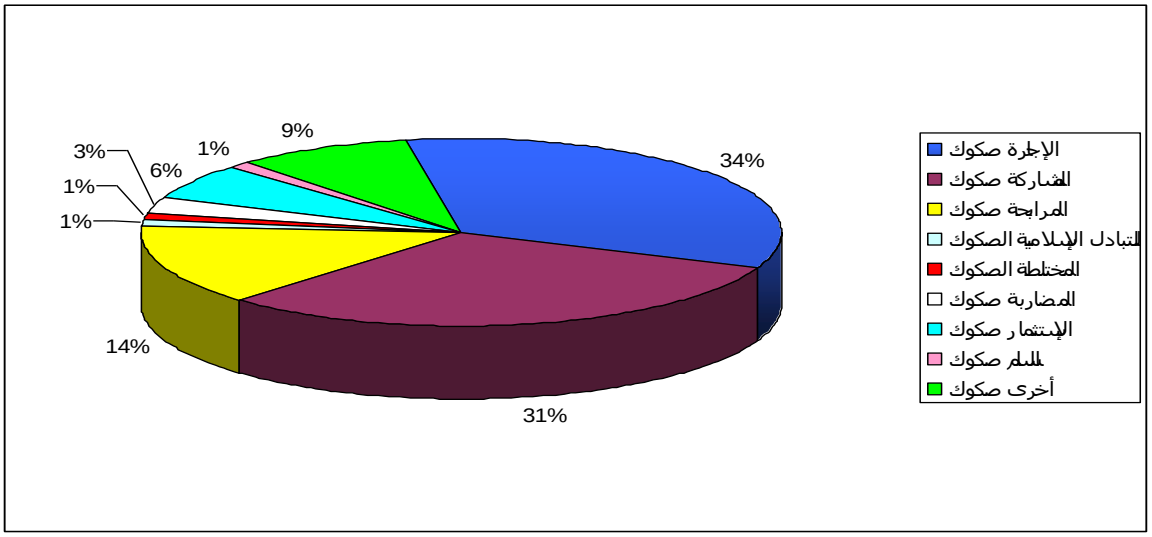


المصدر : **تقرير بيت التمويل الكويتي**، 2010، ص: 81 [على الخط].متاح على: www.kfhresearch.com .

الرسم البياني يوضح لنا أن ماليزيا تتصدر إصدارات الصكوك الإسلامية المحلية أي فتح الإكتتاب العام في هذه الصكوك للمقيمين فقط والتي تكون غالبا لأغراض امتصاص فائض السيولة، حيث وصلت قيمة الإصدارات المحلية في ماليزيا بنهاية عام 2009 والي 110 مليار دولار.

أيضا إذا أردنا أن نُحلل إصدارات الصكوك المحلية (المطروحة للإكتتاب المحلي) من ناحية الهياكل الأكثر استخداما في الفترة نفسها، فنجد أن صكوك الإجارة دائما هي المطلوبة بشكل كبير من طـرف المـستثمرين بنسبة 34%، تليها صكوك المشاركة بنسبة 31% ثم صكوك المرابحة بنسبة 14%، وهذا دون شك للمزايا التي توفرها هذه الصكوك فيم يخص سهولة الإجراءات المعتمدة في اصدار وتداول هذه الصكوك، وكذا سهولة دعم الأصول في صكوك الإجارة . هذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): التقسيم الهيكلي لإصدارات الصكوك المحلية (المحلية الإصدار) جانفي 2001- 31 ديسمبر 2009



Source: Report Zawya SUKUK Monitor, 2010, p :103, [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK.

ثانيا. تحليل إصدارات الصكوك الدولية:

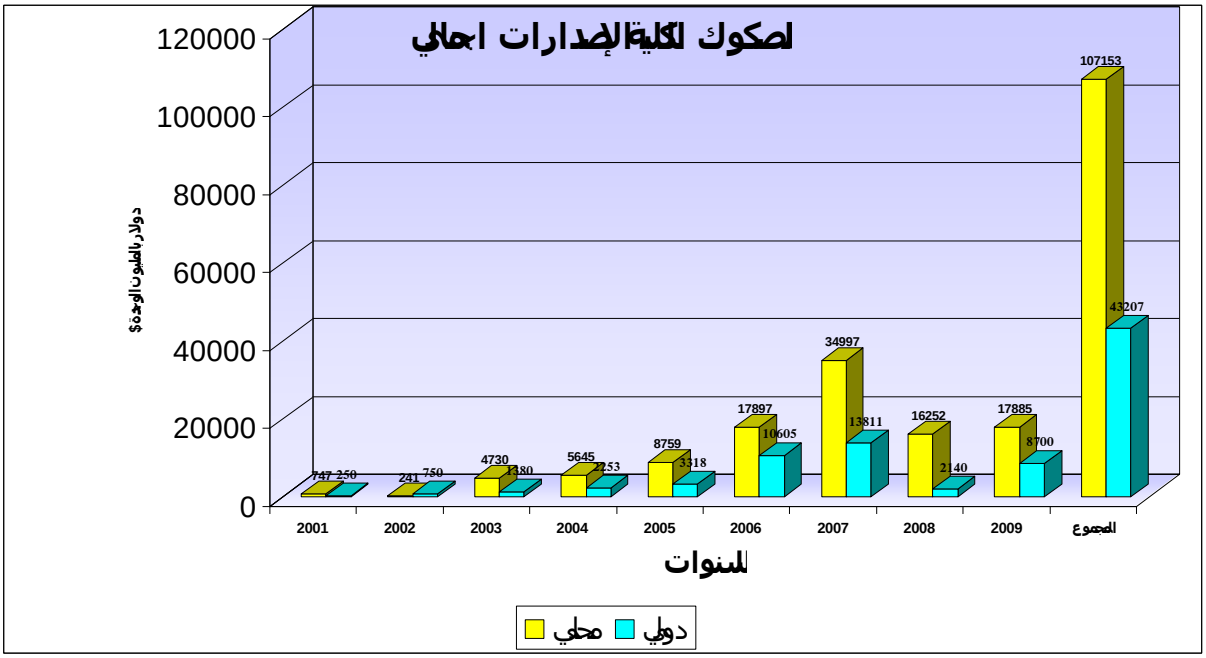
1. **في المرحلة (2001-2007):** تم تسجيل ما مجموعه 430 إصدار دولي، بقيمة إجمالية تفوق 72.3 مليار دولار، منها 61.9 مليار دولار ظلت معلقة لنهاية سبتمبر 2009، وشهدت الفترة (2002- 2007) طفرة في إصدارات الصكوك، حيث أن ارتفاع أسعار النفط أدى لانتعاش إقتصادي سـريع فـي منطقة الشرق الأوسط والشرق الأقصى ما أدى الى إصدار الصكوك بمستويات قياسية جديدة، بمعدل نمو سنوي مركب قدره 66% عن عـام 2002 إلـى 2007، حيث بلغت ذروتها 34 مليار دولار عام 2007[1].

وجذبت إصدارات الصكوك في هذه المرحلة إهتماما كبيرا من جميع اللاعبين في السوق، وارتفعت عائدات النفط والغاز لدول مجلس التعاون الخليجي بسبب ارتفاع أسعار المحروقات، بالإضافة للطفرة العقارية والتجارية ما ساهم في جذب المستثمرين العالميين إلى هذه الفئة من الأصول الناشئة[2].

[1] Ibid, p: 94.

[2] Salman Syed Ali, Islamic Capital Market , Distance Learning Course No. 8, 2010, p:99

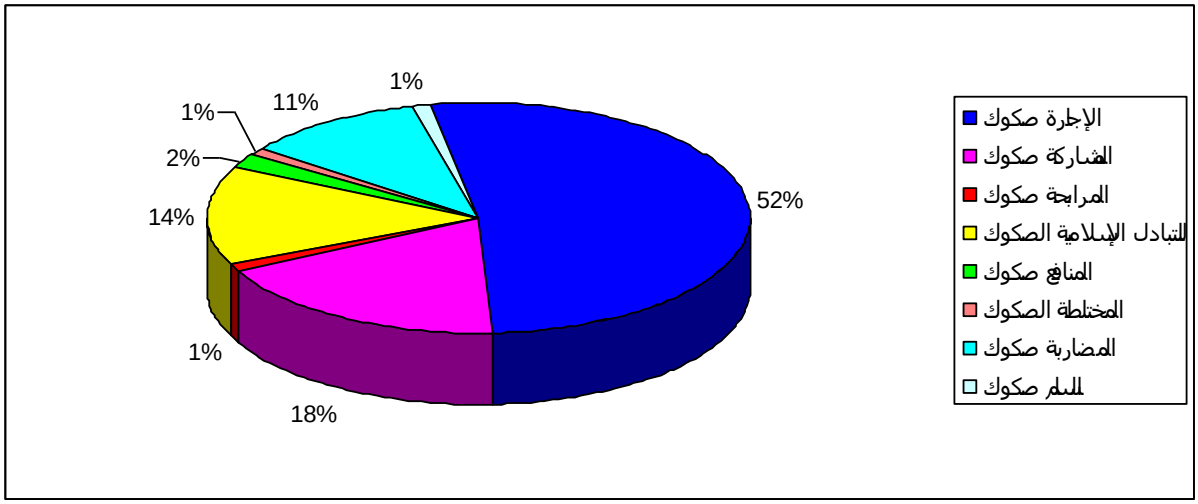
الشكل رقم (08): إجمالي إصدارات الصكوك المحلية والدولية بما فيها السيادية، شبه السيادية وإصدارات الشركات (كل العملات بالدولار)



المصدر: تقرير زاوية العالمي، 2010، ص: 99 [على الخط].متاح على: www.zawya.com .

2. بتحليل إصدارات الصكوك الإسلامية المطروحة للإكتتاب الدولي من ناحية هيكل العقود المُعتمدة في هذه الإصدارات، يتبين أن صكوك الإجارة جاءت في مقدمة الهياكل المعتمدة بشكل كبير في إصدارات الصكوك الدولية بنسبة 52%، تليها صكوك المشاركة بنسبة 14%. وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

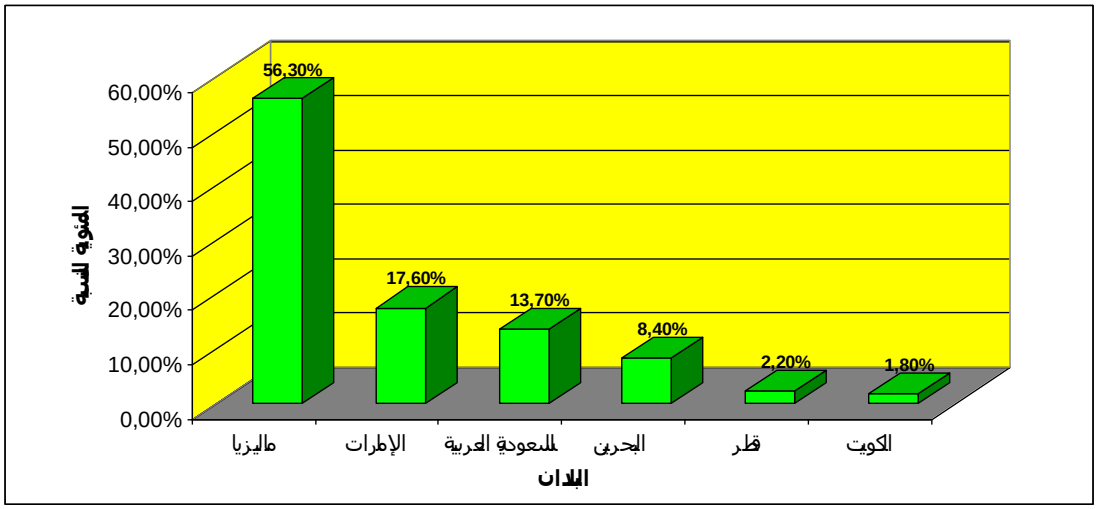
الشكل رقم (09): التقسيم الهيكلي لإصدارات الصكوك الدولية



Source: Report Zawya SUKUK Monitor, 2010,p:102, [en ligne]. Disponible sur www.Zawya.com/ SUKUK.

وسُجل أكبر إصدار صكوك حتى الآن في هذه المرحلة، إصدارات شبكة التنمية المستدامة "بيرهاد بيناريانج جي إس إم في ماليزيا"، وبالمقارنة مع دول مجلس التعاون الخليجي ظلت ماليزيا لاعب نشط ومُهيمن في سوق الصكوك خلال هذه المرحلة مع إصدار صكوك إسلامية بلغ عددها 200 إصدار بقيمة إجمالية 31.5 مليار دولار، تليها الإمارات العربية المتحدة بإصدارات كبيرة وقليلة العدد بقيمة 21.7 مليار دولار[1]، والشكل الموالي يبين لنا ايضا ترتيب دولة ماليزيا ودول الخليج حسب النسبة المئوية لإصدارات الصكوك الإسلامية لكل بلد، حيث كما أسلفنا تأتي ماليزيا في المرتبة الأولى بنسبة 56.30% تليها دولة الإمارات العربية المتحدة بنسبة 17.60 % ثم العربية السعودية بنسبة 13.70% .

الشكل رقم (10): النسبة المئوية لإجمالي الصكوك المُصدرة حسب بلدان المقارنة



Source : Ijlal Ahmed Alvi, **Liquidity Management in Islamic Finance Products & Documentation**, 9th International Islamic Financial Institutions Conference ,Bayt Al Mashora, Kuwait,2010,p:13.

المطلب الثالث: المقارنة من حيث إصدارات الصكوك السيادية، شبه السيادية وصكوك الشركات

أولا: فتحت الأزمة المالية الطريق للصكوك السيادية لتصبح أكثر نشاطا من مُصدري الأوراق المالية للشركات في هذه المرحلة، حيث أنتجت الأزمة المالية ظروفا سوقية صعبة لإصدار الديون من جانب الشركات، وقد زاد الإقبال على إصدارات الصكوك من طرف المستثمرين لارتياحهم لمنحنى المخاطر الأفضل المرتبط بها، ففي عام 2008 تعدت الصكوك السيادية نسبة 44% من الإصدارات من حيث العدد وبنسبة 10%، بقيمة وصلت 16 مليار دولار[2].

ثانيا: حدث تغير في عام 2009، حيث شهدت إصدارات الشركات للصكوك إنخفاضا كبيرا لصالح الصكوك السيادية، حيث أصبح المستثمرون أكثر حذرا بسبب التخلف عن الدفع، حيث وصلت

[1] **Op cite**, p: 85.

[2] : Ijlal Ahmed Alvi, **Liquidity Management in Islamic Finance Products & Documentation**, 9th International Islamic Financial Institutions Conference ,Bayt Al Mashora, Kuwait,2010,p:13.

الصكوك السيادية عند 66% من حصة السوق، و41% من اجمالي قيمة الصكوك الصادرة إعتبارا من شهر سبتمبر 2009، وسجلت مثلما قلنا حصص سوق الصكوك المؤسساتية (الشركات) تراجعا من 46% في عام 2008 إلى حوالي 21% بحلول سبتمبر 2009، وفي الوقت نفسه تراجع عدد الصكوك شبه السيادية من 18 إصدار عام 2008 إلى 15 إصدار عام 2009، ولكن القيمة ارتفعت بنسبة 56% تقريبا الى 62 مليار دولار[1].

وبالتالي نجد أن الصكوك السيادية وشبه السيادية توجد في موقف أقوى من إصدارات الشركات لزيادة حصتها الإجمالية.

ومثال على الإصدارات البارزة ذات السيادة تلك التي كانت من حكومة دبي، والبنك الإسلامي للتنمية ومؤسسة التمويل الدولية (الوكالات المتعددة الأطراف تمتلك مخاطر مماثلة للحكومات).

ثالثا. خلال الفترة (2008-2009): كانت نسبة كبيرة من إصدارات الصكوك السيادية المدفوعة تحت سقف 100 مليون دولار، كما انخفض إصدار الشركات وتم السماح للإصدار السيادي بأن يتخذ زمام المبادرة، حيث سجلت أحجام الصكوك أقل من 100 مليون دولار النصيب الأكبر من اصدارات هذه المرحلة بنسبة 71%، وكانت الغالبية العظمى من اصدارات الصكوك تحت سقف 100 مليون دولار سيادية (أي من الحكومات) بنسبة 60% من اجمالي الإصدارات، ويبقى الهدف من ذلك هو تعزيز إدارة السيولة للبنوك الإسلامية وإنشاء منحنى العائد بما يدعم انشاء مؤشر تسعير إسلامي مثل الليبور[2].

حتى ولو كان هناك عدد كبير من الإصدارات كبيرة الحجم، فإنه انخفض متوسط الصكوك لهذه الفترة إلى 107.3 مليون دولار، بانخفاض قدره 60 مليون دولار عن المرحلة السابقة (2002 -2007)[3].

على الرغم من أن إصدارات الصكوك صغيرة الحجم مصدرها سيادي (من الحكومات)، ومن المتوقع إصدار صكوك سيادية كبيرة الحجم في المستقبل، كما يتضح من إعلان حكومة دبي مؤخرا بخصوص برمجة إصدار صكوك بقيمة 2.5 مليار دولار، إصدار بين 250 و500 مليون دولار يمثل الحصة الأكبر من حيث القيمة[4].

وتضمنت هذه الفئة أسبوعيا إصدارًا للصكوك من قبل بنك نيجارا بماليزيا التي بدأت في أوت 2009 وانتهت بعد شهر واحد، حيث قدرت قيمة كل الصكوك 294.2 مليون دولار، وحملت مدة أقل أو يساوي 6 أشهر[5].

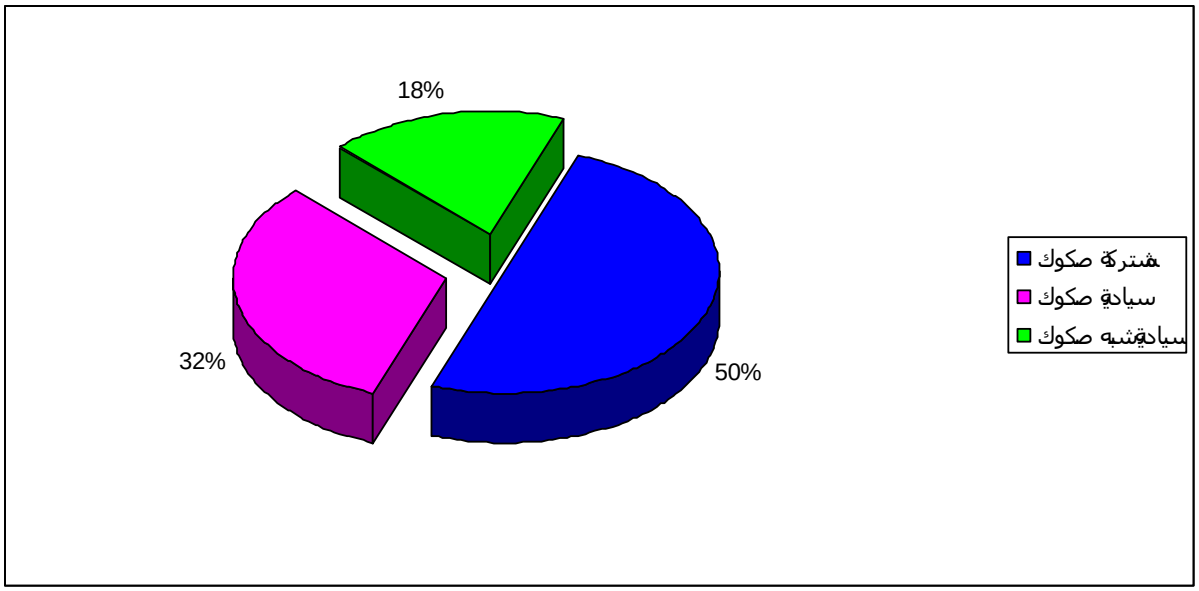
رابعا. خلال الفترة (2009- 2010): نجد أن الصكوك التي تصدرها الحكومات أعلى سواء من حيث القيمة أو العدد في هذه الفترة، كما ذكرنا من قبل فالحكومات أكثر نشاطا في سوق الصكوك في هذه الفترة، حيث الحصة الكبيرة من الإصدارات كانت من حكومة دبي والوكالات المتعددة الأطراف

[1] Op cite, p: 24.
[2] **The Growth of Islamic Capital Markets**, Bursa Malaysia's Experience, Bursa Malaysia, 2010, p:96.
[3] **Op cite**, p: 93-94.
[4] **Ibid, p**: 100.
[5] **Ibid**, p: 101-102.

المسيطرة في السوق، كما أظهرت زيادة نُفور المستثمرين بسبب المخاطر المُصاحبة للظروف الإقتصادية السائدة، كما بدأت بوادر انتعاش في الظهور، فعدد كبير من الشركات دخلت السوق إلى جانب الحكومة التي تسيطر على إصدارات الصكوك في المدى القريب، حيث أعلنت حكوم دبي عن برمجة إصدار صكوك اسلامية بقيمة 2.5 مليار دولار، وسوف يؤدي ذلك إلى توجه مزيد من إصدارات الصكوك نحو القطاع الحكومي، فزيادة النشاط من قبل الحكومات هو علامة إيجابية لسوق الصكوك، وهناك محاولة لزيادة التركيز على تطوير هيكل الإصدارات في مسعى لنمو منحنى العائد الخاص بمنتجات التمويل الإسلامي[1]، والشكل الموالي يبين لنا تقسيم إصدارات الصكوك الدولية إلى صكوك مشتركة، سيادية وشبه سيادية بتحديد النسبة المؤوية لكل نوع:

الشكل رقم (11) : إجمالي إصدارات الصكوك الدولية

جانفي 2001- 31 ديسمبر 2009

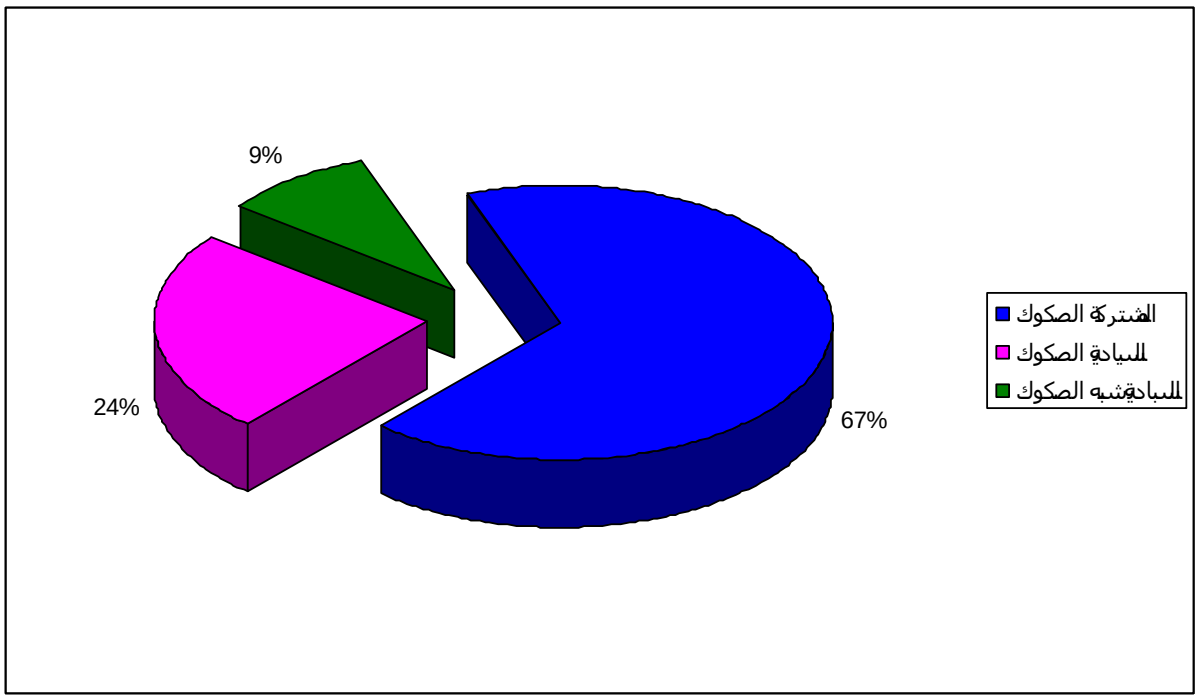


Source : **Islamic Money Market**, repott 2010, p:37 [en ligne]. Disponible sur : http://iimm.bnm.gov.my

[1] **Islamic Money Market**, repott 2010, p:36 [en ligne]. Disponible sur : http://iimm.bnm.gov.my.

الشكل رقم (12): إجمالي إصدارات الصكوك المحلية السيادية، شبه السيادية والإصدارات المشتركة (بالعملات المحلية)

جانفي 2001 – 31 ديسمبر 2009



Source: **Report 30 October**, Sukuk Market Academic Visit by INCEIF's CIFP, 2009, p:66.

المطلب الرابع: المقارنة من حيث قيمة وعملة الإصدار

أولا. من حيث عملة الإصدار:

1. **تحليل الفترة (2002-2007)**: هيمن الدولار الأمريكي في هذه الفترة بسبب وجود عدد معتبر من الإصدارات الدولية وتفضيل دول مجلس التعاون الخليجي المُصدرة الإقتراض بالدولار.

حيث كان الدولار الأمريكي العملة المعتمدة من قبل الشركات المُصدرة لدول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 91% من اجمالي الصكوك المقومة بالدولار وقد جرت العادة أن يفضل المستثمرون في المنطقة الدولار نظرا لربط عملات دول مجلس التعاون الخليجي (بإستثناء الكويت) بالدولار الأمريكي، ومن جهة أخرى فقد تم تقويم عدد قليل من الإصدارات بالعملات الأخرى مثل اليورو والجنيه البريطاني بسبب عدم وجود إصدارات من المناطق المعنية[1].

[1] **Op cite**, p65-66.

الجدول رقم (05): العدد الإجمالي حسب العملة (2002- 2007)

العملة	عدد الإصدارات
الرينغيت الماليزي	**198**
الدولار الأمريكي	**138**
الدينار البحريني	**33**
الريال السعودي	**4**
الدرهم الإماراتي	**1**
اليورو	**2**
الجنيه الاسترليني	**1**

المصدر : تقرير السوق المالية الاسلامية الدولية، 2009، ص:26 [على الخط].متاح على: www.iifm.net.

2. **تحليل الفترة (2007-2010):** يعتبر الرينجيت الماليزي العملة المهيمنة في إصدارات الفترة حتى 2010 بسبب إصدارات الصكوك قيمة ونوعا الناشئة عن صكوك ماليزيا.

على عكس المرحلة السابقة (2002-2007)، إنخفضت حصة الدولار الأمريكي في إصدارات هذه الصكوك خلال الثلاث سنين الأخيرة (2007-2010)، فقط عشرة إصدارات للصكوك كانت مقومة بالدولار الأمريكي في هذه المرحلة، تبلغ قيمتها الإجمالية 5.7 مليار دولار أمريكي[1]، هذا الإنخفاض في الدولار الأمريكي دفع بدول مجلس التعاون الخليجي إلى تقويم إصدارات الصكوك بالعملات المحلية الخاصة مثل الدرهم الإماراتي، الدينار البحريني والريال السعودي لاجتذاب المستثمرين، فقد أدت الزيادة في الإصدارات المحلية بالرينغيت الماليزي ليستعيد مكانته الرائدة باعتباره العملة المهيمنة لإصدارات الصكوك .

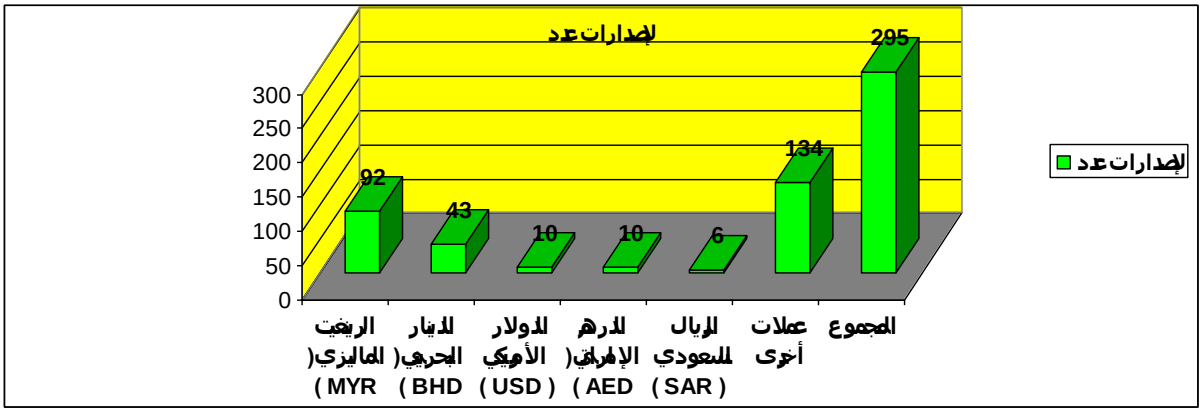
[1] **تقرير السوق المالية الاسلامية الدولية**، 2009، ص: 28 [على الخط].متاح على: www.iifm.net.

الجدول رقم (06): عدد اصدارات الصكوك المُصدرة حسب العملات (2007/ 2010)

العملة	عدد الإصدارات
الرينغيت الماليزي (MYR)	**92**
الدينار البحريني (BHD)	**43**
الدولار الأمريكي(USD)	**10**
الدرهم الإماراتي(AED)	**10**
الريال السعودي (SAR)	**6**
عملات أخرى	**134**
المجموع	**295**

Source : Development and Regulation of the Islamic Capital Market , **Issues and Challenges**, The quarterly Bulletin of the Securities Industry Development Centre (SIDC), August 2009,p104.

الشكل رقم (13): عدد إصدارات الصكوك العالمية حسب العملات (2007- 2010)



Source : Development and Regulation of the Islamic Capital Market , **Issues and Challenges**, The quarterly Bulletin of the Securities Industry Development Centre (SIDC), August 2009,p106

ثانيا. من حيث قيمة الإصدار:

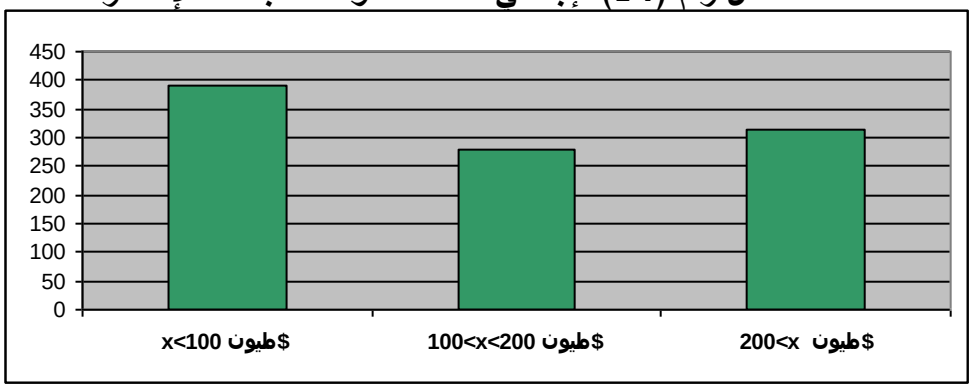
1. إرتفع متوسط حجم إصدارات الصكوك إلى168.3 مليون دولار بنسبة زيادة 40% عن المرحلة السابقة التي وقفت عند قيمة 119.9 مليون دولار (1996- 2001)، وكانت معظم الإصدارات صغيرة الحجم من فئة أقل من 100 مليون دولار بنسبة 73% [1].

[1] **Ringgit Bond Market report** , 2009,p: 63 [en ligne]. Disponible sur : http://bondinfo.bnm.gov.my.

حيث نلاحظ أن التطور السريع للتمويل الإسلامي والتحول نحو تمويل متوافق مع أحكام الشريعة من قبل عدد كبير من الشركات المصدرة، دفع نحو قفزة في الإصدارات صغيرة الحجم. ومن حيث القيمة، شكلت الصكوك التي تزيد على 1 مليار دولار ما يقرب من نصف قيمة اصدارات الصكوك، ومن الجدير بالذكر أن ثلاثة صكوك تجاوزت قيمتها 3.5 مليار دولار[1]، والتي أصدرت من طرف:

- نخيل الإمارات؛
- جمارك وموانئ دبي والمنطقة الحرة للإمارات؛
- Binaring GSM Sdn Berhad- Malayzia.

الشكل رقم (14): إجمالي عدد الصكوك حسب فئة الإصدار



Source : **Ringgit Bond Market report** , 2009,p: 63 [en ligne]. Disponible sur : http://bondinfo.bnm.gov.my.

2. خلال الفترة (2002-2009)، لا تزال الشركات المساهم الرئيسي في إصدار الصكوك، بالرغم من أن الجهات المُصدرة السيادية نشطة أيضا، حيث واصلت الشركات هيمنتها في هذه المرحلة بنسبة 64% من اجمالي إصدارات الصكوك من حيث العدد و59% من حيث القيمة [2]. فمن حيث عدد الإصدارات كانت الشركات الماليزية الأكثر نشاطا في السوق، وعموما فإن الأنظمة المتطورة والمرافق التجارية وكذا الدعم الحكومي السبب الرئيسي في حيوية سوق الصكوك الماليزية.

وكانت الإصدارات البارزة لصكوك الشركات الماليزية [3] في هذه الفترة:

- مليار دولار صكوك Binaring MTN؛
- مليار دولار صكوك Cagamas IMTN؛
- مليار دولار صكوك Tanjung Bin Power.

وقد ساهمت الشركات الخليجية أيضا بنصيبها من قيمة إصدارات الصكوك العالمية للشركات، حيث سمح الإزدهار الإقتصادي الذي حدث في دول مجلس التعاون الخليجي لمجموعة واسعة من الشركات العاملة بإصدار صكوك في مختلف القطاعات، وهذا يشمل[4]:

[1] **Op cite**, p : 64.

[2] تقرير بيت التمويل الكويتي، 2010، **مرجع سابق**، ص:26-27.

[3] **مرجع سابق**، ص: 29.

[4] **Malaysian Sukuk Market Handbook**, RAM Rating Services Berhad, Kuala Lumpur, Malaysia, 2009, p :18.

- الدار العقارية للصكوك بقيمة 2.5 مليار دولار إستثمار في القطاع العقاري؛
- صكوك سابك الثانية باستثمار 2.1 مليار دولار في قطاع النفط والغاز؛
- صكوك موانئ دبي العالمية الثانية بقيمة 1.5 مليار دولار في قطاع النقل.

هذه المرحلة شهدت أيضا إصدار صكوك شبه سيادية، وذلك أساسا من ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي، حيث استوفت هذه الصكوك التي تدعمها الحكومة تفضيلات المستثمرين المرتبطة بانخفـاض المخاطر والعائدات المستقرة، كمحاولة واعية من قبل الحكومات لتضيف عمقا لسوق الصكوك.

وكانت الصكوك شبه السيادية الرئيسية من ماليزيا في هذه المرحلة[1] هي:

- Rantan Abang كابيتل IMTN بصكوك قيمتها 2.0 مليار دولار؛
- صكوك Plus Senior بقيمة 1.0 مليار دولار؛
- الخزانة العالمية لتبادل الصكوك الثانية بقيمة 850 مليون دولار.

وكانت كبرى الصكوك شبه السيادية [2] التي نشأت من دول مجلس التعاون الخليجي :

- صكوك النخيل بقيمة 3.2 مليار دولار؛
- صكوك PCFC بقيمة 3.5 مليار دولار.

1. بالمقارنة مع المرحلة السابقة (1996-2001) حيث شهدت مشاركة قطاعات قليلة فقط، فإن إصدارات الصكوك خلال الفترة 2002 وحتى عام2007 شملت قاعدة عريضة من القطاعات الإقـتصـادية قيـمة وعـددا، استئـثر فيها قطاع العقارات والبناء بالحصة الأكبر في إصدارات الصكوك (2002-2007) بقيمة 20.6 مليار دولار، تليها إصدارات الحكومة السيادية [3].

حيث سجل القطاع الحكومي من خلال مصرف البحرين المركزي إصدارات بنسبة 54% من اجمالي إصدارات هذا القطاع، وهو أكبر عدد من إصدارات الصكوك في هذه المرحلة، وكان لقطاع الـعقـارات وقـطاع البـناء والتشييد أكبر حصة من حيث القيمة بسبب الطفرة العقارية في منطقة الخليج، وسهولة اجراءات دعم الأصول في العقارات، والذي هو مطلب أساسي لمستثمري الصكوك[4].

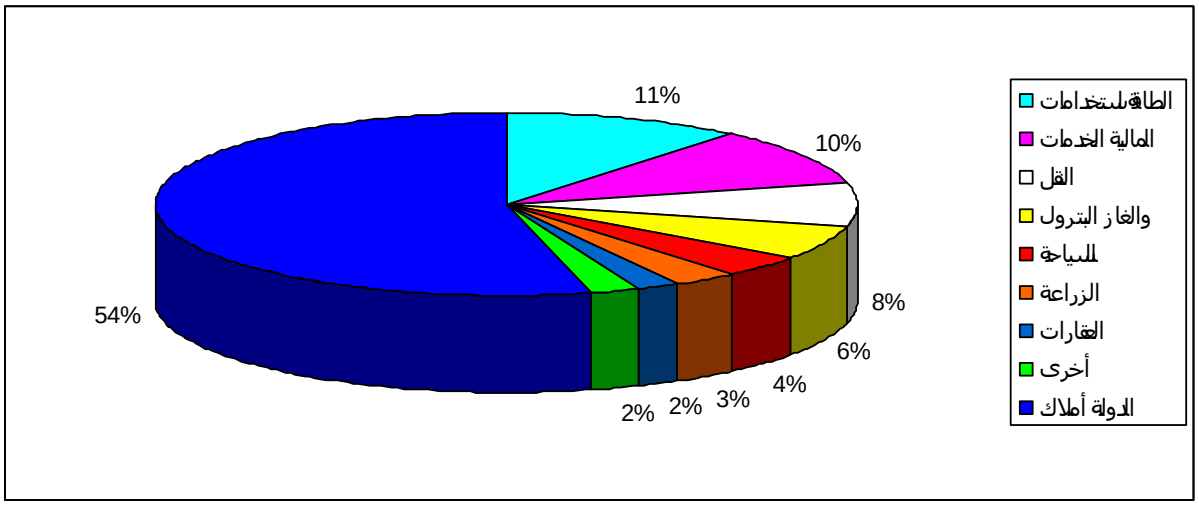
أكبر شركات إصدار الصكوك العقارية [5] كانت بلا منازع في دول مجلس التعاون الخليجي، وهما:

- الدار العقارية للصكوك بقيمة إجمالية 2.53 مليار دولار؛
- صكوك JAFZ بقيمة 2.0 مليار دولار.

[1] **Op cite**, p: 21.
[2] **Ibid**, p: 22-24.
[3] zawya Analyisis report of sukuk, 2011, p: 48- 50 [en ligne]. Disponible sur : http://www.zawya.com.
[4] Op cite, p: 50.
[5] Ibid, p: 51.

ونجد أن إصدارات الصكوك في القطاع العقاري وقطاع البناء والإنشاءات يتصدر المرحلة بحصة بلغت 20.6 مليار دولار، متبوعا بالقطاع الحكومي بقيمة 14.4 مليار دولار، ثم قطاع الخدمات المالية بـ 9.9 مليار دولار[1].

الشكل رقم (15): إجمالي اصدارات الصكوك حسب القطاعات (2002-2007)



Source : report Zawya, S&P, IFIS, Bloomberg, KFHR, 2008, p:16.

المطلب الخامس : المقارنة من حيث أنواع الصكوك المصدرة

أولا. تحليل الفترة (1996-2001):

في المرحلة السابقة (1996-2001)، ظلت صكوك المرابحة هي الهيكل الأكثر استخداما، أما هيكل الإجارة فإنه نظرًا لخصائصه المرتبطة بسهولة الإستخدام واستيعاب شروط الإكتتاب في نشرة الإصدار من قبل المستثمرين والمتعاملين وأيضا للمرونة التي يمتاز بـــها والـقـدرة علـى التكيـف مع متطلبات مختلف القطاعات، ما ساهم في ارتفاع شعبية هيكل التأجير تدريجيا، حيث وصلت نسبته ما يقرب 39% من اجمالي الإصدارات من حيث العدد، المرابحة 20% ثم صكوك السلم 16%، وهيكل الإستصناع الذي يقوم أساسا على عقد وكالة، إكتسب شعبيته ايضا بين عامي 2006 و2007، ومع ذلك فإنه من حيث القيمة، تصدرت صكوك المشاركة الترتيب بحصة 26.3 مليار دولار بنسبة 36% من اجمالي إصدارات هذه المرحلة، تليها الإجارة بقيمة 20.4 مليار دولار ثم صكوك المرابحة بقيمة 8.0 مليار دولار[2].

ثانيا. تحليل الفترة (2002-2007):

في هذه الفترة كانت صكوك المشاركة المتصدرة من حيث القيمة، ثم صكوك الإجارة لها أعلى حصة من حيث العدد مقارنة بصكوك المرابحة، والتي كانت لها أعلى إصدارات من حيث القيمة والعدد في الفترة ماقبل 2002. وقد أُستخدمت مجموعة متنوعة من الصيغ والإجتهادات الإسلامية في هيكلة

[1] Ibid, p: 52.
[2] **Desktop research including daily news alert** ,publications & information providers, Jan 2001 17– 31st December 2009, p:37.

الصكوك في هذه الفترة، والتي شهدت أيضا ادخال صكوك هجينة (هي صكوك مختلطة بين هيكلين مثلا: صكوك مشاركة ومرابحة ..) من قبل شركة "دَوَامة" ، حيث تتركب صكوك دوامة من مجموعة من هياكل الإجارة والمرابحة وذلك بالتعديل في شروط الإكتتاب لنشرة إصدار كل صك والتي بلغت قيمتها: 29.4 مليون دولار[1]، وهذه هي المرة الأولى التي يتم فيها استخدام مزيج من الهياكل اللازمة لإصدار الصكوك.

الجدول رقم (07): هياكل الصكوك المُصدرة حسب القيمة (2007/2002)

القيمة (بليون $)	هيكل الصكوك
26.3	**مشاركة**
20.5	**إجارة**
8.0	**مضاربة**
4.1	**استصناع**
2.9	**استثمار**
2.8	**هجينة**
1.9	**السلم**
4.9	**مرابحة**
1.0	**أخرى**

Source: zawya data base, 2011, p:45, [en ligne]. Disponible sur :http://www.zawya.com.

ثالثا. تحليل الفترة (2008- 2010)

1. فـي العام 2008، تجاوزت الحصة السوقية لخمس هياكل من الصكوك وهي الإجارة، المضاربة، المـشاركـة، الإستثمار والمرابحة نسبة 90 في المائة من ناحية القيمة بالدولار، ومن ضمن هذه الهياكل، شهدت صكوك المرابحة وحدها ارتفاعا بلغت نسبته 59.3 في المائة من مستواها البالغ 512.3 مليون دولار في العام 2007 لتصل إلى 816 مليون دولار في العام 2008، وكانت صكوك المشاركة هي أعلى الصكوك قيمة في العام 2007 إذ بلغت 12.4 مليار دولار، ولكنَّها انخفضت بأكثر من 83 في المائة لتصل إلى 2.1 مليار دولار في العام 2008 لتحتل بذلك المركز الثالث من ناحية القيمة بالدولار. ومن ضمن الصكوك الأخرى التي شهدت انخفاضا في قيمتها، صكوك المضاربة

[1] Op cite, p: 38.

بانخفاض بلغت نسبته 68.6 في المائة، وصكوك الإستثمار بنسبة 34.4 في المائة، وصكوك الإجارة بنسبة 5.5 في المائة[1].

2. كانت صكوك الإجارة أفضل أنواع الصكوك من جهة قيمتها بالدولار وعدد إصدارتها، فقد تم طرح 53 إصدارا من صكوك الإجارة بقيمة 7.2 مليار دولار أَو ما يُمثل 47.6 في المائة من اجمالي قيمة الإصدارات. ومن أصل هذه الإصدارات البالغ عددها 53 إصدارا، استحوذت الإصدارات المؤسساتية على 32 إصدارًا بما يُمثل 60.3 في المائة من اجمالي الإصدارات، وشهدت صكوك الإجارة إقبالا عليها في السوق إذ أنها أثبتت أنّها هيكل مُربح وفي الوقت ذاته متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، بينما كانت صكوك المضاربة ثاني أكبر الصكوك المُصدرة بالدولار الأمريكي إذ بلغت قيمتها 2.3 مليار دولار أو ما يمثل 15.1 في المائة من اجمالي قيمة الإصدارات من خلال 13 إصدارا، تليها صكوك المشاركة بقيمة بلغت 2.1 مليار دولار تمثل 14.0 في المائة من اجمالي قيمة الإصدارات من خلال 27 إصدارا[2].

3. شهد **السوق المحلي** إرتفاعا في الطلب على الصكوك بوصفها أداة لجمع الأموال. لذا، تراجعت الإصـدارات بالـدولار مقـارنة بإجـمالي الإصدارات في العام 2008 من حيث قيمة الإصدارات وعددها، وبلغ إجمالي قيمة الإصدارات بالدولار المطروحة في العام 2008 نحو 1.5 مليار دولار، أو ما يُمثل 10.1 في المائة من اجمالي الإصدارات، بالمقارنة مع إجمالي الإصدارات بالدولار البالغة 13.9 مليار دولار في العام 2007 بما يمثل 41.2 في المائة من اجمالي الإصدارات، علاوة على ذلك، بلغ عدد الإصدارات بالدولارات في العام 2007 نحو 27 إصدارًا بالمقارنة مع خمسة إصدارات فقط في العام 2008، تم طُرح أربعة منها في دول مجلس التعاون الخليجي. وقامت حكومة واحدة فقط بإصدار صكوك سيادية بالدولار الأمريكي وقد بلغت قيمتها 350 مليون دولار أمريكي[3].

4. أدى قَبول هيكل صكوك الإجارة الى الهيمنة في هذه الفترة بشكل واسع النطاق، حيث تم إصدار صكوك الإجارة في 2008 بعد إعلان الشيخ تقي عثماني رئيس لجنة الشريعة الإسلامية AAOI ، أن 85% من الإصدارات الأخرى غير مطابقة نسبيا للشريعة الإسلامية[4].

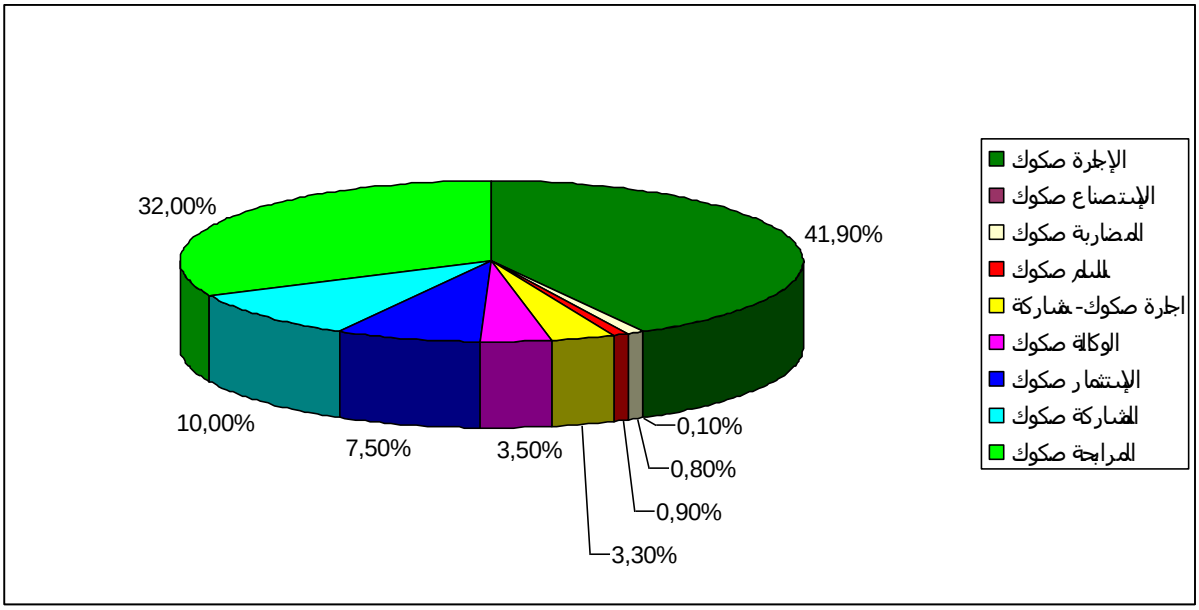
وقد تم تحريف الإعلان عموما على لسان الشيخ حيث قال أنه لم يكن يقصد به أن يكون عدم التطابق يَمُس كافة هياكل الصكوك المصدرة، بل فقط ترتبط بهيكلية صكوك المشاركة والمضاربة التي ساهمت بشكل كبير في إصدارات 2007، وأعلن الشيخ عثماني أن الصكوك القائمة على أسـاس هذيـن الهيكلين في رأيه كانت مضمونة الربح للمستثمرين ما يناقض قواعد الشريعة الإسلامية، التي تنص على

[1] **Zawya analysis Report**, zawya data base, 2011, p:7**,** [en ligne]. Disponible sur :http://www.zawya.com.
[2] Op cite, p: 7-9.
[3] Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) Shari'ah Standards (2004-2005), Manama, Kingdom of Bahrain, 2009, p: 5.
[4] Ibid, p: 6.

أن يُحضر الضمان الرئيسي وفق قاعدة المغنم على قدر المغرم، فقط تقاسم المخاطر يُبيح الأرباح المحققة من قبل المستثمرين، وكانت آثار تصريحات الشيخ عثماني واضحة للعيان، حيث كان هناك تباطؤ ملحوظ في إصدار صكوك المضاربة والمشاركة مقارنة مع غيرها من الهياكل في عام 2008 وحتى عام 2009، كما أن الإنخفاض في إصدارات الصكوك يُعزى الى الأوضاع الإقتصادية الكلية[1].

أمـا فيم يخص صكوك الإجارة التي ذاع صيتها وأصبحت تُستخدم من قِبل كثير من الشركات المُصدرة، فيرجع ذلك الى هيكل التأجير المُعتمد الذي يمتاز بالسهولة وعدم التعقيد، وكذا المرونة وسهولة دعم الأصول ضمن هيكلها.

الشكل رقم (16): إجمالي الصكوك المصدرة حسب نوع العقود المعتمدة (2010)



Source: An Introduction to Islamic Finance, by Justice Mufti Muhammad Taqi Usmani, 2009, p:5.

[1] . **An Introduction to Islamic Finance**, by Justice Mufti Muhammad Taqi Usmani, 2009, p:6.

المطلب السادس: مقارنة إصدارات الصكوك من حيث المدة

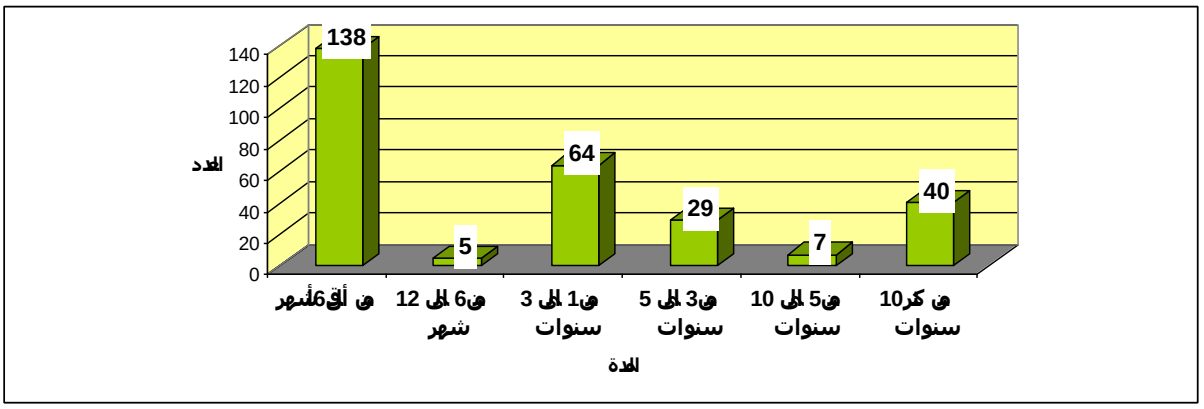
نجد أن مدة الصكوك تتوزع تدريجيا على مدى منحنى بيان نضج الإصدار بأكمله، على الرغم من أن الإصدارات متوسطة المدى تمثل غالبية الإصدارات، حيث أدت الأزمة المالية الى انخفاض إصدار صكوك الشركات، والتي عادة ما تكون متوسطة وطويلة الأجل، وتمثل إصدارات الصكوك التي تقل مدتها عن ستة أشهر 48% من اجمالي عدد اصدارات الصكوك والتي تُفضَّل في الغالب من قبل الحكومات، أما الصكوك من قصيرة إلى متوسطة الشكل (1-3 سنوات) فتشكل الجزء الأكبر من قيمة الصكوك لتصل 8.3 مليار دولار[1].

على غرار المرحلة السابقة، التي كانت فيها أكثر من 40 إصدارًا للصكوك التي تصل قيمتها إلى 7.2 مليار دولار، تتعدى مدتها عشر سنوات، كما سُجلت حصة كبيرة من اصدارات الصكوك في فئة هذه المدة من حيث العدد والقيمة [2].

وتشمل بشكل بارز صكوك سابك بقيمة 1.3 مليار دولار والتي تصل مدتها الى 20 سنة[3].

الشكل رقم (17): إجمالي إصدارات الصكوك حسب المدة

هذا البيان لا يتضمن 17 صكا، 11 منها مفقودة المعلومات حول مدتها، 6 منها هناك إختلاف حول مدتها الحقيقية في هذه المرحلة ، قيمتها الإجمالية 2 مليون دولار أمريكي.



Source: **Zawya analysis Report**, zawya data baise, 2011, p:10, [en ligne]. Disponible sur :http://www.zawya.com.

[1] **Op cite**, p: 4.
[2] **Ibid**, p: 4.
[3] **Ibid**, p: 5-6.

المطلب السابع : المقارنة من حيث تمويل القطاعات

على مدى العقد الماضي مع ازدهار سوق الصكوك، تستفيد قطاعات مختلفة في جميع أنحاء العالم من خصائص فريدة تمنحها الأوراق المالية الإسلامية، فالقدرة على تعبئة الأموال لمشاريع النفط والغاز مثل كامرون الشرق في الولايات المتحدة والمشاريع العقارية في أبوظبي مثل صكوك شركة صروح العقارية [1]، يوضح السبب في تزايد الطلب بسرعة على الأوراق المالية الإسلامية.

هنا سوف نرى هياكل الصكوك المختلفة، والإستخدامات للأموال اللازمة وكيفية الإستفادة منها لمختلف التطورات الخاصة للقطاعات خلال السنوات القليلة الماضية، وكانت أكثر من 50% من الصكوك الإسلامية لعام 2009 سيادية، شبه سيادية ووكالات متعددة الأطراف، وذلك تماشيا مع المصلحة العامة للمستثمرين التي شهدت تحولا في الأفضلية للملاذات الآمنة والإصدارات ذات الجودة العالية[2].

أولا: في دول مجلس التعاون الخليجي، قد تم إنعاش سوق الصكوك في يونيو2009 مع إصدار صكوك بقيمة 750 مليون دولار من قبل حكومة البحرين، أيضا صكوك سيادية تم إصدارها مثلا من طرف حكومة أندونيسيا بقيمة 650 مليون دولار، رأس الخيمة بـ 400 مليون دولار والبنك الإسلامي للتنمية 850 مليون دولار، أيضا الطاقة والمرافق والخدمات المالية تمثل 11% و10% على التوالي من اصدارات سوق الصكوك الأولية في عام 2009 مدفوعا بانتعاش في أسعار السلع الأساسية وأنشطة تعبئة الأموال من جانب المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم[3] (أنظر الشكل السابق الخاص بإجمالي الصكوك المصدرة حسب القطاعات (2009)) .

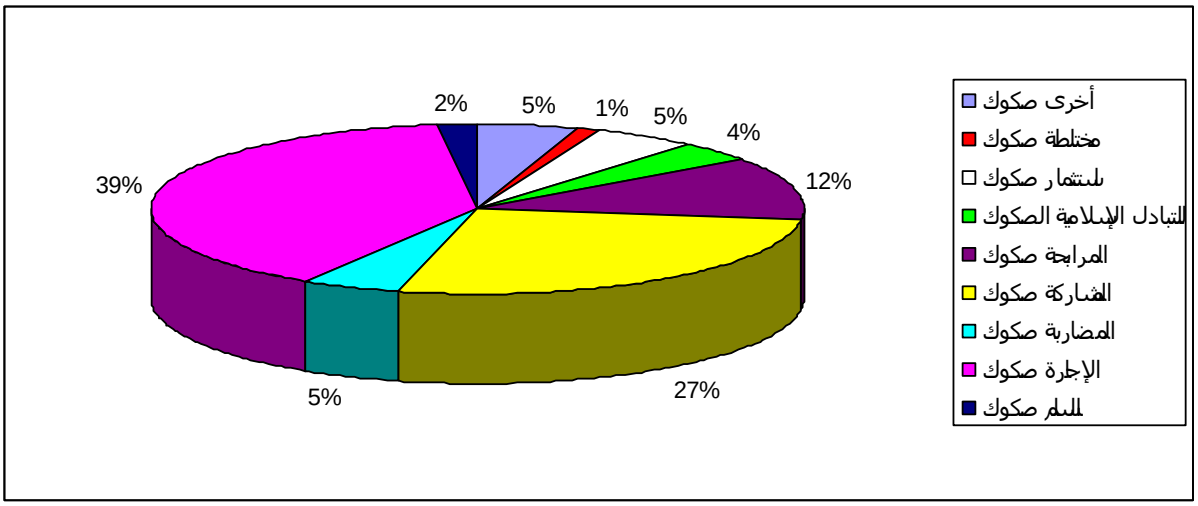
ثانيا: فيما يخص نوع الصك، فإن الإجارة هو الهيكل الأكثر شعبية، وهو ما يمثل41.9 ٪ من إجمالي إصدارات الصكوك في عام 2009 [4]، ربما تعتبر نتيجة مباشرة للنقاش الحاصل مؤخرا بشأن إمتثال بعض الهياكل الأخرى لضوابط الشريعة .

فقبل عام 2005، أُصدرت الصكوك القليلة الأولى في العالم في السوق العالمية للصكوك كلها كانت معتمدة أساسًا هيكل الإجارة، في عام 2005، أُصدرت أول صكوك قائمة على المرابحة من خلال إصدار صكوك الذهب عبر وكالة دبي للسلع المتعددة. بعد ذلك، وقبل 14 فبراير 2008، أُصدرت هياكل صكوك أخرى مثل المشاركة، المضاربة، حيث عرفت وتيرة سريعة لتبادل الثقة في التعامل بمثل هذه الصكوك[5]، والشكل الموالي يبين تصنيف إصدارات الصكوك الدولية حسب نوع العقود المعتمدة:

[1] **Malaysian Sukuk Market Handbook**, RAM Rating Services Berhad, Kuala Lumpur, Malaysia, 2009, p :18.
[2] **Op cite**, p: 19.
[3] **Ibid**, p: 19-20.
[4] أحمد بن عبد الرحمان الجبيري، **بحث بعنوان: الإختلافات الفقهية حول صناعة الصكوك الإسلامية**، 2009، ص:27، [على الخط].متاح على: WWW.LMASRIFIAH.COM .
[5] **مرجع سابق**، ص:27-28.

الشكل رقم (22): التصنيف الهيكلي لإصدارات الصكوك الدولية (حسب نوع العقود)

جانفي 2001- 31 ديسمبر 2009



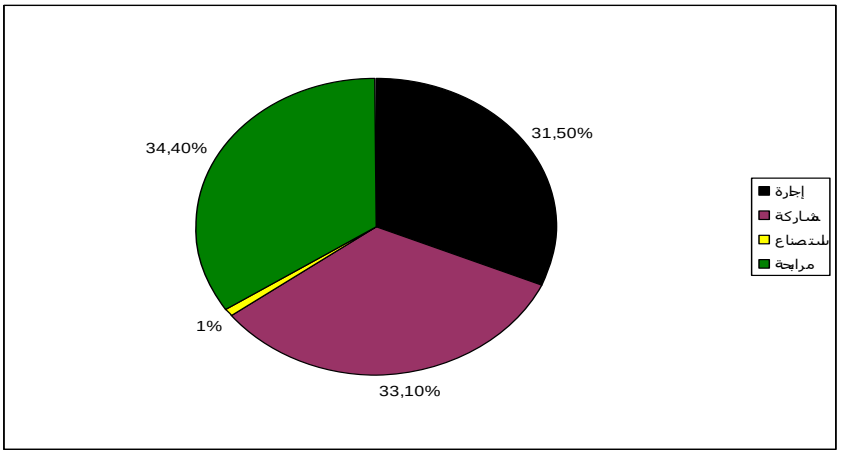
Source: Malaysian Sukuk Market Handbook, RAM Rating Services Berhad, Kuala Lumpur, Malaysia, 2009, p :22.

ثالثا: يعتبر سوق الصكوك الماليزية واحدًا من أكثر الأسواق هيمنةً في جميع أنحاء العالم على مدى السنوات الأخيرة التي شهدت تطوير هياكل متعددة للصكوك وذلك باستخدام مجموعة واسعة وغنية من المفاهيم والإجتهادات الفقهية وكذا التقنية والإقتصادية.

ففي عام 2008 مثلا، إستخدمت ماليزيا أكثر من خمسة هياكل تنوعت بين الإجارة والمرابحة والمشاركة والإستصناع والإستثمار لتعبئة الأموال والأصول التي قد تُعتبر أكثر استخداما من دول أخرى. حيث تعمل على تلبية إحتياجات المستثمرين المحليين مع القدرة على توليد الدخل من مصادر الموجودات ومن التدفقات النقدية[1].

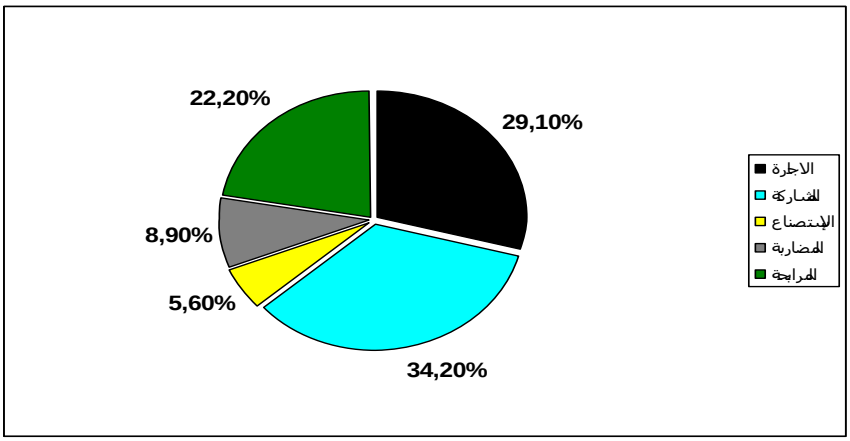
[1] نوردين أنجدون، **سوق رأس المال الاسلامي الماليزي**، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الرياض، 2010، ص: 27.

الشكل رقم (19): إصدارات ماليزيا حسب الهيكل المعتمد لسنة 2008



المصدر : تقرير بيت التمويل الكويتي، 2011، ص: 77، [على الخط].متاح على: www. Zawya.com.

الشكل رقم (20): إصدارات ماليزيا حسب الهيكل المعتمد لعام 2009



المصدر : تقرير بيت التمويل الكويتي، 2011، ص: 77، [على الخط].متاح على: www. Zawya.com.

رابعا: مقارنة مع بعض دول مجلس التعاون الخليجي، نجد أن ماليزيا تستخدم مجموعة متنوعة من الهياكل المختلفة في حين أن دولة الإمارات العربية المتحدة والسعودية على سبيل المثال تتمسك بمجموعة قليلة من الهياكل كما هو موضح في ما بعد بالرسم التخطيطي، هذا ويرجع ذلك إلى التقييم المستقل لهياكل الصكوك المقبولة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

ففي نظرنا يرجع ذلك أيضا الى بعض الإختلافات الفقهية فيم يخص ربط القواعد والضوابط الشرعية في عملية إعداد وتخطيط الهياكل المقبولة شرعا للصكوك الإسلامية فيما بين الشرق الأوسط والشرق الأقصى والتي قد لا تكون مقبولة أو عليها تحفضات في منطقة دول الخليج، فمثلا عقدت لجنة الشريعة الإسلامية

AAOIFI ندوة تتطرق لبعض هياكل الصكوك الإسلامية مثل بيع المرابحة أين يشوب البيع والشراء فيه ببيع العينة[1].

من ناحية أخرى نجد أن المجلس الإستشاري الشرعي لبنك نيجارا بماليزيا ولجنة الأوراق المالية بماليزيا، سمحت بهذه المعاملات والهياكل المرتبطة بها وفقا لتكييفهم لفقه المعاملات وتطبيقه في الشريعة الإسلامية.

مسألة أخرى من مسائل الإختلاف بين الإجراءات القانونية المُعتمدة هي مسألة قابلية التداول لبعض الهياكل في السوق الثانوية[2].

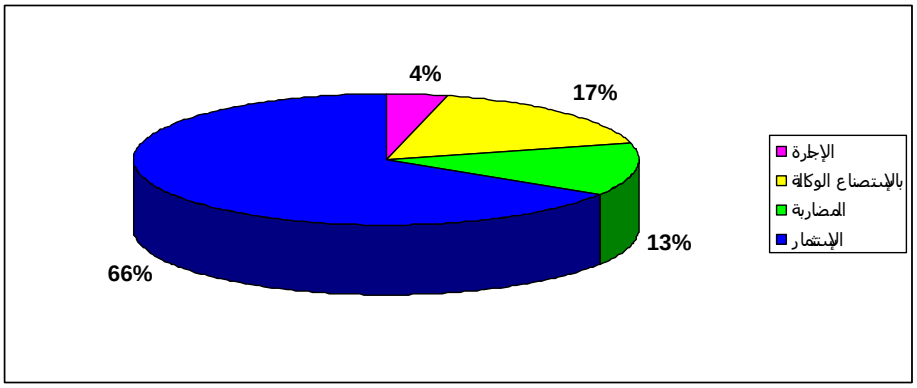
إذن نستخلص أن سوق رأس المال الإسلامي يُعتبر نشطا نسبيا والتداول مسموحا به وفقا للإختصاص الفقهي في ماليزيا لكن في دول مجلس التعاون الخليجي، لا يجوز تداول الصكوك إلا بالقيمة الإسمية، أي أن الدين يجب أن يمثل نقودًا حقيقية، هذا الفرق الدقيق يعني أن تنظيم الصكوك الصادرة في دول مجلس التعاون الخليجي يتم وفقا لفترات أقصر مما كانت عليه في ماليزيا، هذا يعني أن حملة الصكوك من المرجح أن يقوموا بحجز شهادات الصكوك عن التداول حتى فترة النضج[3].

من المهم أن نلاحظ أن كلا الطرفين لديه أدلة ذات الصلة لدعم وجهات نظرهم فيم يخص هيكلية الإصدار المقبول للصكوك وكذا ضوابط تداولها، ومع وضع الخلافات جانبا، فالصكوك لا تزال تنمو بشكل سريع في كلا الإختصاصين الفقهي منه والقانوني .

ومع ذلك، فإن العديد من المؤسسات الدولية الحديثة مثل هيئة المحاسبة والمراجعة، ومجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي تعمل جاهدة من أجل توحيد تطبيق معايير وضوابط القانون الإسلامي (الشريعة) في التمويل الإسلامي من أجل تمهيد الطريق لتطبيق موحد، ولا يتم ذلك إلا بتطوير أسواق رأس المال الإسلامي وتوحيد الآليات اللازمة لتوحيدها وكذا تطوير الضوابط التي تحكمها[4].

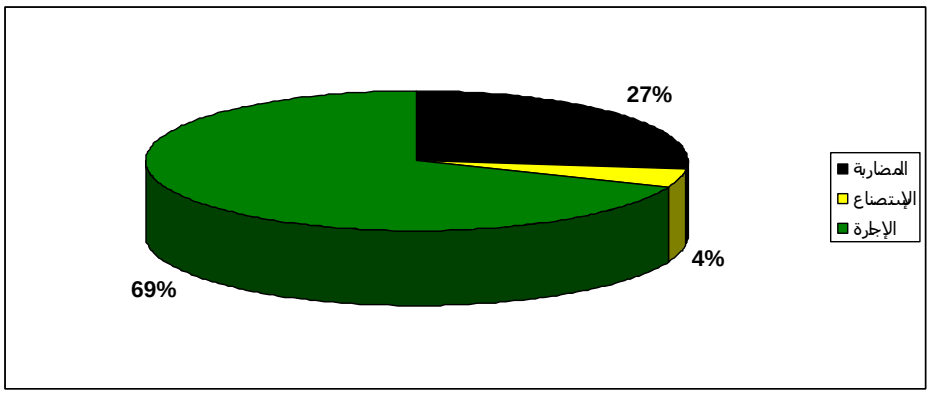
[1] **"Islamic Bonds: Your Guide to Issuing**, Structuring and Investing in Sukuk" , 2010, p: 15.
[2] **Op cite**, p: 16.
[3] **Quarterly Bulletin for the Malaysian Islamic Capital Market**, by the Securities Commission Malaysia, 2010 ,p:49.
[4] **Op cite**, p:50.

الشكل رقم (25): إصدارات العربية السعودية للصكوك حسب نوع العقود(2009/2008)



Source: **Quarterly Bulletin for the Malaysian Islamic Capital Market**, by the Securities Commission Malaysia, 2010 ,p:51.

الشكل رقم (22): إصدارات الإمارات العربية المتحدة للصكوك حسب نوع العقود (2009/2008)



Source: **Quarterly Bulletin for the Malaysian Islamic Capital Market**, by the Securities Commission Malaysia, 2010 ,p:54.

المبحث الثالث: تحليل دور صناعة الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام بين ماليزيا ودول الخليج

لا شك أن تلمُّس الكفاءة التمويلية لإصدارات الصكوك الإسلامية تمر عبر ضمان التمويل المُستدام للقطاعات الإقتصادية التي يكون لها قيمة مضافة في استدامة تنفيذ وتفعيل برامج التنمية المستدامة في أي بلد، وبالتالي سنحاول تحليل إصدارات الصكوك الإسلامية التي تم إطلاقها في تمويل مجموعة من القطاعات من حيث العدد والقيمة، من خلال مُقارنة إصدارات القطاعات بين ماليزيا ودول الخليج.

المطلب الأول: إصدارات الصكوك في تمويل القطاع العقاري

أولا. عموميات حول القطاع العقاري:

في السداسي الأول من 2010، بدا أن آفاق تحسن ستحصل في سوق العقارات خارج الولايات المتحدة مع إعادة إنتعاش الطلب في البحرين، كما ظهرت الكويت وسلطنة عمان، فضلا عن زيادة في عدد المغتربين والسكان المحليين في المملكة العربية السعودية وقطر[1].

وعلاوة على ذلك، فإن حدوث إنخفاض في أسعار الفائدة على القروض في دول مجلس التعاون الخليجي، أدى الى زيادة هامشية في مدفوعات الإئتمان إلى أسواق العقارات والبناء الحقيقي[2].

في الإمارات العربية المتحدة، آفاق القطاع لا تزال هشة بسبب الأزمة العالمية في دبي ما أدى إلى انخفاض في الطلب وأيضا في أسعار الإيجارات بنسبة 10-15٪ حتى ديسمبر 2009، ففي دول مجلس التعاون الخليجي تركز الآن على تنويع الإقتصادات نحو القطاعات غير النفطية، لهذا هناك عدد من المشاريع التنموية التي هي قيد الإنشاء في منطقة الخليج [3].

حيث شهدت المنطقة مشاريع فندقية وصلت قيمتها 7 مليار دولار العام الماضي التي توجد قيد التنفيذ أيضا[4].

في عام 2008، شهدت السوق العقارية إدخال مجموعة واسعة من الصكوك من مختلف البلدان في جميع أنحاء منطقة المحيط الهادئ الآسيوية ومنطقة دول مجلس التعاون الخليجي.

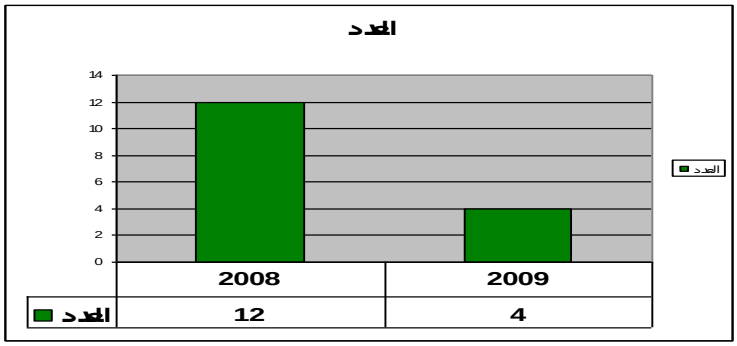
وكان هذا يرجع أساسا إلى إعلان العديد من المشاريع التنموية مثل صكوك شركة صُروح العقارية من قبل شـركة تمويل المحدودة، والتي تم تكليفها بالعمل على استدامة تمويل التنمية في جزيرة الريم في أبو ظـبي، وفـق خـارطة عمـل تتضمن إجراء تسكين 100000 نسمة في المنازل السكنية بحلول 2020، فضلا عن بناء 100 وحدة من ناطحات السحاب بالنسبة للشركات التجارية[5].

---

[1] Ibid, p: 42-43.
[2] **Desktop research including daily news alert** ,publications & information providers Jan 17– 31st December 2009, p:51.
[3] **Op cite**, p: 52.
[4] Ibid, p: 52.
[5] **The Review**, published by the Central Bank of Bahrain,op cite, p: 44.

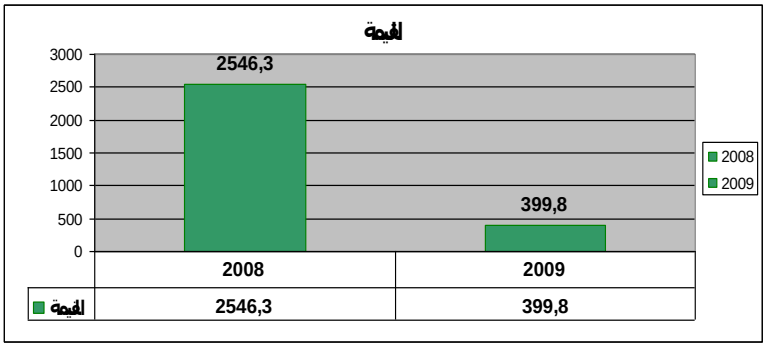
وتقدمت شركة صُروح العقارية الترتيب لتصل نسبة 43٪ من اجمالي إصدارات الصكوك العالمية عام 2008 في القطاع العقاري[1].

الشكل رقم (24): إجمالي عدد اصدارات الصكوك العقارية في ماليزيا ودول الخليج



Source: Desktop research including daily news alert ,publications & information providers Jan 17– 31st December 2009, p:52.

الشكل رقم (25): إجمالي قيمة إصدارات الصكوك العقارية في ماليزيا ودول الخليج (الوحدة مليون دولار)



Source: Source: Desktop research including daily news alert ,publications &information providers Jan 17– 31st December 2009, p:52.

بعد 2008، بدأ عام 2009 يتحول تدريجيا إلى أن يكون أقل إنتاجية فيما يخص الصكوك المُصدرة في قطاع العقارات حيث انخفضت بقيمة 146.5 مليون دولار أو بنسبة 84.3% مقارنة بعام 2008.

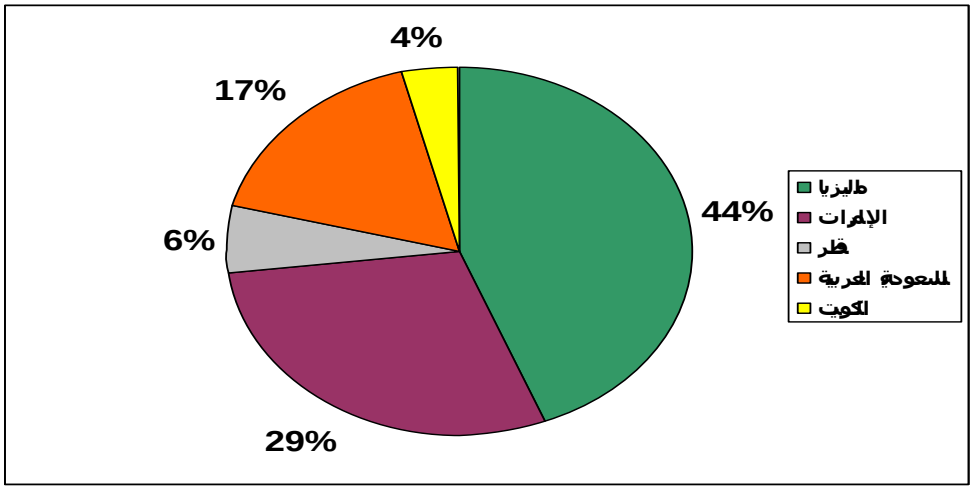
وكانت دبي مثالا حيا، حيث لم يقتصر الإنخفاض على وفرة المعروض من مشاريع الإسكان ولكن أيضا قيام شركات التطوير العقاري المملوكة للدولة مثل شركة نخيل بتأجيل دفع القسيمة المستحقة إلى حملة الصكوك في ديسمبر 2009[2].

ومع ذلك، شهد العام 2009 مثلا في المملكة العربية السعودية إصدار صكوك في هذا القطاع بما يمثل 75% من اجمالي الصكوك الصادرة في عام 2009[3]. كما أن بلدان عديدة داخل وخارج منطقة

[1] **Ibid**, p: 44.
[2] Jamal Abbas Zaidi**, "Potentiiall Rolle of Crediit Enhancements in Sukuk"**, The First Internatiionall Conference For Isllamiic Sukuk, 2010, p:13.
[3] **Op cite**, p: 14-15.

دول مجلس التعاون الخليجي رائدة في التطوير العقاري تعمل على الأرجح لتشجيع أكبر للشركات التي ترغب في زيادة الصناديق الإستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

الشكل رقم (25): إجمالي إصدارات البلدان من الصكوك في القطاع العقاري (2008-2009)



Source: Jamal Abbas Zaidi, **"Potentiiall Rolle of Crediit Enhancements in Sukuk"**, The First Internatiionall Conference For Isllamiic Sukuk, 2010, p:33.

بالمقارنة بين ما ورد أعلاه حول إجمالي إصدارات الصكوك العالمية في جميع القطاعات، كان هناك انخفاض في القطاع العقاري من 18.2% في عام 2008 إلى فقط 2.1٪ في عام 2009. ويمكن أن يُعزى معظم هذا إلى تأثيرات الأزمة المالية، ما أدى الى تباطأ في مشاريع التنمية ولا سيما في دول مجلس التعاون الخليجي. ومن الجدير بالذكر أن كميات كبيرة من الديون الناجمة عن الطفرة في قطاع العقارات في الفترة 2007-2008 أدت إلى مزيد من الإنتكاسات للقطاع بالإضافة إلى أن المطورين العقاريين أصبحوا غير قادرين على الوفاء بالتزاماتهم التمويلية[1].

هناك عدد من التغييرات التنظيمية التي من المُتوقع أن يكون لها تأثير على مستقبل مشاريع التطوير العقاري:

1. بالنسبة للمملكة العربية السعودية تتوقع صدور قانون الرهن العقاري الذي طال انتظاره والذي سينفُذ في وقت لاحق من هذا العام[2].

2. في دولة الإمارات العربية المتحدة، من المُتوقع أن التغييرات التي تم إدخالها على قوانين الميراث سيكون لها تأثير ايجابي على تمكين غير المقيمين من مواطني الإمارات من شراء المنازل الخاصة التي ستزيد حتما الطلب على قطاع الإسكان[3].

بعد ان توقفت إصدارات القطاع في 2009، من المُتوقع أن يكون لإصدارات الصكوك المُبرمجة لقطاع العقارات الماليزية تأثيرات جيدة على الإنتعاش القوي الحاصل في ماليزيا عام 2013.

[1] **Ibid**, p: 16.

[2] **تقرير بيت التمويل الكويتي**، 2011، ص: 65، [على الخط].متاح على: www. Zawya.com.

[3] **مرجع سابق**، ص:67-68.

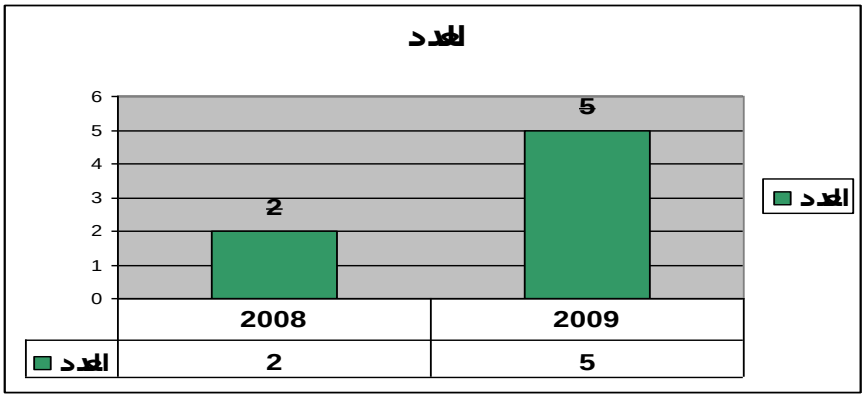
وعلاوة على ذلك، من المتوقع عام 2013 أن نرى موجة من مشاريع التنمية التي تم إطلاقها مرة أخرى منذ الأزمة المالية العالمية، لكن مع عدد لا بأس به من الوحدات السكنية الراقية ومجمعات التسوق التي شارف تخطيطها على الإنتهاء، لكن مع مخاوف من وفرة المعروض أن يؤدي الى وقف مستقبل التطورات في سوق العقارات[1].

المطلب الثاني: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها

وفقا لخطة ماليزيا العاشرة، من المُتوقع أن استهلاك الطاقة في ماليزيا سيستمر في النمو بمعدل عام قدره 6.7٪ بين 2012 و2015، أعلى من نمو الناتج المحلي الإجمالي المُتوقع 5.5٪. حيث تخطط TENAGA ناسيونال بيرهاد لبناء سَدَّين في شبه جزيرة ماليزيا من خلال تكليف لجنة خاصة لدراسة الإجراءات والتكليفات الضرورية حسب الجدول الزمني 2014-2015 والتي سوف تعزز قطاع الكهرباء في البلاد[2].

ووفقا لمراقبين في السوق، هناك حاجة تقدر بنحو 4000 ميغاواط من الطاقة لشبه جزيرة ماليزيا وحدها طوال عام 2008، بلغ مجموع إصدارات الصكوك في قطاع الطاقة والمرافق اثنين فقط من الصكوك مع كمية مجتمعة تصل قيمتها إلى521.4 مليون دولار، وتقع هذه الإصدارات في باكستان والإمارات العربية المتحدة، بالإضافة إلى أكبر وِحدتين من الصكوك يتم إصدارهما من قبل شركة تبريد القابضة بمبلغ إجمالي يصل الى 462.8 مليون دولار أي بنسبة 89% من اجمالي الصكوك الصادرة في 2008[3].

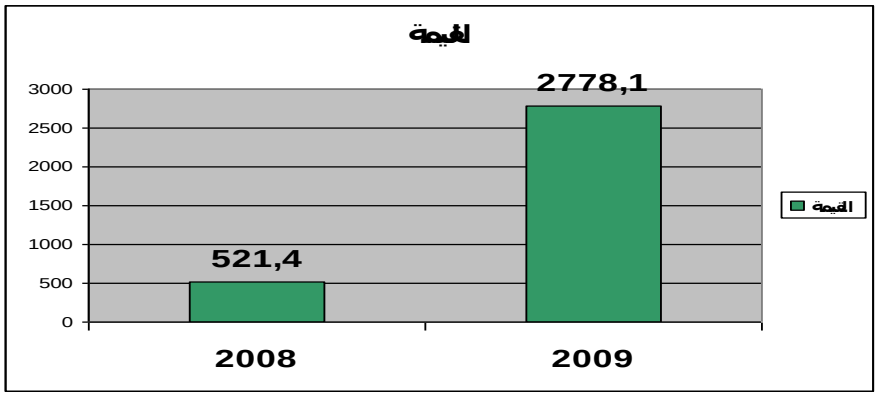
الشكل رقم (26): إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها



source: Growth of The Islamic Capital Market, The Quarterly Bulletin of The Securities Industry Development Centre (SIDC) Securities Commission, November 2010,p:11.

[1] **نفس المرجع**، ص:68.
[2] **نفس المرجع السابق**، ص: 68.
[3] **نفس المرجع السابق**، ص: 69.

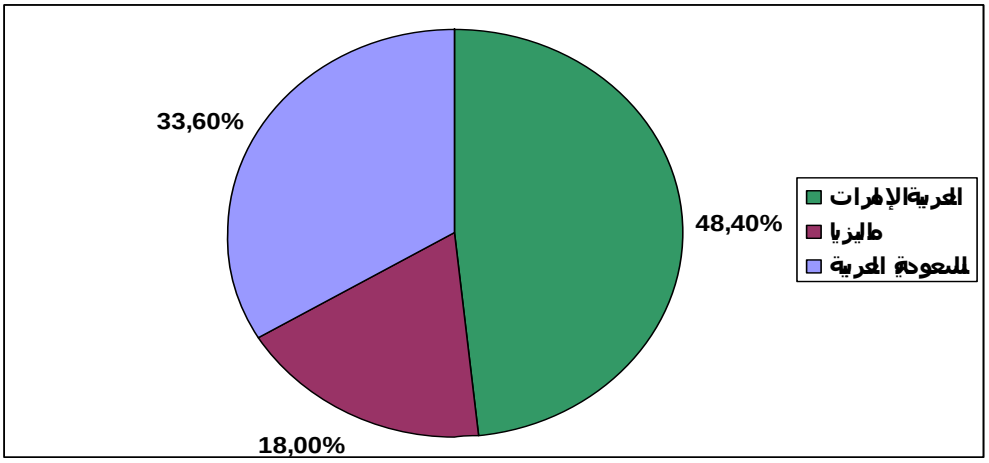
الشكل رقم (27): إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها (الوحدة مليون دولار)



Source: Growth of The Islamic Capital Market, The Quarterly Bulletin of The Securities Industry Development Centre (SIDC) Securities Commission, November 2010,p:12.

في عام 2009، كانت هناك زيادة كبيرة في الصكوك التي تم إصدارها في قطاع الطاقة والمرافق العامة الذي كان عليه طلب كبير في المملكة العربية السعودية في يوليو 2009، حيث بدأت الشركة السعودية للكهرباء بإصدار صكوك شركة استثمار بقيمة تبلغ 1.86 مليار دولار[1].

الشكل رقم (28): إجمالي اصدارات الصكوك في قطاع الطاقة والمرافق العامة حسب البلدان (2009-2008)



Source : Report Zawya SUKUK Monitor, 2011,p99 [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK.

[1] **Growth of The Islamic Capital Market**, The Quarterly Bulletin of The Securities Industry Development Centre (SIDC) Securities Commission, November 2010,p:14.

المطلب الثالث: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل

كان للأزمة الإقتصادية العالمية وانهيار التجارة العالمية في عام 2009 أثر كبير على قطاع النقل وفقا لمُنتدى النقل الدولي (ITF) ومنظمة التعاون والتنمية، كما أشارت الإحصائيات إلى انخفاض الطلب على نقل الحاويات بنسبة 26٪ في عام 2009 في حين انخفض الشحن الجوي بنسبة 10٪، كما أشارت البيانات إلى انخفاض في الطلب على نقل السكك الحديدية الخاصة بالشحن بنسبة 21٪ بالنسبة للطن على الكيلومتر الواحد في الإتحاد الأوروبي، في الولايات المتحدة وروسيا كما بينت التقارير أن الإنخفاض وصل إلى 14٪ و 12٪ على التوالي خلال الفترة نفسها[1].

ومع ذلك، أظهر قطاع النقل علامات على حدوث انتعاش في جزء لاحق من عام 2009 إلـى 2012، ومـن المتـوقع أن يُدفع القطاع مرة أخرى إلى المستويات التي كانت قبل الأزمة الإقتصادية، بحيث أن تزايد السكان والتوسع العمراني المُتزايد وارتفاع مستويات الدخل سيؤدي إلى زيادة الطلب على النقل وتُمارس ضغوطا كبيرة على أنظمة النقل في جميع أنحاء العالم[2].

1.في ماليزيا، تجاوزت الإستثمارات المعتمدة في قطاع النقل الفرعي في عام 2009 الإستثمارات في عام 2008 والتي بلغت 19 مشروعا بمبلغ اجمالي قدره 1.4 مليار رينغيت ماليزي، وتمت الموافقة على الإستثمارات المُخططة في عام 2012 والتي كانت أساسا في القطاع الفرعي للطيران مع 16 مشروعا تبلغ قيمتها 7.6 مليار رينغيت ماليزي، منها تسعة مشاريع في القطاع الفرعي البحري تمت الموافقة عليها باستثمارات تبلغ 66.5 مليون رينغيت ماليزي، في حين تمت الموافقة على مشروع واحد لبناء الطُرق السريعة والصيانة بقيمة 201 مليون رينغيت[3].

2. في دول مجلس التعاون الخليجي، المملكة العربية السعودية تخطط لتكون رائدة في مجال الطيران بحلول عام 2035 مع برمجة عدد كبير من خطط التنمية الجاري تنفيذها مثل مطار الملك عبد العزيز الدولي في إطار اصلاح قطاع الطيران السعودي، وهذا يتماشى مع تزايد عدد الحجاج والزوار الوافدين على البلاد كل عام، حيث في عام 2009، شهد مطار المدينة المنورة عملية توسعة زيادة بنسبة 20٪ عن عدد المسافرين في العام السابق[4].

3.اليوم، أكثر من 50 شركة طيران دولية من المقرر أن تُسيِّر رحلات من داخل وخارج الكويت عبر المطار الدولي (KIA)، وهو الرقم الذي تم تعيينه من خلال استمرار إعتماد الأجواء المفتوحة وفقا للإتفاقات الموقعة، حيث بدأت الحكومة الكويتية في تنفيذ برامج تطوير النقل الجوي منذ عام 2003[5].

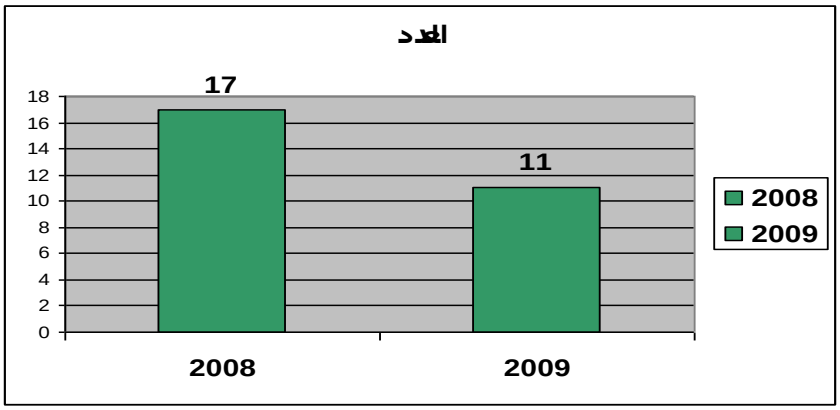
---

[1] **Report Zawya SUKUK Monitor**, 2011,p99 [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK.
[2] **Op cite**, p101.
[3] **Ibid**, p:101.
[4] **Ibid**, p:102.
[5] **Ibid**, p:102.

4. أثبت قطاع النقل العالمي بأنه واحدا من القطاعات التي تعمل كمُحرك رئيسي لإصدارات الصكوك حيث شكلت 16.7٪ من إصدارات الصكوك في عام 2008 و10.2٪ من اصدارات الصكوك في عام 2009[1].

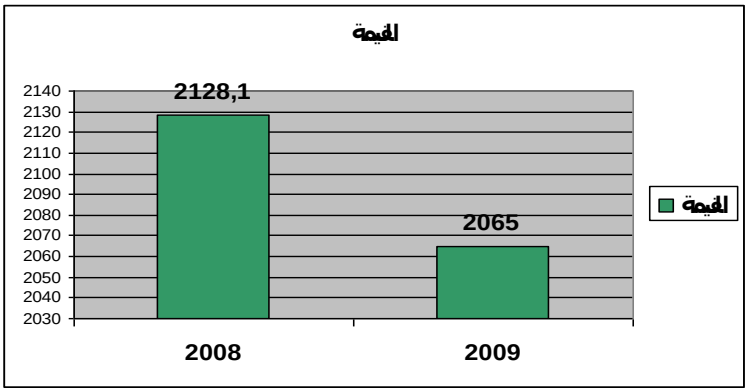
على الرغم من أن عدد إصدارات الصكوك في القطاع تناقص بنسبة 35٪ بين عامي 2008 وعام 2009، ظلت قيمة الصكوك الصادرة بالدولار دون تغيير تقريبا مع إنخفاض بنسبة 3٪ فقط.

الشكل رقم (29): إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل



Source: Report Zawya SUKUK Monitor, 2011, p : 101 [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK .

الشكل رقم (30): إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل (الوحدة مليون دولار)



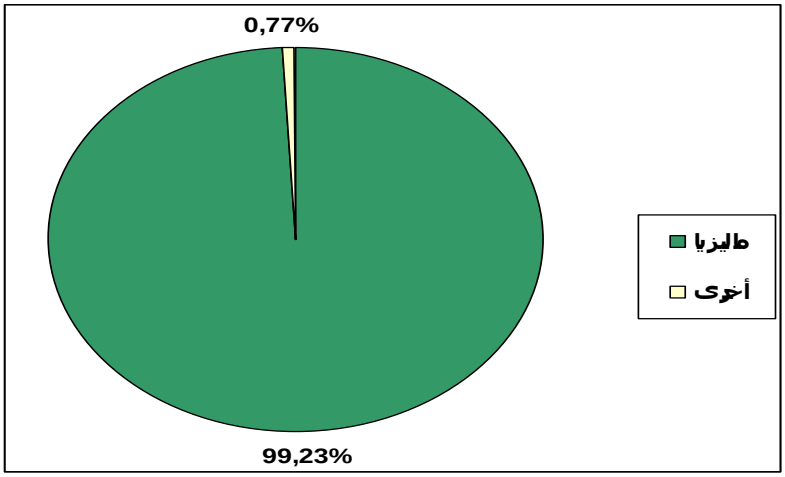
المصدر: تقرير بيت التمويل الكويتي، 2011، ص: 79 [على الخط].متاح على: www.Zawya.com/ SUKUK.

كما كان عليه الحال خلال العقد الماضي، هيمنت ماليزيا على قطاع النقل بغالبية كبيرة في إصدار الصكوك، هذا ويرجع ذلك أساسا إلى التشكيلة المتنوعة كما ونوعا من الصكوك الموجهة لتمويل الخُطط الموضوعة لتطوير البنية التحتية في البلاد، مثل هذه الخطط الأخيرة لبناء شبكة النقل السريع المتمثل في نظام المرور العابر (مترو الأنفاق) كجزء من الخطة الماليزية العاشرة. ومن المتوقع أن تكون قيمة حوالي 36 مليار رينغيت ماليزي (11.2 مليار دولار) مُقسمة بين صكوك إجارة مشاركة واستصناع، أيضا

[1] **Ibid**, p: 102-103.

ماليزيا تخطط لتوسيع مرافق المطار الدولي حيث تتوقع الحكومة وصول معدل ركاب الطائرات في النمو إلى 62 مليون في عام 2015 مقارنة بـ 47 مليون في عام 2008[1].

الشكل رقم (31): إجمالي إصدارات الصكوك في قطاع النقل حسب البلدان (2008-2009)



المصدر: تقرير بيت التمويل الكويتي، 2011، ص: 81 [على الخط].متاح على: www.Zawya.com/ SUKUK.

مِـثل مـا يوضح الرسم البياني فإن غالبية إصدارات الصكوك في قطاع النقل بين عامي 2008 و2009، هي إصدارات ماليزية، فقط نسبة 0.77% من الإصدارات توزعت بين دول أخرى مثل أندونيسيا وباكستان[2].

المطلب الرابع: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات والبناء

عموما، بلغ الإنفاق على البناء في العالم 4.8 تريليون دولار في عام 2008، ولكن نمو القطاع تباطأ إلى أقل من 1٪ حيث كان هذا هو أدنى معدل نمو منذ عام 2002، كما كان هناك تباطؤ ملحوظ خلال السنوات الماضية عندما كان هناك تزايد في الإنفاق العالمي على البناء بين 3٪ و 6٪ سنويا[3].

في عام 2009، وضعت الأسواق الناشئة نفسها في موضع قوي بفضل الأداء القوي في صناعة البناء والتشييد مع الصين والهند، الدولتين التي شهدتا نموًا بنسبة 8٪ و9٪ على التوالي، فالأسواق الناشئة تعمل على تمويل استدامة التنمية والتوسع السريع في المناطق الريفية وتوفير كميات كبيرة من الموارد وتعزيز هيكل الصادرات، ومن ناحية أخرى، فإن الدول الغربية المتقدمة تُظهر في سنة 2009 نموا باهتا في العديد من المقاولات وأسواق البناء بسبب أزمة الإئتمان وعدم وجود الرغبة لدى المستثمرين[4].

فمـن المتـوقع أن تشـهد ماليـزيا مزيد مـن الإزدهار في قطاع البناء خلال السنوات الخمس القادمة، حيث تم كشف النقاب عن عدد من المشاريع فقط في قطاع البناء في الخطة الجديدة الماليزية العاشرة، حيث أعلن رئيس الوزراء أنه بصدد إطلاق 52 مشروعا ذو تأثير كبير على خطط التنمية

[1] **تقرير بيت التمويل الكويتي**، 2011، ص: 81 [على الخط].متاح على: www.Zawya.com/ SUKUK.
[2] **مرجع سابق**، ص:82.
[3] **نفس المرجع**، ص:82-83.
[4] **نفس المرجع السابق**، ص:84-85.

المستدامة في البلاد بقيمة بلغت 63 مليار رينغيت ماليزي حوالي 11.2 مليار دولار، والتي يتعين تنفـيذها فـــي إطـــار الشراكة بين القطاعين العام والخاص، حيث تضمن التقاسم العادل للمخاطر والعوائد، ومن المتوقع أن يتصدر التحول الإقتصادي للبلاد جدول أعمال الحكومة في العام الحالي[1].

في دول مجلس التعاون الخليجي، أظهرت أسوق البناء إشارات جيدة من المرونة تبعث على التفاؤل رغم الأزمة المالية وتداعياتها، حيث تم الإعلان عن برمجة العديد من المشاريع الإنشائية والتي تصل قيمتها لأكثر من1 تريليون دولار، أو لا تزال جارية التخطيط والدراسة، حيث توجد معظم هذه المشاريع في دولة الإمارات العربية المتحدة والتي على الرغم من أزمة العقارات التي لا تزال مستمرة إلا أنها استحوذت على أكثر من 61٪ من المشاريع في المنطقة[2].

الجدول رقم (08): المشاريع المُبرمجة لدول مجلس التعاون الخليجي للبنية التحتية

مشاريع دول مجلس التعاون الخليجي للبنية التحتية *	**مليون دولار $**
البحرين	**41**
الكويت	**57**
عمان	**42**
قطر	**58**
العربية السعودية	**274**
الإمارات العربية المتحدة	**457**
*** إدخال فقط المشاريع المخططة أو تحت التنفيذ(إلى غاية جوان2010)**	

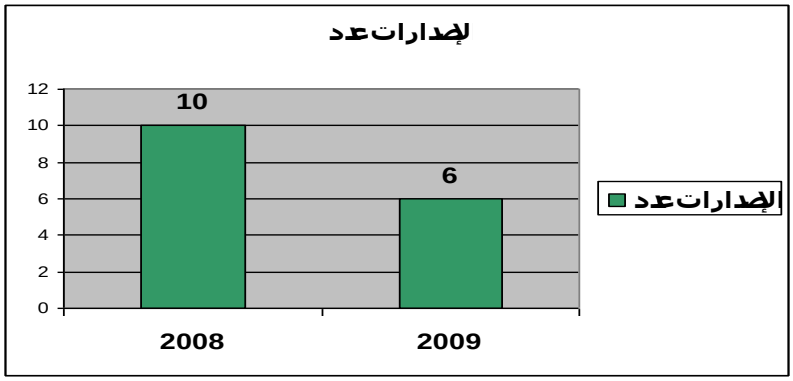
Source : Davis Langdon & Seah International, 2010, p :15 [en ligne]. Disponible sur : World Construction.com.

على الرغم من أن التوقعات لا تزال طيبة فيم يخص قطاع البناء والتشييد، فإنه بعد انتكاسة القطاع العقاري في دبي كان هناك انخفاض في اصدارات الصكوك في 2009، مقارنة مع أعلى نسبة إصدار في 2008 بقيمة 1.5 مليار دولار، حيث انخفضت قيمة الإصدارات الى 124 مليون دولار فقط في 2009 حيث غالبية الإكتتاب كان مصدره مستثمروا آسيا والمحيط الهادئ، باللمقابل نجد في البلدان الغنية بالنفط أنها لا تشارك في إصدار صكوك لبناء القطاع بالمقارنة مع الكثير من الدول في منطقة آسيا والمحيط الهادئ حيث التنظيم والقوانين المحلية ليست مفهومة وواضحة حتى الآن فيم يخص

[1] فؤاد محمد أحمد محيسن، رسالة ماجستير بعنوان: **الصكوك الاسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**، مرجع سابق، ص: 114.
[2] **نفس المرجع**، ص:115.

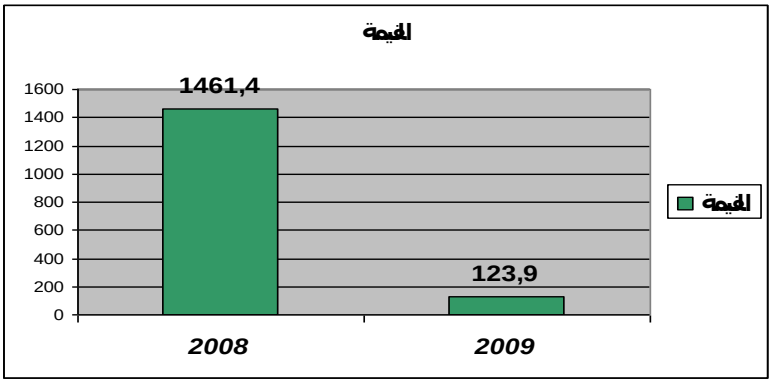
إجراءات دعم دور الصكوك[1]، فضلا عن ذلك فإن الحكومات تسرع في استخدام العائدات من انتاج النفط لتمويل المشاريع بدلا من اصدار صكوك كبديل لسد عجز الموازنة وكذا إرهاق الخزينة العمومية .

الشكل رقم (32): إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات



Source: Davis Langdon & Seah International, 2010, p :16 [en ligne]. Disponible sur : World Construction.com.

الشكل رقم (33): إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات (الوحدة مليون دولار)



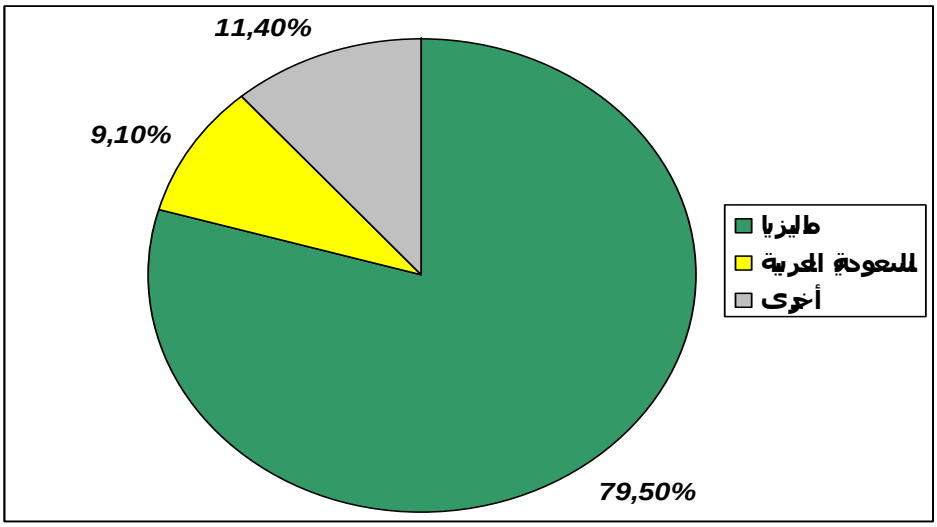
المصدر: تقرير بيت التمويل الكويتي، 2011، ص:86 [على الخط]. متاح على: www.Zawya.com/ SUKUK.

بين عامي 2008 و2009، أصدرت شركة جزيرة PERPEL من المملكة العربية السعودية ثاني أكبر إصدار للصكوك في قطاع الإنشاءات بقيمة إجمالية تصل إلى 266.6 مليون دولار، لكن أكبر إصدار للصكوك يبقى من قِبل الشركة القابضة Trans (LITRAK) Cota Lingkaran التي تعمل فـي صيانة الطرق السريعة وهي شركة في ماليزيا، حيث تصل قيمة مجموع إصداراتها 350 مليون دولار[2].

[1] محمد أكرم لالدين، **النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا**، رسالة غير منشورة، 2009، ص:18.

[2] موسى عبد العزيز شحادة، **الأزمة المالية والصيرفة الاسلامية**، المؤتمر المصرفي العربي السنوي المنعقد في دبي، 2009، ص:16.

الشكل رقم (34): إجمالي إصدارات الصكوك في قطاع البناء حسب البلدان (2008-2009)



المصدر: تقرير بيت التمويل الكويتي، 2011، ص:87 [على الخط]. متاح على: www.Zawya.com/ SUKUK.

من البيان التوظيحي نلاحظ سيطرة ماليزيا على هذا القطاع فيم يخص إصدارات الصكوك المرتبطة بتمويله منذ بداية الألفية، ومن المرجح أن تستمر على مدى العامين المقبلين، حيث لا تزال تعتبر ماليزيا دولة نامية، وبالتالي وضعها الإقتصادي يتطلب مستويات أعلى من التمويل لتنفيذ مشاريع البنية التحتية، فمقارنة مع البلدان الغنية بالنفط والتي لديها نسبة أفضل فيم يخص تطور بنيتها التحتية، فوضع ماليزيا لا يزال يتطلب تطوير بنية تحتية إضافية لتصبح دولة متقدمة تماما. وعلاوة على ذلك، فالمنظمين والمسؤولين المالزيين قد لعبو دورا كبيرا في تشجيع التنمية المستدامة والترويج لإصدار الصكوك في إطار ضمان التمويل المستدام من خلال هيكلة التشريعات بالطريقة التي تساهم وتدعم جذب المستثمرين الأجانب للإكتتاب في هذه الصكوك[1].

المطلب الخامس: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز

تتوقع أوبك أن يحقق الطلب العالمي على النفط نمو بمعدل 1.95 مليون برميل يوميا في عام 2013، وفقا لأوبك فإن البيانات الأخيرة تشير إلى أن نمو الطلب كان أعلى قليلا من تقديرات النصف الأول من العام 2012، ومع ذلك فالإعتدال المتوقع في وتيرة الإنتعاش الإقتصادي من المرجح أن يؤثر على توقعات نمو الطلب في النصف الثاني من ذات العام[2].

وتتوقع أوبك أن تصل إمدادات النفط من الدول غير الأعضاء في أوبك إلى زيادة في عام 2013 بمعدل 1.64 مليون برميل يوميا مقارنة بـ 1.741 مليون برميل يوميا في عام 2009 عن تقديرات شهر

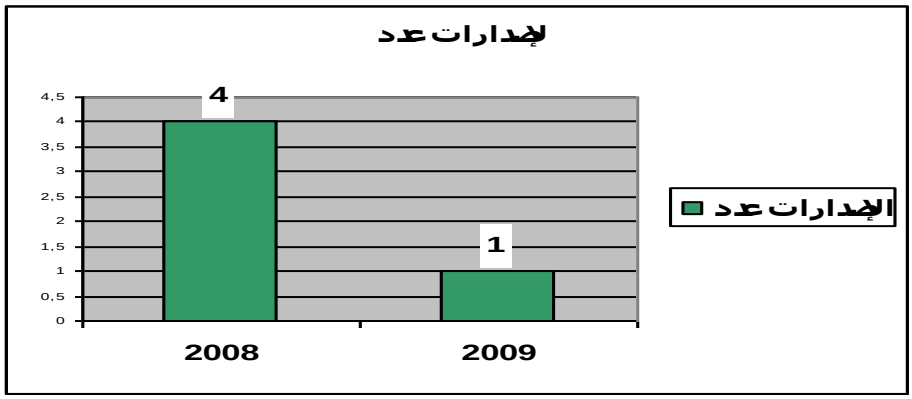
[1] **مرجع سابق**، ص:18-19.

[2] **Report Zawya SUKUK Monitor**, 2011, p : 104 [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK.

ماي 2010، وبلغ متوسط إنتاج اوبك من النفط الخام 29.26 مليون برميل يوميا، أي بزيادة قدرها 0.14 مليون برميل يوميا (عن تسليمات الفصل الثالث 2011)[1].

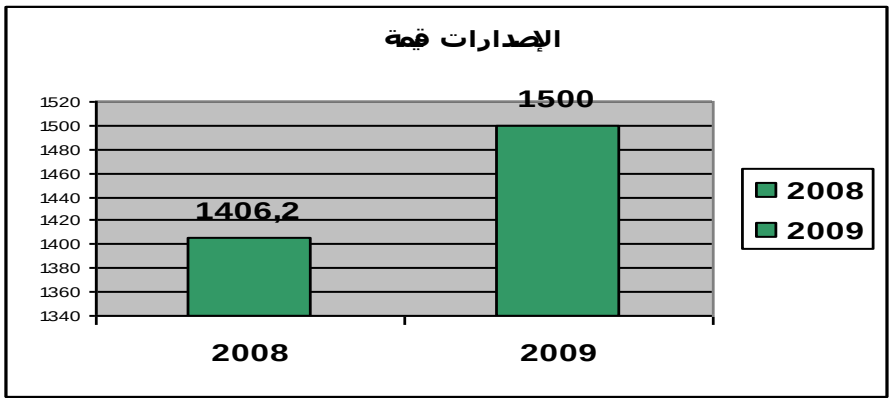
وقد لعب قطاع النفط والغاز دورا كبيرا في إصدارات الصكوك خلال عام 2008 وذلك بنسبة تصل إلى 11% من السوق، وكان أكبر مُصْدر للصكوك البترولية في العام2008 من قبل الشركة السعودية للصناعات الأساسية سابك التي تبلغ قيمتها 1.3 مليار دولار، وشهد العام 2009 إصدار هيكل صكوك واحد فقط في هذا القطاع من قِبل بتروناس العالمية بإصدار وصلت قيمته 1.5 مليار دولار بنسبة 7.4% من مجموع الصكوك العالمية المُصدرة لهذا العام[2].

الشكل رقم (35): إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز



المصدر: نشرة اصدار شركة الكهرباء السعودية للصكوك، 2010، ص:6، [على الخط].متاح على: www.se.com.sa

الشكل رقم (36): إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز (الوحدة مليون دولار)

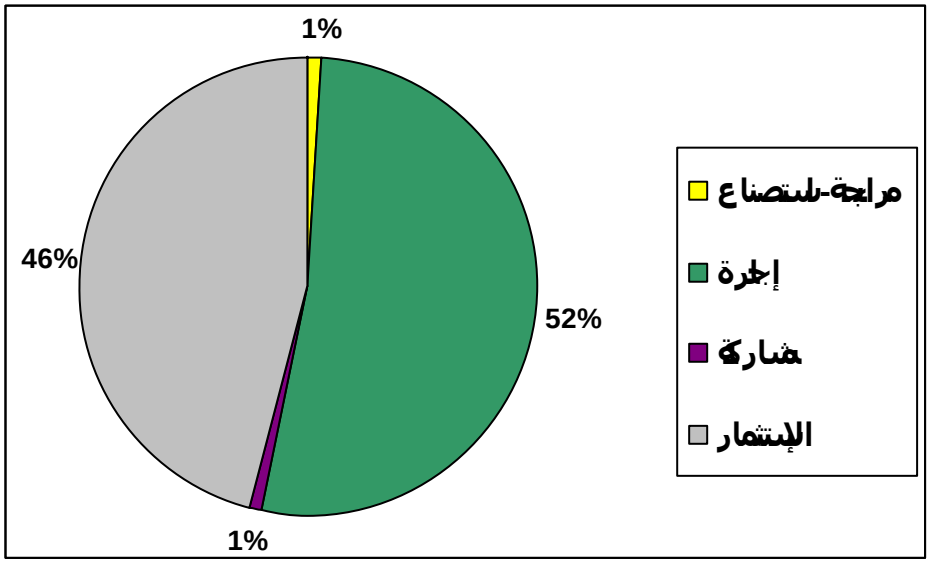


المصدر: نشرة اصدار شركة الكهرباء السعودية للصكوك، 2010، ص:7، [على الخط].متاح على: www.se.com.sa

[1] **Op cite**, p : 104.
[2] **Ibid**, p: 104.

وشهدت السوق أيضا مجموعة من الهياكل التي جرى استخدامها بين عامي 2008 و2009 مُمثلة في الشكل التالي، حيث تم استخدام أساسًا هيكل الإستثمار من طرف شركات القطاع في المملكة العربية السعودية، وكان لا يُمارس إلا نادرا في منطقة آسيا والمحيط الهادي ويرجع ذلك أساسا إلى طبيعة متطلبات القطاع التي تتلاءم مع هيكل صكوك الإستثمار، وفي ماليزيا كانت الإجارة، المشاركة والمرابحة هي الهياكل الأساسية المستخدمة، والتي تسمح باستكشاف واستغلال العديد من الإمكانيات والفرص المتاحة[1].

الشكل رقم (37): هياكل الصكوك المُستخدمة في تمويل القطاع



Source: **Report Zawya SUKUK Monitor**, 2011, p : 106 [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK.

وتشير الدراسات إلى أن تمويل مشاريع البنية التحتية عبر آلية الصكوك الإسلامية فضلا عن تحقيق وفورات معتبرة في الخزينة العمومية، فقد كان هناك أيضا إنخفاض ملحوظ في التكاليف (EPC) الخاصة بالهندسة والتوريد والبناء على المدى البعيد، قد شجع ذلك الحكومات على المُضِي قُدما في مشاريع جديدة عام 2009 وتمويلها وفق آلية الصكوك الإسلامية، وتشير التقديرات أيضا إلى ان تكاليف البناء في 9 أكتوبر 2009 إنخفضت بنسبة 45٪ حيث استفادت حكومات دول الخليج من تخفيض60 ٪ في تكاليف المواسير والمعدات خلال نفس الفترة[2].

[1] **Ibid**, p : 105.

[2] Mohamed Taqi Usmani, **Sukuk and their contemporary application** , AAOIFI Shariah Council, 2009,p :77.

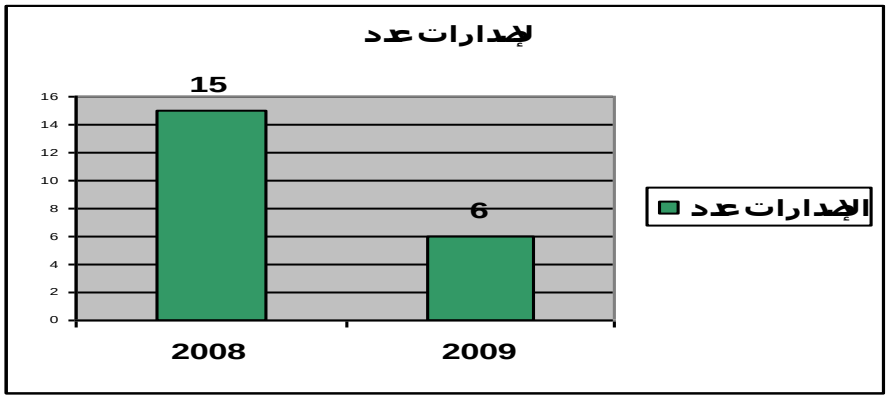
المطلب السادس: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية

تحوَّل عام 2009 ليكون عاما صعبا بالنسبة للقطاع المالي في دول مجلس التعاون الخليجي، ففي القطاع المصرفي إنخفض في الربع الأول من نفس العام متوسط توزيعات الأرباح لبنوك دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 36٪ على أساس سنوي إلى 3.3٪ لعام 2009، إنخفاضا من 5.4٪ في عام 2008. ومن بين المنتجات المالية الأكثر تضررا هي تلك المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية التي فقدت 62٪ من قيمتها[1].

في أماكن أخرى في آسيا، سجلت البنوك الماليزية نمو صافي أرباح للمرة الثالثة على التوالي في الربع الأول لسنة 2010 قفزة معتبرة إلى 47.7٪ على أساس سنوي، بالمقارنة أساسا مع نسبة 29.6٪ عن السنة السابقة مع التوسع في الدخل المحقق من غير فوائد[2].

أيضا ساهم قطاع الخدمات المالية بأكثر من 21٪ من مجموع إصدارات الصكوك خلال العام 2008 و 11.7٪ خلال عام 2009 مما يجعلها واحدة من أكبر القطاعات المعتمدة على الصكوك في تمويلها من حيث الكمية، فعلى الرغم من تراجع عدد الصكوك الصادرة بين عامي 2008 و2009 بنسبة 60٪، فالقيمة الإجمالية بالدولار للصكوك المُصدرة في القطاع المالي لا تزال كبيرة للغاية، وكان هذا يرجع أساسا إلى إصدارات صكوك كبيرة القيمة عن العام السابق، مثل صكوك بنك التنمية الإسلامي بقيمة 850 مليون دولار وصكوك جنرال إلكتريك كابيتل بقيمة 500 مليون دولار[3].

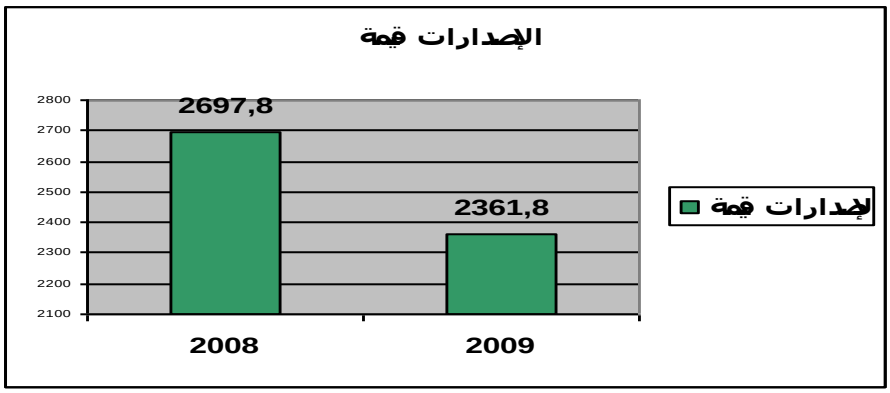
االشكل رقم (38): إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية



Source: Report Zawya SUKUK Monitor, 2011, p : 108 [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK.

[1] **Op cite**, p: 77-78.
[2] **Ibid, p**: 81.
[3] **Sukuk investment and Challenges**, Islamic Money market Report, 2011, p:114, [en ligne]. Disponible sur : www.iimf.bnm.gov.my.

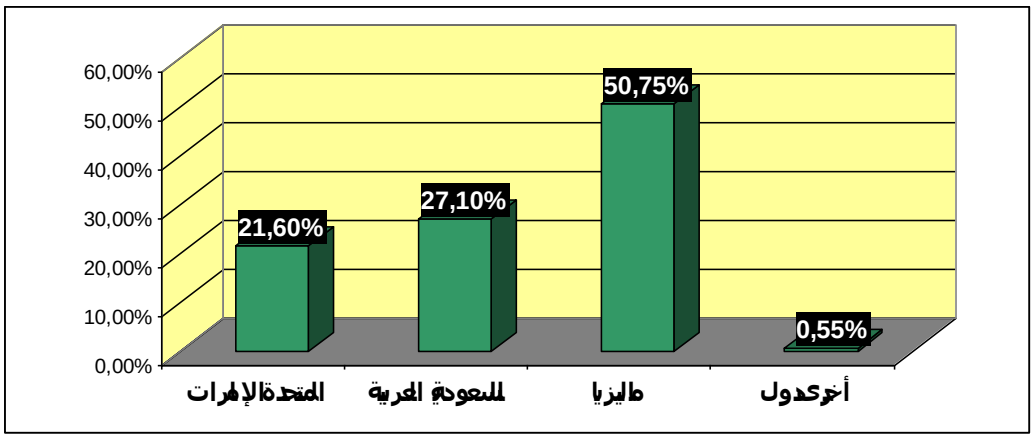
الشكل رقم (39): إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية (الوحدة مليون دولار)



Source: Sukuk investment and Challenges, Islamic Money market Report, 2011, p:115, [en ligne]. Disponible sur : www.iimf.bnm.gov.my.

من البيان نرى أن قطاع الخدمات المالية يمثل مساهمة كبيرة في سوق الصكوك العالمية مع نسبة كبيرة من الدول المُشاركة في إصدار الصكوك، حيث يرى الباحث أنه في عام 2009 مثَّل قطاع الخدمات المالية أغلبية ضمن إصدارات الصكوك الإسلامية في أنحاء العالم الثلاثة الشرق والوسط والغرب ومع ذلك، فإن القوة المهيمنة تبقى دائما متركزة في إصدارات الصكوك في ماليزيا على مدى عدد من السنوات الماضية كما يبين الشكل التالي:

الشكل رقم (40): إصدارات صكوك الخدمات المالية حسب بلدان المقارنة (2008-2009)

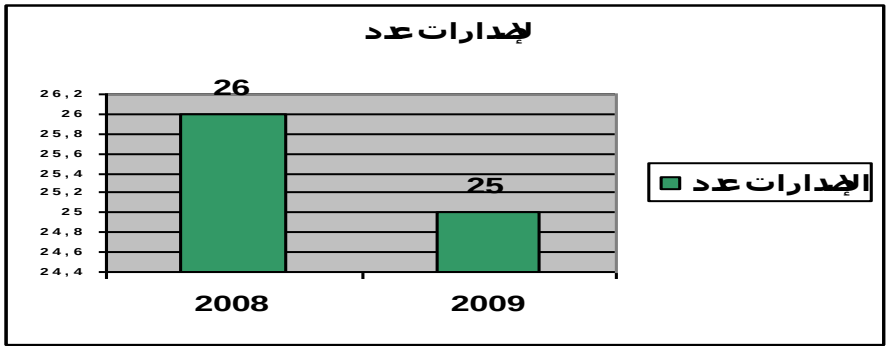


Source: Sukuk investment and Challenges, Islamic Money market Report, 2011, p:116, [en ligne]. Disponible sur : www.iimf.bnm.gov.my.

المطلب السابع: إصدارات الصكوك في تمويل قطاعات أخرى

أيضا نجد أن إصدارات الصكوك المتبقية للفترة 2009-2008 شملت العديد من القطاعات ضمن البرامج التنموية منها قطاعات الإتصالات السلكية واللاسلكية، السلع الاستهلاكيـــة، الزراعة، الطاقات المتجددة ،المنشئات الصناعية والصناعات التحويلية والتعدين والمعادن، الأغذية والمشروبـــات، تجارة التجزئة والخدمات والترفيه والسياحة. كل هذه القطاعات مجتمعة تشكـــل أقل من 10٪ من اصدارات الصكـــوك بين عامي 2008 و2009 مع مبلغ اجمالي يصل إلى 3.1 مليار دولار من مجـــموع 33 مليار دولار التي تم تعبئتها من اصدارات 2008 – 2009[1].

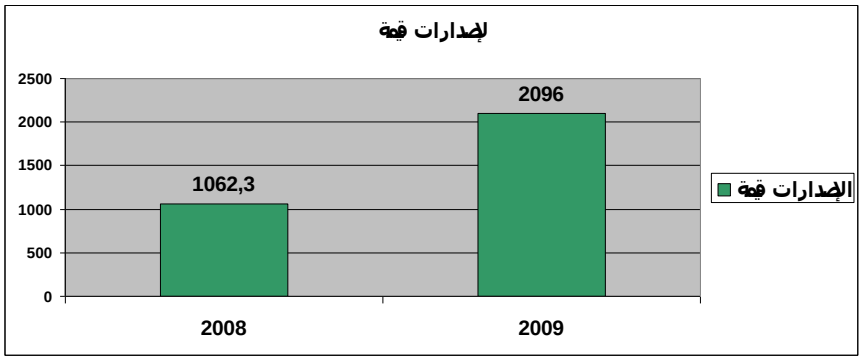
الشكل رقم (41): إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل القطاعات الأخرى



Source : Mohd.Edil Abd. Sukor, **Malaysian Sukuk : issues in Acconting standard**, Shariah journal, Vol 16 No.1, 2010, p: 63.

الشكل رقم (42): إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل القطاعات الأخرى

(الوحدة مليون دولار)

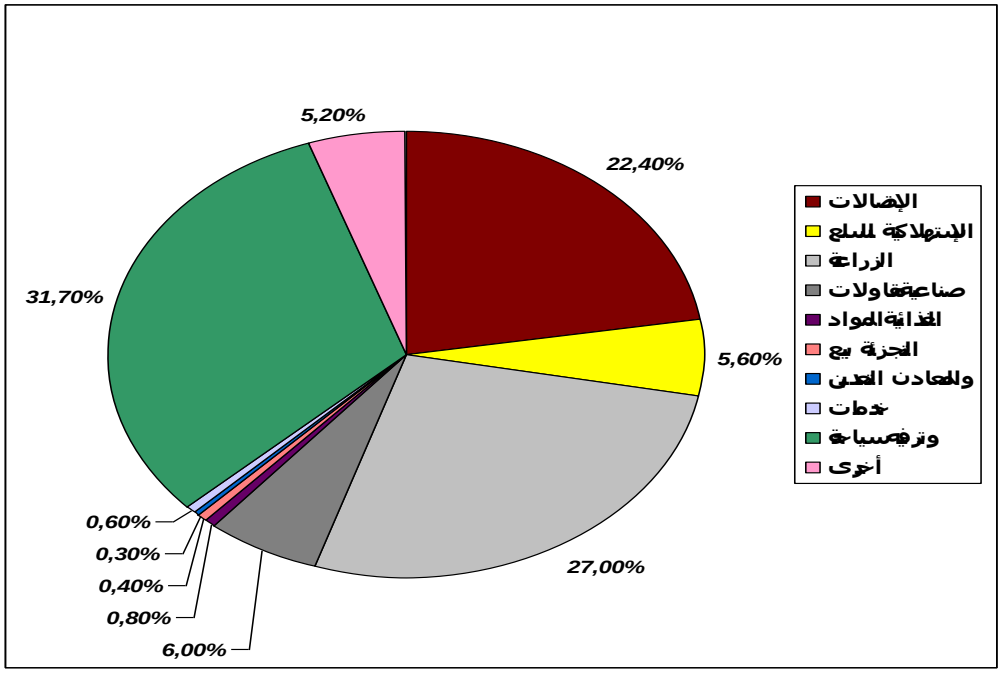


Source : Mohd.Edil Abd. Sukor, **Malaysian Sukuk : issues in Acconting standard**, Shariah journal, Vol 16 No.1, 2010, p: 63.

[1] Mohd.Edil Abd. Sukor, **Malaysian Sukuk : issues in Acconting standard**, Shariah journal, Vol 16 No.1, 2010, 64-65.

كما شهد عام 2009 أكبر إصدار للصكوك في قطـــاع الترفيه والسياحة من قبل شركة TDIC المحدودة بقيمة إجمالية قدرها 1 مليار دولار في دولة الإمارات العربية المتحدة، كما ساهمت Saym Darbi الماليزية بإصدارات قيمتها الإجمالية 520 مليون دولار في القطاع الزراعي، حيث تعتبر نصف إصدارات الصكوك العالمية المُبرمجة في هذا القطاع للسنتين القادمتين[1].

الشكل رقم (43): قيمة إصدارات الصكوك حسب القطاع (الوحدة: مليون دولار)



Source: Mohd.Edil Abd. Sukor, **Malaysian Sukuk : issues in Acconting standard**, Shariah journal, Vol 16 No.1, 2010,p: 64.

ونلاحظ أنه كانت ماليزيا أكبر مساهم بأكثر من 60٪ من اصدارات الصكوك خلال الفترة 2008-2009 وراءها أندونيسيا بنسبة 21.6% وباكستان بنسبة 14٪ ثم تأتي قطر والإمارات العربية المتحدة بـ 2 ٪ فقط لكل منهما، أما من ناحية اجمالي قيمة الإصدارات بالدولار وقفت ماليزيا في أعلى الترتيب بنسبة 56٪ ثم الإمارات العربية المتحدة وراءها بنسبة 32% ثم بقية الدول المشاركة بـ 5% أو أقل .

[1] **Bank Negara Malaysia Report**, 2010, p :17 [en ligne]. Disponible sur : websitem :www.bnm.my.

المبحث الرابع: آفاق صناعة الصكوك الإسلامية

سنأتي في هذا المبحث على التطرق لإصدارات الصكوك الإسلامية لسنة 2011 بِناءًا على البيانات الواردة في التقارير الموثوقة في هذا المجال، وبناءاً على ذلك سنحاول تصور آفاق صناعة الصكوك وإصداراتها للسنوات القادمة.

المطلب الأول: تحليل إصدارات الصكوك لعام 2011

أولا. المعلومات الأساسية:

شهد عام 2011 عودة النشاط إلى إصدارات الصكوك في الشرق الأوسط بمستوى قياسي، لاحظنا ذلك بداية من شهر يناير مع إصدار الصكوك الأكبر تاريخيا حتى الآن، الذي قام به مصرف قطر المركزي، وجمع من خلاله مبلغ 9 مليارات دولار، أعقب ذلك إصدارات عديدة من قبل المؤسسات المالية الإسلامية، في كل من شرق آسيا والشرق الأوسط، حيث لا تزال منطقة جنوب شرق آسيا تحتفظ بحصة الأسد من اصدارات الصكوك، بحجم يمثل 75.9% من اصدارات السوق الأولية، تطلُّعًا منها للحصول على أقل الأسعار التمويلية ومتطلبات التمويل بالحد الأدنى[1].

ولعبت الهيئات السيادية دورا رئيسيا في إصدارات الصكوك العام الماضي، الذي شهد إصدارات صكوك فصلية مستمرة تفوق السنوات السابقة، حيث بلغ متوسط الإصدار الفصلي لعام 2011 قيمة 20 مليار دولار، مقارنة بقيمة 11.2 مليار كإصدارات فصلية في عام 2010 و4.8 مليار دولار كإصدارات فصلية لعام 2009[2].

وتتمثل أهم النقاط التي وردت في التقارير العالمية مايلي:

– أكمل شهر ديسمبر الماضي مسيرة تحطيم الأرقام القياسية لإصدارات الصكوك لعام 2011 وذلك بإصدارات بلغت 5 مليار دولار، ليصل إجمالي قيمة إصدارات الصكوك خلال عام 2011 إلى 85 مليار دولار، وذلك بزيادة نسبتها 90.2% على أساس سنوي عن عام 2010[3].

– بلغت سوق الصكوك الثانوية العالمية أعلى مستوى على الإطلاق عند 178.2 مليار دولار بحلول نهاية عام2011، أي بزيادة قدرها 24% عن إصدرات عام 2010 التي بلغت 143.3 مليار دولار على أساس شهري، وتراجعت الإصدارات بمعدل أقل من المتوسط السنوي لها حيث كانت الإصدارات في هذا الشهر مستقرة خاصة للإصدارات خارج ماليزيا. ومع ذلك، لا تزال السوق الأولية تسجل إرتفاعا سنويا بنسبة 0.7 % لشهر ديسمبر، مع توقع الباحث لاستمرار الزخم الإيجابي في السنة الجديدة 2012[4].

---

[1] **Report of The guide to Sukuk Market**, Liquidity Management center, 2011, p: 36 [en ligne]. Disponible sur : www.imcBahrain.com .

[2] **Op cite**, p : 37.

[3] **Ibid**, p: 38.

[4] **Asset-Bached Islamic Bonds on the way**, iifm chairman, Report publicat by world Islamic Banking Conference, Nov2010, p:88.

– من بين الإصدارات البارزة لشهر ديسمبر 2011، إصدار الصكوك من بنك الخليج الدولي والتي تحمل إسم «**صكوك الأُفق**» والتي قامت بإصدارها عنه إحدى الشركات ذات الأغراض الخاصة (SPV) من جزر كايمان، واكتتب فيها المستثمرون الدوليون بمبلغ 300 مليون دولار اميركي. وكان أكبر إصدار لشهر ديسمبر، الإصدار السنوي الثالث لعام 2012 الذي قدمته شركة صكوك باكستان المحلية المحدودة التي تُصدر الصكوك بالنيابة عن الحكومة، وكان هيكلها صكوك الإجارة وبلغت قيمة الإصدار 781 مليون دولار وأجل الصكوك ثلاث سنوات[1].

ثانيا. تحليل المعطيات:

1. بملاحظة الدول التي قامت بإصدار الصكوك في ديسمبر 2011، نرى أن ماليزيا استحوذت على النصيب الأكبر من الإصدارات في السوق الأولية، تليها كل من باكستان والبحرين بإصدار واحد لكل منهما في حين أن دولة غامبيا أصدرت هذا العام أكبر إصداراتها حتى الآن بقيمة 18.9 مليون دولار[2].

2. وكانت الصكوك السيادية هي المحرك الرئيسي لإصدارات شهر ديسمبر 2011 بقيمة بلغت أربعة مليارات دولار، في حين أن إصدارات صكوك الشركات سجلت في ديسمبر أدنى مستوى لها خلال الثلاث شهور الماضية[3].

3. ساهمت الإصدارات من الهيئات والجهات السيادية بنسبة 79% من اصدارات سوق الصكوك في ديسمبر في حين أن الشركات ساهمت بـ 21% فقط.

4. لقد نمت الصكوك السيادية بمعدل سنوي نسبته 95.6% في عام 2011 إلى 58.9 مليار دولار، وبالمثل، فقد نمت إصدارات صكوك الشركات لعام 2011 وصولا الى 19.0 مليار دولار، بزيادة 167.6% عن عام 2010[4].

5. سُجل في شهر ديسمبر 2011 ما يعادل 3.9 مليار دولار من قيمة الصكوك، أو 78.1% من المجموع، مُقومة بالرينجيت الماليزي في حين أن 15.5% مقومة بالروبية الباكستانية، 6% من الصكوك مقومة بالدولار الأميركي ونسبة 0.4% مقومة بالدالاسي الغامبي. وبلغ مجموع الإصدارات بالدولار الأميركي لسنة 2011، 8.4مليار دولار مقارنة بـ4.3 مليار دولار في عام 2010[5].

6. بلـغ إجمـالي عدد الإصدارات خلال شهر ديسمبر 54 إصدارا مقابل 78 إصدارا في نوفمبر و 53 إصدارًا في أكتوبر من عام2011.

---

[1] Asset-Bached Islamic Bonds on the way, iifm chairman, **Report publicat by world Islamic Banking Conference**, Nov2010, p:88.
[2] **Op cite**, p: 89-90.
[3] **Ibid**, p: 90.
[4] Mohammad Arif,**corporate Sukuk Issuance and Prospects**, State of Pakistan, 2011, p:33.
[5] Op cite, p: 34.

7. بين إصدارات شهر ديسمبر، أصدرت الشركات 41 إصدارا بلغت قيمتها 750 مليون دولار بانخفاض نسبته 80.8% عن اصدارات شهر نوفمبر، حيث فاقت إصدارات الشركات في شهر نوفمبر قيمة 3.9 مليارات دولار، وبلغ عدد إصدارات الصكوك من الهيئات السيادية 13 إصدارا خلال شهر ديسمبر بلغت قيمتها 4.3 مليار دولار[1].

وبملاحظة الإصدارات من بداية السنة حتى نوفمبر 2011 نجد أن صكوك الشركات نمت بنسبة 153% لتصل إلى 17.9 مليار دولار مقارنة مع 7.1 مليار دولار في الفترة نفسها من 2010 . وبتحليل هذه الصكوك، نلاحظ أن 65.2% أو ما يعادل 11.7 مليار دولار من الصكوك صدرت من شركات في ماليزيا، بينما صدر 17% أو ما يعادل 3.1 مليار دولار من شركات في الإمارات وصدرت 11.3% أو يعادل 2 مليار دولار من شركات في السعودية.

وكان أكبر إصدارات الشركات لهذا العام إصدار شركة أرامكو العربية ـ توتال، الذي بلغت قيمته مليار دولار، والإصدار كان لصكوك الإجارة، والمشاركة لفترة 14عاما، يليها إصدار صكوك بنك الخليج الأول بقيمة 650 مليون دولار[2].

المطلب الثاني: آفاق إصدارات الصكوك للفترة 2012-2015

من المُتوقع أن تكون آفاق سوق الصكوك على المدى الطويل إنطلاقا من2012، قوية ومُبشرة نظرا لازدياد شعبية المنتجات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ودعم الحكومات للتمويل الإسلامي والإستثمارات الضخمة ومتطلبات التمويل في مناطق دول مجلس التعاون الخليجي وآسيا، ورغبة الجهات المصدرة " للإستفادة من المستثمرين المسلمين في منطقة الشرق الأوسط وآسيا، وذلك بالعمل على إصدار تشكيلة متنـوعة كمًا ونـوعا مـن الصكـوك التي تلبي جميع تفضيلات المستثمرين الإستثمارية على المدى البعيد، وتطوير السوق الإسلامية الدولية بما يساهم في جذب اهتمام عدد متزايد من الشركات المصدرة في البلدان المسلمة وغير المسلمة على حد سواء.

يُتوقع أن تسجل إصدارات الصكوك بنهاية العام الجاري (2012) نمواً يتراوح بين 25% إلى 30% لتتجاوز حاجز 200 مليار دولار، على الرغم من بعض التحديات التي تواجه ازدهار هذه الصناعة. وذكـرت التقارير أن الصناعة المالية الإسلامية نمت بمعدل 15% إلى 20% سنويا خلال العقد الماضي، لتصل إلى حوالي 1.3 تريليون دولار في عام 2011، حيث أن هناك العديد من **عوامل الدعم** [3] التي تصب في مصلحة دول المنطقة بما يعزز من الإنتعاش فيها وهي:

[1] **Ibid,** p : 34.
[2] **Ibid**, p: 34-35.
[3] **Securities Commission Malaysia report**, 2011, p:26[en ligne]. Disponible sur : www.sc.comeny.my.

1. إرتفاع أسعار السلع الأساسية وزيادة الطلب الخارجي وكذا زيادة الإنتاج وتعزيز الصادرات في العديد من الإقتصادات في المنطقة.
2. برامج الإنفاق الحكومي التي تلعب دورا رئيسيا في تعزيز الإنتعاش الإقتصادي.
3. زيادة الطلب في منطقة الشرق الأوسط على استثمارات البنية التحتية بعد تداعيات الأزمة المالية العالمية التي ضربت بقوة أسواق العقارات في المنطقة[1].

أولا. آفاق إصدارات الصكوك في ماليزيا:

1. في ماليزيا، أكبر الأسواق العالمية للصكوك وفي خطوة من شأنها تعزيز مكانتها في أسواق الصكوك، تنوي البنوك الماليزية إصدار مؤشر للصكوك المحلية، كذلك تنوي الحكومة تشجيع الشركات على القيام ببيع صكوك لصغار المستثمرين وتعمل بورصة ماليزيا على هذا الموضوع[2].
2. وصلت مبيعات الصكوك بالعملة المحلية في ماليزيا والتي قد انخفضت بنسبة 47٪ إلى حوالي 8.8 مليار رينغيت ماليزي أي 2.7 مليار دولار، بالإضافة إلى أن مشاريع البنية التحتية بدأت بوتيرة أقل في الجزء الأول من عام2012 ومع ذلك، فإن التوقعات المتوسطة الأجل لإصدارات الصكوك في ماليزيا لا تزال متفائلة، حيث أعلن أكبر سوق صكوك في العالم أن الإنفاق السنوي في الخطة الخماسية التنموية سيرتفع بنسبة 23٪ إلى 142.4 مليار رينغيت ماليزي أي ما يعادل 44 مليار دولار في عام 2015، مقارنة بالموازنة التقديرية لعام 2010 التي وصلت 115.5 مليار رينغيت ماليزي، تعتزم أن تطرح ماليزيا نصفها للإكتتاب العام في الصكوك الإسلامية[3].
3. من بين الصكوك الأخرى صكوك الوكالة الماليزية العالمية، التي كانت قيمتها عند ملياري دولار، والتي تم تغطيتها 4.5 مرة، وإصدار بيت التمويل الكويتي ـ التركي (بيتك ـ تركيا) الذي بلغ 350 مليون دولار[4].
4. وكان مصرف قطر الإسلامي قد أصدر صكوك الوكالة بقيمة 750 مليون دولار في 7 أكتوبر وتم إدراجها على بورصة لندن وهو أول إصدار لصكوك غير سيادي من قطر لهذا العام، في حين قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار صكوك بقيمة 500 مليون دولار أمريكي في 27 أكتوبر، و تم إدراج صكوك الأخير على بورصتي لندن وماليزيا، وأيضا مؤسسة الخليج للإستثمار في الكويت التي تعتزم القيام ببرنامج في ماليزيا لجمع 3,5 مليار رينجت ماليزي[5].

[1] **Op cite**, p: 24-25.
[2] **Bank Negara Malaysia Report**, Sukuk Market data,2012, p:3.
[3] **Op cite**, p: 5-7.
[4] **Ibid**, p: 7.
[5] **Ibid**, p:9.

ثانيا. آفاق إصدارات الصكوك في الخليج:

تبدو نظرتنا إيجابية لآفاق إصدارات الصكوك على المدى المتوسط في دول مجلس التعاون الخليجي، في ضوء أن المنطقة بدأت تخرج من انكماشها بسرعة جيدة، ويمكن ذكر توقعات صناعة الصكوك الإسلامية لدول الخليج على النحو التالي:

1. **المملكة العربية السعودية:** المُورد الأكبر للنفط في العالم، تعتزم إصدار صكوك إسلامية لتمويل نسبة كبيرة من إنفاق ما قيمته 400 مليار دولار في الخمس السنوات القادمة حتى عام 2013 على مشاريع البنية التحتية مثل الطرق والمطارات ومشاريع المياه.

وقد خصصت المملكة العربية السعودية مبلغ 70 مليار دولار تقريبا لمشاريع التنمية المستدامة لعام 2011، بنسبة 16٪ أو أكثر عن عام 2009، كما أعلنت شركة بترول العربية السعودية، أكبر شركة للنفط في العالم المملوكة للدولة، مع المنتج الفرنسي توتال مارس أنهم يخططون لزيادة قيمة 8 مليار دولار في تمويل الديون، والتي سوف تشمل على الأرجح الصكوك الإسلامية لضمان تمويل إقامة مصفاة مشتركة ومشروع للبتروكيماويات[1].

2. **قطر:** تعتزم الحكومة والشركات المملوكة للدولة ضمن المخطط التنموي إصدار صكوك إسلامية لـضمــان تمويـل انفاق ما قيمته 100 مليار دولار في السنوات الأربع المقبلة على مشاريع تشمل الطرق، ومعالجة مياه الصرف الصحي وتحلية مياه البحر والموانئ والمطارات[2].

3. **الإمارات العربية المتحدة:** والتي تُعد من بين أكبر أربعة منتجين للنفط في منظمة البلدان المُصدِّرة للبترول، حيث تخطط لأن تستثمر في مجال الطاقة النووية والسكك الحديدية لإنعاش النمو الإقتصادي بين عامي 2010 و2015، حيث في09 ديسمبر2010، منحت دولة الإمارات العربية المتحدة 75 مليار درهم إماراتي أي ما يعادل 20.4 مليار دولار بموجب عقد مع مجموعة بقيادة شركة كوريا للطاقة الكهربائية لبناء محطات للطاقة النووية.

4. **الكويت:** يجري ترتيب برمجة عددا من المشاريع التنموية لتطوير وتوسيع مرافق مطارها لتوفير حركة واسعة لنقل الركاب وزيادة حركة البضائع لديها على حد سواء، حيث تنوي شركة الخطوط الجوية الكويتية المملوكة للدولة الإعلان عن خطط توسُّع طموحة لتطوير الخطوط الوطنية لديها، وبالمقابل أشارت إلى أنها تنوي فتح خطوط جديدة وشراء طائرات جديدة على أساس مستمر من خلال دراسة تنظيم اكتتــاب دولي لإصدارات صكوك لضمان تمويل المخطط التنموي لديها على مدار الخمس سنوات القادمة .

[1] Jamal Abbas Zaidi, **sukuk and issuance and a secondary market,** Islamic International Rating Agency, Ko Bahrain ,2011, p:99.
[2] **Op cite**, p: 101.

5. **البحرين:** نجد أنها تستثمر بكثافة في البنية التحتية كوسيلة لتوفير التحفيز الإقتصادي على المدى القصير ووضع الأسس لنمو تنموي واقتصادي مستدام في المستقبل، حيث خصصت نسبة معتبرة من موازنة الدولة لـ 2012 لوزارة الأشغال بقيمة إجمالية تصل 750 مليون دولار، ضمن خطط لتطوير البنية التحتية بالتنسيق مع الوزارة المكلفة يجري أيضا ضبط المشاريع التي تستحق التمويل الإضافي بتحديد سقف أمان قدره 343 مليون دولار، أيضا يجري تكليف وكالات حكومية أخرى باستثمار حصة من الأموال المخصصة في الموازنة التقديرية تصل قيمتها 400 مليون دولار في بناء الطرق وصيانتها وإنفاق الأموال الإضافية في وسائل النقل الأخرى لتطوير البنية التحتية للإتصالات، كما أعلنت بورصة البحـرين عن اطلاق **بيت البورصة** وهي أول بورصة في المنطقة متخصصة بمنتجات التمويل الإسلامي[1].

6. وهناك إصدارات عديدة للصكوك الإسلامية ضمن مخطط الهيكل التمويلي المستقبلي لدول عديدة، من طرف مؤسسات سيادية وشبه سيادية نذكر منها:

- تنوي الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات "سبكيم" إصدار صكوك بقيمة 1,5 مليار ريال بهدف تمويل توسعات مستقبلية محتملة، على أن يتم إصدار تلك الصكوك في الربع الأول من العام الجاري، أما البنك الأهلي التجاري السعودي فينتظر أن يُصدر أول إصداراته من الصكوك في عام 2012 في الربع الثاني، إلا أنه لم يتم الإعلان بعد عن قيمة تلك الإصدارات[2]؛
- أعلنت شركة اتصالات في دولة الإمارات العربية المتحدة أنها ستقوم بإصدار صكوك ضمن برنامج قيمته مليار دولار، وهو جزء من برنامج لجمع 8 مليارات دولار لتنويع وضمان استدامة التمويل وإدارة استحقاقات الديون، ويتوقع أن تسعى مجموعة البركة المصرفية إلى الحصول على 200 مليون دولار من إصدارات صكوك، أما بنك نور الإسلامي ـ الذي تديره حكومة دبي ـ فإنه يعمل على عمليتي إصدار صكوك في الربع الأول من عام 2012 فيما يتوقع أن يبلغ إجمالي إصداراته في 2013 خمسة إصدارات[3]؛
- أيضا يُنتظر أن تُصدر شركة الكهرباء السعودية ـ أكبر شركة خدمات في العالم العربي ـ صكوكا عالمية في العام الجاري بعد إصدار صكوك قيمتها 7 مليارات ريال سعودي في أفريل من العام الماضي، كما تسعى مجموعة أحمد سالم السعودية إلى إصدار سندات بقيمة 100 مليون دولار بهدف تمويل مشاريعها، التي من ضمنها مشروع كبير للصلب وكذلك تطوير العقارات[4]؛

[1] محمد علي القري بن عبيد، **الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة**، جامعة الملك عبد العزيز- جدة، 2010، ص:26.
[2] مرجع سابق، ص:26.
[3] نفس المرجع، ص:26.

[4] **Ringgit Bond Market Data base, 2011, p : 3,** [en ligne]. Disponible sur :www.bondinfo. Bnm.gov.my, (consulté le 20 fiv 2012).

- في فرنسا، فإن أول صكوك إسلامية يمكن أن تَصدر في مطلع العام الجاري بعد أن أدخلت الحكومة الفرنسية إرشادات بشأن طرح الصكوك سواء بالدولار الأمريكي أو باليورو، فيما أكد مصدر في بنك "كريدي أجريكول الفرنسي" أن البنك يعمل على عمليتين أو ثلاث عمليات لدول مجلس التعاون الخليجي، يمكن أن تُطرح قبل نهاية الربع الأول من العام الحالي[1]؛
- كما يتوقع التقرير ظهوراً محتملاً للصكوك الإسلامية للمرة الأولى في تايلاند واليابان وأوروبا؛ الأمر الذي يعزز الطلب على هذا المُنتج المالي المطابق للشريعة والآخذ في النمو بمعدلات مبشِّرة، حيث من المنتظر أن يشهد العام الحالي إنطلاقة فلبينية في سوق الصكوك، حيث أعلن بنك الأمانة الإسلامي المملوك للفلبين نيته إصدار صكوك إسلامية، إلا أنه لم يتم تحديد قيمة أو موعد تلك الإصدارات[2]؛
- ومن المتوقع أن يقوم مصرف أبو ظبي الإسلامي بإصدار صكوك قيمتها 750 مليون دولار في 4 نوفمبر 2012 سيتم إدراجها أيضا على بورصة لندن[3]؛
- قامت جهات متعددة بالإعلان عن عزمها إصدار صكوك كمصرف غايت هاوس في لندن الذي ينوي إصدار حوالي 70 مليون جنيه استرليني من الصكوك وقد يتم ذلك في نوفمبر القادم؛
- أما شركة جبيل للتكرير والبتروكيماويات السعودية فقد تُسرع بعملية اصدار صكوك بقيمة تبلغ حوالي مليار دولار أمريكي قبل نهاية الربع الأخير من العام الحالي، كذلك أعلنت مجموعة أحمد سـالم بغشـان في السعودية أنها بصدد إصدار صكوك بقيمة 100 مليون دولار لتمويل مشاريعها[4]؛
- يُتوقع أن تُصدر حكومة باكستان صكوك إجارة بواقع 40 مليار روبيه في نوفمبر القادم؛
- وكان عملاق التكنولوجيا إش بي قد أعلن عن اتفاقية وقعها في ماليزيا لإصدار صكوك في ماليزيا[5]؛
- وعلى خط موازي، تواصل حكومات دول عديدة القيام بتعديلات في قوانينها وذلك لتسهيل عملية إصدار الصكوك على أراضيها، إذ تقوم الحكومة الأردنية بالعمل على إطلاق قانون ينظم إصدار صكوك سيادية، وكان البرلمان قد سمح لمصرف الراجحي بإصدار صكوك من خلال وحدته الأردنية طالبا منه التنسيق مع مجلس الإفتاء على أن يبيع الصكوك للبنوك المحلية[6]؛
- وفي كازخستان، فقد يتم تبني قانون التمويل الإسلامي خلال الشهرين المقبلين، كذلك هناك عمل باتجاه الصكوك في كل من مصر والهند واستراليا وكندا.

---

[1] **Op cite**, p: 4.
[2] Ibid, p: 5.
[3] **تقرير هيئة الأوراق المالية الماليزية**، 2012، ص.113 [على الخط].متاح على: www.bursamalaysia.com.
[4] **مرجع سابق**، ص:113-114.
[5] **نفس المرجع**، ص:115.
[6] **تقريرقاعدة البيانات المالية لزاوية**، 2011، ص:84 [على الخط].متاح على: www.zawya.com.

ثالثا. عوامل الدعم لتوقعات إصدارات الصكوك:

استناداً إلى زخم الإصدارات في عام 2011، من المُتوقع لإصدارات الصكوك العالمية لعام2012 ، أن تنمو بنسبة بين 25% و30% نظرا للعوامل التالية:

1. سوق الصكوك في 2012 ستكون مدفوعة بالنشاط في الإقتصاد العالمي وكذا السياسات النقدية المُتكيفة، حيث تواصل الهيئات السيادية استمرارها في توفير مصادر التمويل المستدام لدعم النمو الإقتصادي، فضلا عن العمل على نهضة وإنعاش مشاريع القطاع الخاص.
2. مـن المتوقع أن مزيداً من الهيئات السيادية ستتجه للإستفادة من سوق الصكوك في عام 2012، كما ستواصل الحكومات جمع الأموال لدعم النمو الإقتصادي وبرامج التنمية المستدامة وتمويل العجز المالي.
3. من المتوقع أن يستفيد سوق الصكوك في عام 2012 من عدد من اللاعبين الجدد من الأسواق الناشئة، وكذلك الجهات المُصدرة غير الإسلامية.
4. تزايد الطلب وزيادة شعبية المنتجات والهياكل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في فترة ما بعد الأزمة المالية العالمية، حيث تشكل قاعدة قوية لزيادة الطلب على الصكوك والمضي قُدماً للنمو.
5. المبادرات التي اتخذتها مختلف الهيئات التشريعية في تطوير الأطر التشريعية والتنظيمية كجزء من الجهود الرامية إلى اجتذاب الإستثمارات الأجنبية، مما يسمح لهؤلاء اللاعبين الجدد باستكشاف سوق الصكوك لأول مرة[1].

ولاحظنا من خلال التقارير أن عددا من الهيئات التنظيمية والرقابية أبدت رغبتها في إصدار الصكوك في كل من مصر والسنغال ونيجيريا، في حين أن فرنسا واليابان وهونغ كونغ لا تزال تشق طريقها الذي بدأته للعملية التنظيمية للإصدارات المستقبلية، وكان الطلب على الصكوك من خارج آسيا ومجـلس التعاون الخليجي محدودا حتى سنوات قليلة مضت، وتشمل أسواق الصكوك المحتملة الجديدة، التي ستنشأ في عام 2012، كلا من عمان وتايلند وبعض الأسواق الاخرى[2].

من ناحية أخرى، فان المؤسسات المالية الغربية والشركات في الولايات المتحدة وبريطانيا والإتحاد الأوروبي وأوروبا الوسطى، أصبحت أيضا أكثر نشاطا واهتماما بهذه الصناعة، ويهتمون بإصدار الصكوك لإعادة تمويل ديون الشركات القائمة أو لضمان استدامة تمويل رأس المال العامل، وتوسيع الأنشطة، بما في ذلك عمليات الإستحواذ، وكما في عام 2011، فإننا نتوقع في عام 2012 أن

[1] **مرجع سابق**، ص:85.
[2] **نفس المرجع**، ص:86.

تهيمن الإصدارات الجديدة من قبل المؤسسات الحكومية وقطاعات البناء والخدمات المالية على سوق الصكوك.

خلاصة الفصل:

في هذا الفصل الذي يعتبر دراسة تطبيقية عملية لواقع صناعة الصكوك الإسلامية، من خلال تناولنا دراسة مقارنة بين ماليزيا ودول مجلس التعاون الخليجي، كأسواق رائدة في استخدامات الصكوك الإسلامية إصدارا وتداولا في تطوير التمويل المستدام، حيث تطرقنا لسوق رأس الماليزي من حيث ماهيته وخصائصه والقوانين التي تحكمه وأهم خصائص كفائته التمويلية فضلا عن دور الرقابة الشرعية في تطويره، ونفس الشيء بالنسبة لسوق رأس المال الإسلامي في الخليج من خلال أخذ البحرين كنموذج، باعتباره مركز مالي رائد في المنطقة وكذا كمقر للسوق المالية الإسلامية الدولية.

ثم تطرقنا لواقع سوق الصكوك الإسلامية من الناحية الإحصائية دائما باعتماد أسلوب مقارن بين ماليزيا ودول الخليج، من حيث الإصدارات سواء السيادية، شبه السيادية أو إصدارات الشركات، حيث تناولناها من حيث قيمة الإصدارات وعددها خلال العشر سنوات الأخيرة ابتداءاً من 2001، وكذا هياكل الصكوك الأكثر استخداما مثل الإجارة والمشاركة والمرابحة، ثم إبراز دور الصكوك الإسلامية عمليا في ضمان تمويل مستدام لكافة القطاعات الإقتصادية ذات الأثر التنموي المستدام، وصولا إلى توقعات لآفاق اصدارات الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي فعَّال للخمس السنوات القادمة، وتوصلنا لمجموعة من النتائج المُرضية التي تخدم أهداف الدراسة، والتي سيتم ذكرها في خاتمة البحث.

الخـــاتمـــة العـــامـــة

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ . الكتب:

ب . الرسائل الجامعية:

ج . المجلات العلمية:

د . الملتقيات العلمية:

ثانيًا: المراجع باللغة الإنجليزية

A- Books:

B - The theses:

C- The encyclopedis and dictionary:

E- The journals:

الملحق رقم (1) – نموذج طلب إدراج الصكوك الإسلامية

معلومات عامة:

جهة الإصدار: _____ العنوان_____

وكيل الإصدار: _____ العنوان_____

وكيل السداد : _____ العنوان_____

منظم ومروج الإصدار: _____العنوان_____

جهة الضمان: _____ العنوان_____

تفاصيل الصكوك الإسلامية المراد إدراجها:

القيمة الإسمية للصك	تاريخ الإستحقاق	الربح المتوقع
_____	_____	_____
_____	_____	_____
_____	_____	_____

القيمة الإسمية للإصدار وطبيعة وتفاصيل وأعداد الصكوك الإسلامية المراد إدراجها

تفاصيل عملة الإصدار

_____

أسماء جميع الأسواق المالية التي تم إدراج الصكوك الإسلامية فيها أو الجاري حالياً الإدراج فيها.

_____

تفاصيل شكل الصكوك الإسلامية (لحاملها/مسجلة)

_____

لهيئـة الأوراق الماليـة والسـلع الصـلاحية التامـة بطلـب الحصـول علـى أيـة معلومـات وموافاتهـا بأيـة معلومـات أو بيانـات متعلقـة بالجهـة المصـدرة أو بالصـكوك الإسـلامية المـراد إدراجهـا فـي أي سـوق ماليـة أو هيئـة أو وكالـة أو جهـة مسـؤولة عـن الإشـراف علـى ورقابـة الأعمـال والخـدمات الماليـة أو إنفـاذ القـوانين سـواء داخـل الدولـة أو خارجها كما يكون لها الصـلاحية التامـة بتزويد تلك الجهـات بأيـة معلومـات أو بيانـات متعلقـة بالجهـة المصـدرة أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها.

موقع بالنيابة عن ــــ

رئيس مجلس الإدارة **عضو مجلس الإدارة**

_____ _____

الملحق رقم (2) – نموذج إقرار وتعهد الجهة المصدرة

إقرار وتعهد الجهة المصدرة

نقر نحن [مدراء/أعضاء مجلس إدارة] _____ ("الجهة المصدرة") ونؤكد ما يلي:-

1. التزام الجهة المصدرة بالقرار الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية رقم ( ) لسنة 2005 وغيرها من الشروط والمتطلبات الخاصة بإدراج الصكوك الإسلامية الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع (ويشار إليه هنا بـ"القرار الخاص بالإدراج").
2. أن نشرة الاكتتاب المعدة من قبل الجهة المصدرة تتضمن جميع المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها بموجب القرار الخاص بالإدراج.
3. أن نشرة الاكتتاب المعدة من قبل الجهة المصدرة تحتوي على معلومات تم الإفصاح عنها وفقاً لأحكام القرار الخاص بالإدراج وبأننا نحن المديرين مجتمعين ومنفردين، مسؤولين مسؤولية كاملة عن صحة ودقة المعلومات الواردة في نشرة الاكتتاب ونؤكد بأنه لم يتم إغفال ذكر أية وقائع قد تجعل أي بيان أو تصريح وارد في نشرة الاكتتاب مضللاً.
4. أن الجهة المصدرة قد تقدمت إلى الهيئة بجميع المستندات والوثائق الواجب إرفاقها بطلب الموافقة على الإدراج.
5. للهيئة الصلاحية التامة بتعليق تداول الصكوك الإسلامية أو إلغاء إدراجها وبإتخاذ أي إجراءات أخرى تجاهنا أو تجاه الجهة المصدرة وفقاً لأحكام القرار الخاص بالإدراج في حال إخلالنا أو إخلال الجهة المصدرة بأحكام القرار الخاص بالإدراج.
6. أن الجهة المصدرة مدرجة لدى _____ وتتمتع بمنزلة وسمعة جيدة لدى السوق المذكورة. (خاص بالجهات المصدرة الأجنبية فقط)
7. إننا ندرك طبيعة مسؤولياتنا والتزاماتنا الخاصة بمساعدة وتمكين الجمهور ومالكي الصكوك الإسلامية من تقدير وتقييم مكانة ومنزلة الجهة المصدرة وتفادي إنشاء سوق زائفة في الصكوك الإسلامية عند إدراجها.

كما نتعهد ونوافق على الإلتزام بالقرار الخاص بالإدراج وغيره من الأنظمة والشروط والقرارات التي تصدرها الهيئة من وقت لآخر ونتعهد على وجه الخصوص بالإلتزام والوفاء بالإلتزامات المستمرة المنصوص عليها في القرار الخاص بالإدراج.

ونقر بأن لهيئة الأوراق المالية والسلع الصلاحية التامة بطلب الحصول على أية معلومات أو بيانات متعلقة بنا أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها في أي سوق مالية أو هيئة أو وكالة أو جهة مسؤولة عن الإشراف على ورقابة الأعمال والخدمات المالية أو إنفاذ القوانين سواء داخل الدولة أو خارجها كما يكون للهيئة الصلاحية التامة بتزويد تلك الجهات بأية معلومات أو بيانات متعلقة بنا أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها.

موقع بالنيابة عن _____

رئيس مجلس الإدارة **عضو مجلس الإدارة**

_____ _____

الفهارس

فـهرس الجـداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	يوضح الفرق بين الأسهم والسندات	8
2	يوضح المقارنة بين صكوك الاستثمار والسندات التقليدية	58
3	يوضح إجمالي اصدارات الصكوك المحلية والدولية حسب البلدان حتى نهاية 2009	139
4	يوضح إجمالي اصدارات الصكوك الوطنية والأجنبية حسب بلدان المقارنة	140
5	يوضح العدد الإجمالي لإصدارات الصكوك حسب العملة(2002-2007)	149
6	يوضح عدد اصدارات الصكوك حسب العملات (2002-2010)	150
7	يوضح إجمالي الصكوك المصدرة حسب القيمة (2002-2007)	154
8	يوضح المشاريع المبرمجة لدول مجلس التعاون الخليجي للبنية التحتية	156

فـهرس الأشكـال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	بيع السند وقت الإصدار	10
2	بيع السند بخصم	11
3	بيع السند بخصم	11
4	آثار الأزمة المالية العالمية	72
5	هرم التوازن الاقتصادي في ظل آليات التمويل الاسلامي	79
6	المعايير الموضوعية للتمييز بين الصيغ المالية الاسلامية والتقليدية	81
7	اصدارات الصكوك البحرينية (المحلية والأجنبية)	131
8	ترتيب دول المنطقة حسب اصداراتها للفترة (2007-2010)	141
9	إجمالي إصدارات الصكوك المحلية بين ماليزيا ودول الخليج 2009	142
10	إجمالي اصدارات الصكوك الوطنية والدولية بما فيها السيادية، شبه السيادية وإصدارات الشركات	143
11	التقسيم الهيكلي لإصدارات الصكوك الدولية	144
12	التقسيم الهيكلي لإصدارات الصكوك المحلية	144
13	النسبة المؤوية لإجمالي الصكوك المصدرة حسب بلدان المقارنة	145
14	إجمالي اصدارات الصكوك الدولية 2009	147
15	إجمالي اصدارات الصكوك المحلية السيادية، شبه السيادية وإصدارات الشركات 2009	149
16	عدد إصدارات الصكوك الدولية حسب العملات (2007-2010)	150
17	إجمالي عدد الصكوك حسب فئة الإصدار	151
18	إصدارات الصكوك الدولية حسب مصدر الإصدار(2002-2009)	152
19	إجمالي اصدارات الصكوك حسب القطاعات (2002-2007)	153
20	إجمالي اصدارات الصكوك الإسلامية حسب الهيكل (2002-2007)	155
21	إجمالي اصدارات الصكوك حسب نوع العقود المعتمدة 2010	157
22	إجمالي اصدارات الصكوك حسب المدة	158
23	التصنيف الهيكلي لإصدارات الصكوك الدولية (حسب نوع العقود) 2009	159
24	اصدارات ماليزيا حسب الهيكل 2008	160

25	إصدارات ماليزيا حسب الهيكل 2009	160
26	إصدارات العربية السعودية للصكوك حسب نوع العقود (2008-2009)	161
27	إصدارات الإمارات العربية المتحدة للصكوك حسب نوع العقود (2008-2009)	162
28	إجمالي عدد إصدارات الصكوك العقارية	164
29	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك العقارية	164
30	إجمالي اصدارات البلدان من الصكوك في تمويل القطاع العقاري (2008-2009)	165
31	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها	166
32	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها	167
33	إجمالي اصدارات الصكوك في قطاع الطاقة ومرافقها حسب البلدان(2008-2009)	167
34	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل	168
35	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل	168
36	إجمالي اصدارات الصكوك في قطاع النقل حسب البلدان (2008-2009)	170
37	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات	172
38	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات	172
39	إجمالي اصدارات الصكوك في تمويل قطاع البناء حسب البلدان (209-2008)	173
40	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز	174
41	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز	174
42	هياكل الصكوك المستخدمة في تمويل قطاع البترول والغاز	175
43	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية	176
44	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية	176
45	إصدارات صكوك تمويل الخدمات المالية حسب بلدان المقارنة (2008-2009)	177
46	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل القطاعات الأخرى	178
47	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل القطاعات الأخرى	178

فهرس الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
1	نموذج طلب إدراج الصكوك الإسلامية	
2	نموذج إقرار وتعهد الجهة المُصدرة	

فهـرس المواضيـع

الإهـــــداء

شكـــر وعرفان

هيكــل الدراسـة

مقدمة ..... أ-ز

الفصل الأول: إصدار السندات وتداولها في ميزان الفقه الإسلامي 1

تمهيد..... 3

المبحث الأول: إصدار السندات و تداولها في ميزان الفقه الإسلامي 4

المطلب الأول: مفهوم السندات..... 4

أولا. التعريف اللغوي..... 4

ثانيا. التعريف الإصطلاحي..... 4

المطلب الثاني: خصائص السندات..... 5

أولا. الخصائص العامة..... 5

ثانيا. الخصائص المنفردة..... 6

المطلب الثالث: أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات..... 7

المبحث الثاني: آلية إصدار وتداول السندات..... 8

المطلب الأول: آلية اصدار السندات..... 8

المطلب الثاني: آلية تداول السندات..... 9

المبحث الثالث: أنواع السندات..... 12

المطلب الأول: من حيث جهة الإصدار وقيمته..... 12

أولا. من حيث جهات الإصدار..... 12

ثانيـــا. من حيث قيمة الإصدار 13

المطلب الثاني: من حيث تاريخ الإستحقاق وقابلية استدعائها..... 14

أولا.حيث تاريخ الاستحقاق..... 14

ثانيا. قابليتها للإستدعاء(الإطفاء)..... 15

المطلب الثالث: من حيث قابليتها للتحويل والعائد الذي تُدرُّه.....

أولا: بإعتبار قابليتها للتحويل..... 16

ثانيا: من حيث العائد..... 17

المطلب الرابع: من حيث عملة الإصدار وشكل السندات وأجلها..... 21

أولا: من حيث عملة الإصدار..... 19

ثانيا: من حيث الضمان..... 19

ثالثا: من حيث اجلها..... 20

رابعا: من حيث شكلها..... 20

المبحث الرابع: حكم التعامل بالسندات التقليدية وبدائلها الشرعية..... 21

المطلب الأول: حقيقة حرمة السندات..... 21

المطلب الثاني: البدائل الشرعية..... 24

خلاصة الفصل الاول..... 26

الفصل الثاني: الإطار النظري والتكييـــف الفقهي للصكوك الإسلاميـــة

تمهيد..... 28

المبحث أول : مفهوم التصكيك والصكوك الإسلامية..... 29

المطلب الأول: الصكوك في اللغة..... 29

المطلب الثاني : الصكوك إصطلاحا..... 29

المبحث ثاني : خصائص وأهمية وأهداف الصكوك الإسلامية..... 31

المطلب الأول: خصائص الصكوك الإسلامية..... 31

المطلب الثاني: أهداف الصكوك الإسلامية..... 32

المطلب الثالث: الأهمية الإقتصادية للصكوك الإسلامية..... 33

أولا: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصليOriginator..... 33

ثانيا: أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين..... 33

ثالثاً: أهمية التصكيك بالنسبة للاقتصاد الكلي..... 34

المبحث ثالث: آلية اصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها الشرعية..... 36
المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية..... 36
أولا: تقسيم مراحل اصدار الصكوك الإسلامية..... 36
ثانيا: آلية عمل مراحل إصدار الصكوك الإسلامية..... 37
ثالثا: عناصر آلية إصدار الصكوك الإسلامية..... 38
المطلب الثاني: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية..... 39
أولاً: من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة..... 39
ثانيا: الملكية الحقيقية للأصول..... 40
ثالثا: عدم تداول الديون..... 40
رابعا: تصكيك الأصول تبعا للموجودات..... 40
المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لعملية التداول..... 42

المطلب الرابع : آلية توزيع الأرباح والخسائر في صكوك الإستثمار الإسلامية و آلية إطفائها..... 44
أولا: آلية توزيع الأرباح و الخسائر في صكوك الاستثمار الإسلامية..... 44
ثانيا: إطفاء صكوك الاستثمار الاسلامية..... 45
المبحث الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية و تصنيفها وفق أساليب التمويل الإسلامي..... 46
المطلب الأول: الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة..... 46
أولا: صكوك المقارضة..... 46
ثانيا: صكوك المشاركة..... 48
ثالثا: صكوك المزارعة..... 48
المطلب الثاني: الأوراق المالية القائمة على عقود البيع..... 49
أولا: صكوك السلم..... 50
ثانيا: صكوك البترول..... 50
ثالثا: صكوك الإستصناع..... 50
رابعا: صكوك المرابحة..... 51
المطلب الثالث: الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة..... 51
أولا: تعريف صكوك الإجارة..... 51

ثانيا: صور صكوك الإجارة العامة..... 52
ثالثا: صور صكوك الإجارة الخاصة..... 53
رابعا: أنواع صكوك الإجارة 54
المبحث خامس: أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية..... 56
خلاصة الفصل الأول..... 59
الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام
تمهيد..... 62
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل المستدام..... 63
المطلب الاول: ماهية التمويل المستدام..... 63
أولا: مفهوم التمويل المستدام..... 64
ثانيا: خصائص التمويل المستدام..... 65
ثالثا: أهداف التمويل المستدام..... 65
المطلب الثاني: التمويل المستدام وكفاءة السوق المالية..... 67
أولا: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية..... 67
ثانيا: دور سوق الأوراق المالية في التمويل المستدام..... 68
المطلب الثالث: اشكالية ضعف الكفاءة الإقتصادية لنظام التمويل التقليدي..... 68
أولا: مشكلة الربا والمديونية..... 68
ثانيا: الآثار السلبية لنظام التمويل التقليدي على التمويل المستدام..... 70
ثالثا: منطق الكفاءة في التمويل الإسلامي..... 72
المبحث الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تطوير كفاءة التمويل المستدام..... 74
المطلب الأول: كفاءة النظام الإجرائي للصكوك الإسلامية..... 74
أولا: الأسس والقواعد الشرعية..... 74
ثانيا: المعايير والمؤشرات الموضوعية..... 78
المطلب الثاني: خصائص الكفاءة التمويلية للصكوك الإسلامية..... 81
أولا: خصائص الكفاءة التمويلية للصكوك الإسلامية 81
ثانيا: عناصر استدامة كفاءة وفعالية التمويل وفق الصكوك الإسلامية..... 84
المطلب الثالث: كفاءة الصكوك الإسلامية في تحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر على المستثمرين..... 85

أولا: توزيع الارباح..... 85

ثانيا: توزيع الخسائر والمخاطر..... 87

المبحث الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في تطوير الكفاءة التشغيلية للتمويل المستدام..... 89

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية كبديل لسد الإحتياجات التمويلية للموازنة العامة 90

أولاً: القطاعات الزراعية..... 90

ثانياً: القطاع الصناعي..... 91

ثالثا: القطاع التجاري..... 91

رابعا: المشروعات العقارية..... 91

خامسا: القطاع الخدماتي..... 91

المطلب الثاني : أمثلة عملية على تطبيقات أنواع الصكوك الإسلامية 92

المطلب الثالث: فعالية الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد على الإستثمارات..... 93

أولا: دور الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة تعبئة المدخرات..... 93

ثانيا: دور الصكوك الإسلامية في تمويل وتوجيه المشروعات التنموية..... 95

ثالثا: مميزات الاصدارات الإسلامية لتمويل المشاريع..... 97

المطلب الرابع: كفاءة الصكوك الإسلامية في احتواء الأزمات المالية والتقلبات الدورية... 99

أولا: تعريف الدورة الإقتصادية..... 99

ثانيا: استقرار النظام المصرفي والمالي الإسلامي..... 100

ثالثا: فعالية التمويل وفق الصكوك الإسلامية في معاجة الأزمات..... 100

المطلب الخامس: كفاءة الصكوك الإسلامية في استدامة التنمية الإجتماعية..... 104

خلاصة الفصل الثالث..... 106

الفصل الرابع: التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية (دراسة مقارنة)

تمهيـد..... 108

المبحث الأول: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 109

المطلب الأول: طبيعة ونشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 110

أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 110
ثانياً: نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 110
ثالثا: أهمية سوق رأس المال الإسلامي..... 112
المطلب الثاني: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 113
المطلب الثالث: أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 114
أولا: الملكية الإسلامية..... 115
ثانياً: الصكوك الإسلامية "Islamic Bonds"..... 116
ثالثاً: خدمات الوساطة "Intermediaries & Services"..... 117
119
المطلب الرابع: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا .....
أولاً: توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي..... 119
ثانيا: التخطيط لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي..... 119
ثالثاً: تعيين هذه الهيئة رئيساً للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية.... 120
رابعا. توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي..... 120
خامساً. توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا 121
المبحث الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في الخليج (السوق المالية الدولية في البحرين كنموذج)..... 123
المطلب الأول: نبذة عن مجلس التعاون لدول الخليج العربية..... 123
أولا: التعريف..... 123
ثانيا: تأسيس المجلس..... 123
المطلب الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في البحرين..... 124
أولا: سوق رأس المال البحريني..... 125
ثانيا: مدى انفتاح بورصة البحرين على المستوى العربي..... 127

المطلب الثالث: نشأة السوق المالية الإسلامية في البحرين..... 127
أولا: تحول البحرين إلى مركز مالي إقليمي وعالمي..... 127
ثانيا: نشأة السوق المالية الإسلامية في لبحرين..... 129
ثالثا: سوق الصكوك في البحرين..... 132
المطلب الرابع :السوق المالية الإسلامية الدولية..... 134
أولا: أهمية السوق المالية الإسلامية الدولية 137
ثانيا: آلية عمل السوق المالية الإسلامية..... 138
ثالثا: واقع السوق المالية الإسلامية..... 136
رابعا: المؤشرات الدولية لسوق المال الإسلامية..... 138
المبحث الثالث: رؤية وتحليل لصناعة الصكوك الإسلامية بين ماليزيا ودول الخليج..... 140
المطلب الأول: واقع أسواق الصكوك الإسلامية بشكل عام 140
أولا: تحليل الإتجاهات دوليا..... 140
ثانيا: تحليل اتجاهات الإصدار جهويا(ماليزيا والخليج)..... 143
المطلب الثاني: المقارنة من حيث اصدارات الصكوك الدولية والوطنية 144
أولا: تحليل اصدارات الصكوك المحلية..... 144
ثانيا: تحليل اصدارات الصكوك الدولية..... 145
المطلب الثالث: المقارنة من حيث اصدارات الصكوك السيادية، شبه السيادية وصكوك الشركات (2007-2010) 148
المطلب الرابع: المقارنة من حيث قيمة وعملة الإصدار..... 151
أولا: من حيث عملة الإصدار..... 151
ثانيا: من حيث قيمة الإصدار..... 153
المطلب الخامس : المقارنة من حيث أنواع الصكوك المصدرة..... 157
أولا: تحليل الفترة (1996-2001)..... 157
ثانيا: تحليل الفترة (2002-2007)..... 157
ثالثا: تحليل الفترة (2008- 2010)..... 158
المطلب السادس: مقارنة اصدارات الصكوك من حيث المدة: 2008-2010..... 161
المطلب السابع : المقارنة من حيث تمويل القطاعات..... 162
المبحث الرابع: تحليل دور صناعة الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام بين ماليزيا ودول الخليج..... 167

المطلب الأول: اصدارات الصكوك في تمويل القطاع العقاري 167
المطلب الثاني: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها 170
المطلب الثالث: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل 172
المطلب الرابع: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات والبناء 175
المطلب الخامس: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز 178
المطلب السادس: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية 180
المطلب السابع: إصدارات الصكوك في تمويل قطاعات أخرى 183
المبحث الخامس: آفاق صناعة الصكوك الإسلامية و نتائج الدراسة 184
المطلب الأول: تحليل اصدارات الصكوك لعام 2011 184
أولا: المعلومات الأساسية 184
ثانياً: تحليل المعطيات 186
المطلب الثاني: آفاق اصدارات الصكوك الفترة 2012-2015 187
أولا: آفاق اصدارات الصكوك في ماليزيا 188
ثانيا: آفاق إصدارات الصكوك في الخليج 189
ثالثا: عوامل الدعم لتوقعات إصدارات الصكوك 192
خلاصة الفصل الرابع 194
الخاتمة العامة 196
قائمة المراجع 222
قائمة الملاحق 224
الفهارس 225

الملخص:

أظهرت الأزمة المالية العالمية اهتماما غير عادي بالمصرفية الإسلامية أعاد الى صدارة الاهتمام أدوات الصيرفة والتمويل الإسلامي، حيث كشفت عن مخاطر وعيوب النظام المالي الرأسمالي عبر المشتقات المالية وخاصة السندات التقليدية المحملة بالربا على أساس أنها قرض بفائدة، والربا حرام، و التي كانت سبباً من أسباب الإنهيارات المالية والأزمات الحادة بما يؤثر سلبا على استدامة تمويل البرامج التنموية والمشاريع الإستثمارية. ومن هنا ظهرت الصكوك الإسلامية كأبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية التي تتميز عن السوق المالية العادية بوفرة المنتجات وتنوعها، فضلاً على أن البضاعة فيها تعبر عن أموال مستثمرة في اقتصاد حقيقي وليست بضاعة مفترضة مثل المشتقات والمؤشرات، وقد أصبحت واقعا فرض نفسه في الساحة المالية العالمية، اذ أصبحت الصكوك الإسلامية الموازية للسندات التقليدية في الاستثمار المصرفي والتمويل الدولي الرأسمالي متاحة للجميع أفرادا وحكومات لقدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للإستثمارات، كمًّا ونوعًا وفق تفضيلات ومتطبات أصحاب المشاريع بشكل مستدام؛ بعيدا عن التضخم والاضطرابات المالية، فضلًا عن المواءمة بين العناصر الثلاث: الربحية والسيولة والأمان من المخاطر.

كل هذا يعزز من المزايا التنافسية المستدامة للتمويل الذي تمنحه الصكوك الاسلامية في تطوير وإرساء أسس تمويل مستدام بآليات عمله وضوابط استقراره ومشاريعه المنتقاة على أساس المردودية الإقتصادية والقيمة المضافة في التنمية المستدامة للمجتمع.

الكلمات المفتاحية: السندات التقليدية، الصكوك الإسلامية، السوق المالية الإسلامية، التمويل المستدام

Résumé:

La crise financière mondiale a montré un intérêt inhabituel pour la finance islamique , qui a Apporté à l'avant-garde de l'attention les Outils de système bancaire et de la finance islamique, ou Elle a révélé les dangers et les inconvénients du système financier capitaliste ; Grâce à des instruments financiers dérivés, des obligations conventionnelles en particulier Chargé avec intérêt basé sur un prêt avec intérêt, et l'usure est haram, Qui était une cause de l'effondrement des crises financières aiguës et Y compris un impact négatif sur la viabilité du financement des programmes de développement et des projets d'investissement. Par conséquent, l'industrie de Sukuk islamique comme les principaux produits financiers islamiques qui sont distincts des marchés financiers Capitaliste en abondance et la diversité des produits, En outre, les produits qui reflètent les fonds investis dans l'économie des biens réels et ne sont pas censés le faire, tels que les dérivés et les indicateurs, Est devenue une réalité s'est imposée dans le marché financier mondial, Comme il est devenu les obligations Sukuk islamiques parallèles au obligations d'investissement traditionnels et le capital financier international sont disponibles à tous les individus et les gouvernements pour leur capacité à fournir un financement pour les investissements, avec de qualité et de quantité en fonction des préférences des entrepreneurs d'une manière durable; loin de l'inflation et la crise financière, ainsi que l'harmonisation entre les trois éléments : Rentabilité, de liquidité et les risques de sécurité.

Tout cela renforce les avantages concurrentiels de financement durable accordée par les instruments islamiques dans le développement et la fondation des mécanismes de financement durables et contrôle par sa stabilité et ses projets sélectionnés sur la base du rapport coût-efficacité et la valeur économique ajoutée dans le développement durable de la société.

Mots clés: obligations conventionnelles, les sukuk, le marché financier islamique, le financement durable

فهـرس المواضيـع

الإهـــــداء

شكـــر وعرفان

هيكــل الدراسـة

مقدمة ..... أ-ح

الفصل الأول: إصدار السندات وتداولها في ميزان الفقه الإسلامي 1

تمهيد..... 2

المبحث الأول: إصدار السندات و تداولها في ميزان الفقه الإسلامي 4

المطلب الأول: مفهوم السندات..... 3

أولا. التعريف اللغوي..... 3

ثانيا. التعريف الإصطلاحي..... 3

المطلب الثاني: خصائص السندات..... 4

أولا. الخصائص العامة..... 4

ثانيا. الخصائص المنفردة..... 5

المطلب الثالث: أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات..... 6

المبحث الثاني: آلية إصدار وتداول السندات..... 7

المطلب الأول: آلية اصدار السندات..... 7

المطلب الثاني: آلية تداول السندات..... 8

المبحث الثالث: أنواع السندات..... 9

المطلب الأول: من حيث جهة الإصدار وقيمته..... 9

أولا. من حيث جهات الإصدار..... 9

ثانيـــا. من حيث قيمة الإصدار 10

المطلب الثاني: من حيث تاريخ الإستحقاق وقابلية استدعائها..... 11

أولا.حيث تاريخ الاستحقاق..... 11

ثانيا. قابليتها للإستدعاء(الإطفاء)..... 12

المطلب الثالث: من حيث قابليتها للتحويل والعائد الذي تُدرُّه..... 13

أولا: بإعتبار قابليتها للتحويل..... 13

ثانيا: من حيث العائد..... 14

المطلب الرابع: من حيث عملة الإصدار وشكل السندات وأجلها..... 16

أولا: من حيث عملة الإصدار..... 16

ثانيا: من حيث الضمان..... 16

ثالثا: من حيث اجلها..... 16

رابعا: من حيث شكلها..... 17

المبحث الرابع: حكم التعامل بالسندات التقليدية وبدائلها الشرعية..... 18

المطلب الأول: حقيقة حرمة السندات..... 18

المطلب الثاني: البدائل الشرعية..... 21

خلاصة الفصل الاول..... 23

الفصل الثاني: الإطار النظري والتكييـــف الفقهي للصكوك الإسلاميـــة

تمهيد..... 25

المبحث الأول : مفهوم التصكيك والصكوك الإسلامية..... 26

المطلب الأول: الصكوك في اللغة..... 26

المطلب الثاني : الصكوك إصطلاحا..... 26

المبحث الثاني : خصائص وأهمية وأهداف الصكوك الإسلامية..... 28

المطلب الأول: خصائص الصكوك الإسلامية..... 28

المطلب الثاني: أهداف الصكوك الإسلامية..... 29

المطلب الثالث: الأهمية الإقتصادية للصكوك الإسلامية..... 30

أولا: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي..... 30

ثانيا: أهمية التصكيك بالنسبة للمستثمرين..... 30

ثالثاً: أهمية التصكيك بالنسبة للاقتصاد الكلي..... 31

المبحث ثالث: آلية اصدار وتداول الصكوك الإسلامية وضوابطها الشرعية..... 32
المطلب الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية..... 32
أولا: تقسيم مراحل اصدار الصكوك الإسلامية..... 32
ثانيا: آلية عمل مراحل إصدار الصكوك الإسلامية..... 33
ثالثا: عناصر آلية إصدار الصكوك الإسلامية..... 34
المطلب الثاني: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية..... 35
أولاً: من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة..... 35
ثانيا: الملكية الحقيقية للأصول..... 36
ثالثا: عدم تداول الديون..... 36
رابعا: تصكيك الأصول تبعا للموجودات..... 36
المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لعملية التداول..... 38

المطلب الرابع : آلية توزيع الأرباح والخسائر في صكوك الإستثمار الإسلامية و آلية إطفائها..... 40
أولا: آلية توزيع الأرباح و الخسائر في صكوك الاستثمار الإسلامية..... 40
ثانيا: إطفاء صكوك الاستثمار الاسلامية..... 40
المبحث الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية و تصنيفها وفق أساليب التمويل الإسلامي..... 42
المطلب الأول: الأوراق المالية القائمة على عقود الشراكة..... 42
أولا: صكوك المقارضة..... 42
ثانيا: صكوك المشاركة..... 44
ثالثا: صكوك المزارعة..... 44
المطلب الثاني: الأوراق المالية القائمة على عقود البيع..... 45
أولا: صكوك السلم..... 45
ثانيا: صكوك البترول..... 46
ثالثا: صكوك الإستصناع..... 46
رابعا: صكوك المرابحة..... 47
المطلب الثالث: الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة..... 47

أولا: تعريف صكوك الإجارة..... 47
ثانيا: صور صكوك الإجارة العامة..... 48
ثالثا: صور صكوك الإجارة الخاصة..... 49
رابعا: أنواع صكوك الإجارة 50
المبحث خامس: أوجه المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية..... 52
خلاصة الفصل الثاني..... 55
الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام
تمهيد..... 59
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل المستدام..... 60
المطلب الاول: ماهية التمويل المستدام..... 60
أولا: مفهوم التمويل المستدام..... 61
ثانيا: خصائص التمويل المستدام..... 62
ثالثا: أهداف التمويل المستدام..... 62
المطلب الثاني: التمويل المستدام وكفاءة السوق المالية..... 63
أولا: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية..... 63
ثانيا: دور سوق الأوراق المالية في التمويل المستدام..... 64
المطلب الثالث: اشكالية ضعف الكفاءة الإقتصادية لنظام التمويل التقليدي..... 65
أولا: مشكلة الربا والمديونية..... 65
ثانيا: الآثار السلبية لنظام التمويل التقليدي على التمويل المستدام..... 66
ثالثا: منطق الكفاءة في التمويل الإسلامي..... 69
المبحث الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تطوير كفاءة التمويل المستدام..... 70
المطلب الأول: كفاءة النظام الإجرائي للصكوك الإسلامية..... 70
أولا: الأسس والقواعد الشرعية..... 70
ثانيا: المعايير والمؤشرات الموضوعية..... 74
المطلب الثاني: خصائص الكفاءة التمويلية للصكوك الإسلامية..... 77
أولا: خصائص الكفاءة التمويلية للصكوك الإسلامية 77
ثانيا: عناصر استدامة كفاءة وفعالية التمويل وفق الصكوك الإسلامية..... 80

المطلب الثالث: كفاءة الصكوك الإسلامية في تحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر على المستثمرين..... 81
أولا: توزيع الارباح..... 81
ثانيا: توزيع الخسائر والمخاطر..... 83
المبحث الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في تطوير فعالية للتمويل المستدام..... 85
المطلب الأول: الصكوك الإسلامية كبديل لسد الإحتياجات التمويلية للموازنة العامة 86
أولاً: القطاعات الزراعية..... 86
ثانياً: القطاع الصناعي..... 87
ثالثا: القطاع التجاري..... 87
رابعا: المشروعات العقارية..... 87
خامسا: القطاع الخدماتي..... 87
المطلب الثاني : أمثلة عملية على تطبيقات أنواع الصكوك الإسلامية 88
المطلب الثالث: فعالية الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد على الإستثمارات..... 89
أولا: دور الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة تعبئة المدخرات..... 89
ثانيا: دور الصكوك الإسلامية في تمويل وتوجيه المشروعات التنموية..... 91
ثالثا: مميزات الاصدارات الإسلامية لتمويل المشاريع..... 93
المطلب الرابع: كفاءة الصكوك الإسلامية في احتواء الأزمات المالية والتقلبات الدورية... 95
أولا: تعريف الدورة الإقتصادية..... 95
ثانيا: استقرار النظام المصرفي والمالي الإسلامي..... 96
ثالثا: فعالية التمويل وفق الصكوك الإسلامية في معاجة الأزمات..... 96
المطلب الخامس: كفاءة الصكوك الإسلامية في استدامة التنمية الإجتماعية..... 100
خلاصة الفصل الثالث..... 102
الفصل الرابع: التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية (دراسة مقارنة)
تمهيـد..... 105

المبحث الأول: سوق رأس المال الإسلامي في الخليج (السوق المالية الدولية في البحرين كنموذج) 106

المطلب الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية..... 106

أولا: نبذة عن السوق المالية الإسلامية الدولية..... 106

ثانيا: الدور التنموي للسوق المالية الإسلامية الدولية..... 106

ثالثا: النشاطات التنموية للسوق المالية الإسلامية لدولية.....

المطلب الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في البحرين..... 108

أولا: سوق رأس المال البحريني..... 108

ثانيا: مدى انفتاح بورصة البحرين على المستوى العربي..... 110

المطلب الثالث: نشأة السوق المالية الإسلامية في البحرين..... 111

أولا: تحول البحرين إلى مركز مالي إقليمي وعالمي..... 111

ثانيا: نشأة السوق المالية الإسلامية في لبحرين..... 113

ثالثا: سوق الصكوك في البحرين..... 115

المبحث الثاني: رؤية وتحليل لصناعة الصكوك الإسلامية بين ماليزيا ودول الخليج..... 118

المطلب الأول: واقع أسواق الصكوك الإسلامية بشكل عام 118

أولا: تحليل الإتجاهات دوليا..... 118

ثانيا: تحليل اتجاهات الإصدار جهويا(ماليزيا والخليج)..... 121

المطلب الثاني: المقارنة من حيث اصدارات الصكوك الدولية والوطنية 122

أولا: تحليل اصدارات الصكوك المحلية..... 122

ثانيا: تحليل اصدارات الصكوك الدولية..... 124

المطلب الثالث: المقارنة من حيث اصدارات الصكوك السيادية، شبه السيادية وصكوك الشركات (2007-2010) 126

المطلب الرابع: المقارنة من حيث قيمة وعملة الإصدار..... 129

أولا: من حيث عملة الإصدار..... 129

ثانيا: من حيث قيمة الإصدار..... 131

المطلب الخامس : المقارنة من حيث أنواع الصكوك المصدرة..... 134

أولا: تحليل الفترة (1996-2001)..... 134

ثانيا: تحليل الفترة (2002-2007)..... 134

ثالثا: تحليل الفترة (2008- 2010)..... 135

المطلب السادس: مقارنة اصدارات الصكوك من حيث المدة: 2008-2010..... 138

المطلب السابع : المقارنة من حيث تمويل القطاعات..... 139

المبحث الثالث: تحليل دور صناعة الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام بين ماليزيا ودول الخليج..... 144

المطلب الأول: اصدارات الصكوك في تمويل القطاع العقاري..... 144

المطلب الثاني: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها..... 147

المطلب الثالث: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل..... 149

المطلب الرابع: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات والبناء..... 151

المطلب الخامس: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز..... 154

المطلب السادس: إصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية..... 157

المطلب السابع: إصدارات الصكوك في تمويل قطاعات أخرى..... 159

المبحث الرابع: آفاق صناعة الصكوك الإسلامية و نتائج الدراسة 161

المطلب الأول: تحليل اصدارات الصكوك لعام 2011..... 161

أولا: المعلومات الأساسية..... 161

ثانياً: تحليل المعطيات..... 162

المطلب الثاني: آفاق اصدارات الصكوك الفترة 2012-2015..... 163

أولا: آفاق اصدارات الصكوك في ماليزيا..... 164

ثانيا: آفاق إصدارات الصكوك في الخليج..... 165

ثالثا: عوامل الدعم لتوقعات إصدارات الصكوك..... 168

خلاصة الفصل الرابع 170

الخاتمة العامة..... 172

قائمة المراجع..... 185

قائمة الملاحق..... 199

الفهارس..... 203

الملحق رقم (1) – نموذج طلب إدراج الصكوك الإسلامية

معلومات عامة:

جهة الإصدار: _____ العنوان_____

وكيل الإصدار:_____ العنوان_____

وكيل السداد :_____ العنوان_____

منظم ومروج الإصدار: _____العنوان_____

جهة الضمان: _____ العنوان_____

تفاصيل الصكوك الإسلامية المراد إدراجها:

القيمة الإسمية للصك	تاريخ الإستحقاق	الربح المتوقع
_____	_____	_____
_____	_____	_____
_____	_____	_____

القيمة الإسمية للإصدار وطبيعة وتفاصيل وأعداد الصكوك الإسلامية المراد إدراجها

تفاصيل عملة الإصدار

_____

أسماء جميع الأسواق المالية التي تم إدراج الصكوك الإسلامية فيها أو الجاري حالياً الإدراج فيها.

_____

تفاصيل شكل الصكوك الإسلامية (لحاملها/مسجلة)

_____

لهيئة الأوراق المالية والسلع الصلاحية التامة بطلب الحصول على أية معلومات وموافاتها بأية معلومات أو بيانات متعلقة بالجهة المصدرة أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها في أي سوق مالية أو هيئة أو وكالة أو جهة مسؤولة عن الإشراف على ورقابة الأعمال والخدمات المالية أو إنفاذ القوانين سواء داخل الدولة أو خارجها كما يكون لها الصلاحية التامة بتزويد تلك الجهات بأية معلومات أو بيانات متعلقة بالجهة المصدرة أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها.

موقع بالنيابة عن ــــ

رئيس مجلس الإدارة **عضو مجلس الإدارة**

_____ _____

الملحق رقم (2) – نموذج إقرار وتعهد الجهة المصدرة

إقرار وتعهد الجهة المصدرة

نقر نحن [مدراء/أعضاء مجلس إدارة] _____ ("الجهة المصدرة") ونؤكد ما يلي:-

1. التزام الجهة المصدرة بالقرار الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية رقم ( ) لسنة 2005 وغيرها من الشروط والمتطلبات الخاصة بإدراج الصكوك الإسلامية الصادر عن مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية والسلع (ويشار إليه هنا بـ"القرار الخاص بالإدراج").
2. أن نشرة الاكتتاب المعدة من قبل الجهة المصدرة تتضمن جميع المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها بموجب القرار الخاص بالإدراج.
3. أن نشرة الاكتتاب المعدة من قبل الجهة المصدرة تحتوي على معلومات تم الإفصاح عنها وفقاً لأحكام القرار الخاص بالإدراج وبأننا نحن المديرين مجتمعين ومنفردين، مسؤولين مسؤولية كاملة عن صحة ودقة المعلومات الواردة في نشرة الاكتتاب ونؤكد بأنه لم يتم إغفال ذكر أية وقائع قد تجعل أي بيان أو تصريح وارد في نشرة الاكتتاب مضللاً.
4. أن الجهة المصدرة قد تقدمت إلى الهيئة بجميع المستندات والوثائق الواجب إرفاقها بطلب الموافقة على الإدراج.
5. للهيئة الصلاحية التامة بتعليق تداول الصكوك الإسلامية أو إلغاء إدراجها وبإتخاذ أي إجراءات أخرى تجاهنا أو تجاه الجهة المصدرة وفقاً لأحكام القرار الخاص بالإدراج في حال إخلالنا أو إخلال الجهة المصدرة بأحكام القرار الخاص بالإدراج.
6. أن الجهة المصدرة مدرجة لدى _____ وتتمتع بمنزلة وسمعة جيدة لدى السوق المذكورة. (خاص بالجهات المصدرة الأجنبية فقط)
7. إننا ندرك طبيعة مسؤولياتنا والتزاماتنا الخاصة بمساعدة وتمكين الجمهور ومالكي الصكوك الإسلامية من تقدير وتقييم مكانة ومنزلة الجهة المصدرة وتفادي إنشاء سوق زائفة في الصكوك الإسلامية عند إدراجها.

كما نتعهد ونوافق على الإلتزام بالقرار الخاص بالإدراج وغيره من الأنظمة والشروط والقرارات التي تصدرها الهيئة من وقت لآخر ونتعهد على وجه الخصوص بالإلتزام والوفاء بالإلتزامات المستمرة المنصوص عليها في القرار الخاص بالإدراج.

ونقر بأن لهيئة الأوراق المالية والسلع الصلاحية التامة بطلب الحصول على أية معلومات أو بيانات متعلقة بنا أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها في أي سوق مالية أو هيئة أو وكالة أو جهة مسؤولة عن الإشراف على ورقابة الأعمال والخدمات المالية أو إنفاذ القوانين سواء داخل الدولة أو خارجها كما يكون للهيئة الصلاحية التامة بتزويد تلك الجهات بأية معلومات أو بيانات متعلقة بنا أو بالصكوك الإسلامية المراد إدراجها.

موقع بالنيابة عن _____

رئيس مجلس الإدارة **عضو مجلس الإدارة**

_____ _____

فـهرس الجـداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	يوضح الفرق بين الأسهم والسندات	6
2	يوضح المقارنة بين صكوك الاستثمار والسندات التقليدية	53
3	يوضح إجمالي اصدارات الصكوك المحلية والدولية حسب البلدان حتى نهاية 2009	120
4	يوضح إجمالي اصدارات الصكوك الوطنية والأجنبية حسب بلدان المقارنة	121
5	يوضح العدد الإجمالي لإصدارات الصكوك حسب العملة(2002-2007)	130
6	يوضح عدد اصدارات الصكوك حسب العملات (2002-2010)	131
7	يوضح إجمالي الصكوك المصدرة حسب القيمة (2002-2007)	135
8	يوضح المشاريع المبرمجة لدول مجلس التعاون الخليجي للبنية التحتية	152

فـهرس الأشكـال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	آثار الأزمة المالية العالمية	68
2	هرم التوازن الاقتصادي في ظل آليات التمويل الاسلامي	75
3	المعايير الموضوعية للتمييز بين الصيغ المالية الاسلامية والتقليدية	77
4	اصدارات الصكوك البحرينية (المحلية والأجنبية)	117
5	ترتيب دول المنطقة حسب اصداراتها للفترة (2007-2010)	122
6	إجمالي إصدارات الصكوك المحلية بين ماليزيا ودول الخليج 2009	123
7	التقسيم الهيكلي لإصدارات الصكوك المحلية	124
8	إجمالي إصدارات الصكوك السيادية، شبه السيادية وإصدارات الشركات.	125
9	التقسيم الهيكلي لإصدارات الصكوك المحلية	125
10	النسبة المؤوية لإجمالي الصكوك المصدرة حسب بلدان المقارنة	126
11	إجمالي اصدارات الصكوك الدولية 2009	128
12	إجمالي اصدارات الصكوك المحلية السيادية، شبه السيادية وإصدارات الشركات 2009	129
13	عدد إصدارات الصكوك الدولية حسب العملات (2007-2010)	131
14	إجمالي عدد الصكوك حسب فئة الإصدار	132
15	إجمالي اصدارات الصكوك حسب القطاعات (2002-2007)	134
16	إجمالي اصدارات الصكوك حسب نوع العقود المعتمدة 2010	137
17	إجمالي اصدارات الصكوك حسب المدة	138
18	التصنيف الهيكلي لإصدارات الصكوك الدولية (حسب نوع العقود) 2009	140
19	اصدارات ماليزيا حسب الهيكل 2008	141
20	إصدارات ماليزيا حسب الهيكل 2009	141
21	إصدارات العربية السعودية للصكوك حسب نوع العقود (2008-2009)	143
22	إصدارات الإمارات العربية المتحدة للصكوك حسب نوع العقود	143

	(2009-2008)	
23	إجمالي عدد إصدارات الصكوك العقارية	**145**
24	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك العقارية	**145**
25	إجمالي اصدارات البلدان من الصكوك في تمويل القطاع العقاري (2009-2008)	**146**
26	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها	**147**
27	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الطاقة ومرافقها	**148**
28	إجمالي اصدارات الصكوك في قطاع الطاقة ومرافقها حسب البلدان(2008-2009)	**148**
29	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل	**150**
30	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع النقل	**150**
31	إجمالي اصدارات الصكوك في قطاع النقل حسب البلدان (2009-2008)	**151**
32	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات	**153**
33	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الإنشاءات	**153**
34	إجمالي اصدارات الصكوك في تمويل قطاع البناء حسب البلدان (209-2008)	**154**
35	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز	**155**
36	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع البترول والغاز	**155**
37	هياكل الصكوك المستخدمة في تمويل قطاع البترول والغاز	**156**
38	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية	**157**
39	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل قطاع الخدمات المالية	**158**
40	إصدارات صكوك تمويل الخدمات المالية حسب بلدان المقارنة (2009-2008)	**158**
41	إجمالي عدد اصدارات الصكوك في تمويل القطاعات الأخرى	**159**
42	إجمالي قيمة اصدارات الصكوك في تمويل القطاعات الأخرى	**159**
43	قيمة إصدارات الصكوك حسب القطاع	**160**

فهرس الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
1	نموذج طلب إدراج الصكوك الإسلامية	221
2	نموذج إقرار وتعهد الجهة المُصدرة	223

قائمة المراجع

أولا: المراجع باللغة العربية

الكتب

1. محمد وجيد حنيني، **تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
2. مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة**، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
3. شعبان محمد البراوري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، ط2، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2008.
4. فيصل محمود الشواوره، **الإستثمار في بورصة الوراق الأوراق الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية**، ط1، دار وائل للنشر، مصر، 2008.
5. ضياء مجيد، **البورصات: أسواق المال و أدواتها الأسهم والسندات**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
6. عمر مصطفى جبر إسماعيل، **سندات المقارضة وأحكامها في الشريعة الإسلامية**، دار النفائس، الأردن، 2006.
7. محمود محمد حمودة، **الإستثمار والمعاملات المالية في الإسلام**، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
8. صحيح البخاري ، **كتاب المظالم** ، باب رقم 03 ، حديث رقم 2442 ، بيت الأفكار الدولية للنشر ،الرياض، 2002.
9. كمال توفيق حطاب، بحث **بعنوان: الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة**، مؤتمر المصارف الإسلامية، دبي، الإمارات العربية المتحدة،2009.
10. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، **المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية** ، المنامة، البحرين، الطبعة الأولى،2007 .
11. أحمد محي الدين أحمد، **التطبيقات المعاصرة لصكوك الاستثمار**، الطبعة الأولى، جامعة الإسكندرية، 2009.
12. قره داغي علي، **أثر الديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول السهم والصكوك والوحدات الإستثمارية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003.
13. سامي حسن حمود، **الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة**، الطبعة الأولى، بنك التنمية الإسلامي، 2001.
14. " **صكوك الإستثمار**" ، **المعيار الشرعي رقم (17)**، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، 2003.

15. **المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية**، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية، الطبعة الثانية، البحرين، 2008.

16. محمود محمد حمودة، الإستثمار والمعاملات المالية في الاسلام، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، 2009.

17. سامي حمود، تطبيقات صكوك المقارضة الإسلامية ، الطبعة الثانية، دار الفكر العربي، الأردن، 1999.

18. محمد مصطفى جبر اسماعيل، **سندات المقارضة وأحكامها الشرعية**، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 2006.

19. كمال توفيق حطاب، **نحو سوق مالية إسلامية**، الطبعة الثانية، جامعة اليرموك، الأردن، 2007.

20. محمد رأفت سعيد، **عقد الإستصناع وعلاقته بالعقود الجائزة**، الطبعة الثانية، دار الوفاء، الأردن، 2008.

21. سامي مظهر قنطقجي، **أيهما أصلح الربح أم الفائدة**، سلسلة فقه المعاملات، بحث رقم1، 2008.

22. قيصر عبد الكريم الهيتي، **أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)**، دار رسلان للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

23. سامي بن ابراهيم السويلم، **مقالات في التمويل الإسلامي**،الطبعة الثانية، الأردن، الوراق للنشر والتوزيع، 2010.

24. محمد الشحات الجندي، **التعامل المالي والمصرفي المعاصرمن منظور اسلامي**، دار الفكر العربي، مصر، 2008.

25. سامر مظهر قنطقجي، **ضوابط الاقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات المالية**، دار النهظة، دمشق، 2009.

26. سمير عبد الحميد رضوان، **الأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية**، الطبعة الثالثة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، 2006.

27. الدلقاوي، **كفاءة السوق المالية**، دار الإيمان للنشر والتوزيع، 1981.

28. كامل صكر القيسي، **النجش آفة السوق**، دائرة الشؤون الإسلامية، دبي، 2008.

29. سامي السويلم، **صناعة الهندسة المالية الإسلامية**، مركز البحوث- شركة الراجحي للإستثمار، 2000.

30. سعد الدين محمد الكبي، **المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام**، المكتب الإسلامي، الأردن، 2004.

31. عبد المطلب عبد الرزاق حمدان، **عقود المعاملات المالية وتطبيقاتها المعاصرة في الفقه الاسلامي**، دار الفكر الجامعي، 2007.

32. **صحيح مسلم 3/ 1163** ، حديث رقم: 1553.

33. صالح صالحي، **المنهج التنموي البديل في الإقتصاد الاسلامي**، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006.

34. صالح صالحي، **السياسة النقدية والمالية في إطار نظام المشاركة**، الطبعة الأولى، دار الوفاء، 2001.

35. محمد الشحات الجندي، **التعامل المالي والمصرفي من منظور اسلامي**، الطبعة الثانية، دار الفكر العربي، 2008.

36. مصطفى كمال السيد طايل، **القرار الإستثماري في البنوك الإسلامية**، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2006.

37. رمضان حافظ عبد الرحمان، **المعاملات المصرفية والبديل الاسلامي عنها**، الطبعة الأولى، دار السلام، 2005.

38. محمد محمود، **طريقك الى البورصة**، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

39. طارق الله خان وحبيب أحمد، **إدارة المخاطر في الصناعة المالية الاسلامية**، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، 2003.

40. حمود سامي حسن، **الأدوات التمويلية الإسلامية للشركات المساهمة**، الطبعة الثانية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مكتبة الملك فهد الوطنية، 1999.

41. دليل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس العام للمؤسسات والبنوك المالية الإسلامية، البحرين، 2002.

42. جابر محمد محمد عبد الجواد، **تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي**، دار السلام للنشر، الإسكندرية، 2004.

43. محمد عبد الحليم ، **بحث: السوق المالية الإسلامية**، مركز الاقتصاد الإسلامي بجامعة الأزهر، دار الأزهر للنشر والتوزيع، 2009.

المجلات

44. محي الدين القره داغي ، **الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**، مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، 2007، العدد 7.

45. joiler mokaivo، **وجها العولمة المالية**، مجلة صندوق النقد الدولي للتمويل والتنمية، مارس 2007، العدد 1.

46. John M Botten ، **إصلاح النظام المالي العالمي**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، 2007، العدد7.

47. David Dolor and woo Chang ، **نقص الإنتفاع برأس المال**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، جوان،2007، العدد 8.

48. Gean Bisani and Indhira Santos، **إعادة تشكيل الإقتصاد العالمي**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، مارس2009، العدد 10.

49. Sanjef Joupita and Cathrine Batellelo ، **جعل التحولات تعمل لصالح افريقيا**، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2007، العدد9.

50. سامي حمود، بحث: **الأدوات المالية الاسلامية**، الدورة السادسة لمجمع الفقه الاسلامي، العدد السادس، 1999.

51. **صحيفة الوسط البحرينية**، العدد 3407.

الدراسات والملتقيات

52. علي محي الدين القره داغي، **بحث رقم61: حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية**، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2003.

53. بن ضيف محمد عدنان و أ.ربيع المسعود، **أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمرالدولي الأول لمعهد العلوم الإقتصادية– جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2007.

54. عبد اللطيف عبد الرحيم جناحي، **بحث حول: البدائل الشرعية للسندات التقليدية**، نشر شركة الصفوة الدولية للاستشارات الاستراتيجية والاقتصادية والتسويقية والإدارية، عمان، 2010.

55. الشلبي، **بحث حول الإستثمارفي الأسهم والسندات**، 2008، ص:18، وأنظر: فتاوى اللجنة الدائمة للبحوث العلمية والإفتاء 345/13.

56. يوسف بن عبد الله الشبيلي، **الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم والصكوك**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

57. محمد علي القري، **أحكام ضمان الصكوك وعوائدها**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

58. عبد العظيم جلال أبوزيد ومعبد علي الجارحي، **أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

59. القره داغي على محي الدين، **صكوك الإجارة** ، بحث مقدم إلى مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة المؤتمر الإسلامي، ج2، 2005.

60. فتح الرحمان علي محمد صالح، **ورقة عمل: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية**، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، 2008.

61. عبد الله بن محمد المطلق، **الصكوك الإسلامية**، ندوة الصكوك الاسلامية، جدة، 2010.

62. سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، **آلية اصدار وتداول الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية**، جدة، 2010 .

63. حمزة بن حسين الفعر الشريف، **ضمانات الصكوك الإسلامية**، بيت الخبرة العالمي للإستشارات المصرفية الإسلامية، 2010.

64. وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، **الصكوك الإسلامية**، مؤتمر دبي حول المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، 2009.

65. حسن الأمين، **المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة**، البنك الإسلامي للتنمية، بحث رقم 11، 2000.

66. عبد الستار أبو غدة، **بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الإسلامية**، مؤتمر صناعة الصكوك الإسلامية، جدة، 2009.

67. الزحيلي، **أساليب التمويل الإسلامي**، بحث غير منشور،2002 .

68. ربيع مسعود ومحمد ضيف بن عدنان، **أدوات الدين وبدائلها الشرعية**، ورقة بحثية: الملتقى الدولي الأول، جامعة سطيف، 2007.

69. مجموعة أبحاث مقدمة إلى مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بجدة في المملكة العربية بشأن الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، السعودية، جوان 1999.

70. محمد تقي العثماني، **الصكوك كأداة لإدارة السيولة**، الدورة العشرون لمجمع الفقه الإسلامي، جدة، 2010.

71. عثمان بابكر أحمد، **تمويل القطاع الصناعي وفق صيغ التمويل الإسلامي**، بحث رقم49 ، البنك اسلامي للتنمية، 2009.

72. مجموعة من الباحثين، **الجعالة والإستصناع**، معهد البحوث والتدريب، بحث رقم9 ، 2003.

73. منذر قحف، **التورق في الشريعة الإسلامية**، بحث مقدم لندوة هيئة المعايير المحاسبية، البحرين، 2004.

74. توصيات المؤتمر المنعقد في دورته الخامسة عشر بمسقط (سلطنة عمان) من 14 الى 19 محرم 1415 هـ الموافق لـ6 الى 11مارس2004 .

75. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **الوظائف الإقتصادية للصكوك– نظرة مقاصدية**، ندوة الاصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

76. علي أبو الفتح أحمد شتا، **المحاسبة عن عقود الإجارة بالتمليك في المصارف الإسلامية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 60، 2009.

77. عبد الباري مشعل، **الصكوك الإسلامية–رؤية مقاصدية**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

78. سامي بن ابراهيم السويلم، **منتجات صكوك الإجارة**، ندوة الصكوك الإسلامية–عرض وتقويم، جدة، 2010.

79. حسن الأمين، **الإجارة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 27، 2008.

80. منذر قحف، **الإجارة المنتهية بالتمليك وصكوك الأعيان المؤجرة** ، بحث مقدم لدورة المجمع الفقه الإسلامي الدولي الثاني عشر، الرياض، 21 إلى27 /09.

81. منذر قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية – دراسة حالة الكويت ، البنك الإسلامي للتنمية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ، بحث رقم 39 ، 2009.

82. منذر قحف، **سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل** ، بحث مقدم للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويت، 2 نوفمبر1998 .

83. عبد الملك منصور، **العمل بالصكوك استثمارية الإسلامية والحاجة الى تشريعات جديدة**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009.

84. يوسف بن عبد الله الشبيلي، **الضوابط الشرعية لتداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

85. طارق الله خان وحبيب أحمد، **إدارة المخاطر في الصناعة الإسلامية**، البحث رقم05، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 2003.

86. درويش صديق جستينة، **الفائدة والربح وأدوات التمويل الإسلامية**، بحث غير منشور، جامعة الملك عبد العزيز، 1995.

87. صالح صالحي وعبد الحليم غربي، **كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية**، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والحوكمة العالمية، سطيف، الجزائر، 2009.

88. سامر مظهر قنطقجي، **أيهما أصلح في الاستثمار الربح أم الفائدة**، بحث رقم1، دار المعاصرون، سوريا، 2009.

89. سامي بن ابراهيم السويلم، **منتجات صكوك الاجارة**، ندوة الصكوك الإسلامية-عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010.

90. سامي بن ابراهيم السويلم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، دار الفكر الإسلامي، الرياض، 2008.

91. عبد الملك منصور، **العمل بالصكوك الإسلامية الإستثمارية على المستوى الرسمي**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009.

92. صفية أحمد أبو بكر، **الصكوك الإسلامية**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009.

93. عبد الباري مشعل، **الصكوك الإسلامية رؤية مقاصدية**، ندوة الصكوك اسلامية، جدة، 2010.

94. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، **الوظائف الاقتصادية للصكوك نظرة مقاصدية**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

95. سعيد محمد بوهراوة وأشرف وجدي دسوقي، **ملكية الصكوك القائمة على الأصول**، ندوة الصكوك الإسلامية ، جدة، 2010.

96. فؤاد محمد محيسن، **الصكوك الاسلامية تنمية وممارسات دولية**، ورشة عمل- شركة الإسراء للإستثمار والتمويل الاسلامي، الأردن، 2010.

97. نقاشي محمد ابراهيم، **عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الاسلامية**، المؤتمر العالمي حول مقاصد الشريعة الاسلامية وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، 2006.

98. لقمان محمد مرزوق ، **دور البنوك الإسلامية في تطوير اقتصاديات الدول المغاربية**، البنك الإسلامي للتنمية، ندوة 24.

99. فؤاد محمد محيسن، **الصكوك الإسلامية ومجالات التطبيق**، بحث مقدم لمؤتمر الأردن، 2010.

100. كمال توفيق حطاب، **الصكوك الاستثمارية الاسلامية والتحديات المعاصرة**، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، 2009.

101. زياد الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، المؤتمر الدولي للصيرفة والتمويل الإسلامي، 2010.

102. محاضرات للدكتور فتح الرحمن علي محمد صالح للبنك الاهلي المصري في إطار برنامج تدريبي بتنظيم من اتحاد المصارف العربية – القاهرة ديسمبر2006.

103. محمد عبد الحليم عمر، **قراءة إسلامية في الأزمة المالية العالمية**، ندوة الأزمة المالية العالمية من منظور اسلامي وتأثيرها على الإقتصاديات العربية، مركز صالح كامل للإقتصاد الاسلامي، جامعة الأزهر، 2008.

104. محمد عبيد الله، **تمويل الشركات من منظور إسلامي**، مركز أبحاث الإقتصاد الاسلامي، 2006.

105. فتح الرحمان علي محمد صالح، **ورقة عمل: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية**، إتحاد المصارف العربية، منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، 2008.

106. حامد بن حسن بن علي الميرة، **صكوك الحقوق المعنوية**، ندوة الصكوك الاسلامية، جدة، 2010.

107. سيتي مشيطة بنت محمود، **صكوك الوقف الإسلامي**، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الاسلامي الدولي، أبوظبي، 2009.

108. عمار عودة، **إخفاق وإعساربعض اصدارات الصكوك**، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

109. أحمد بن عبد الرحمان الجبيري، **بحث بعنوان: الإختلافات الفقهية حول صناعة الصكوك الإسلامية**، 2009.

110. نوردين أنجدون، **سوق رأس المال الاسلامي الماليزي**، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الرياض، 2010.

111. خنيوة محمد الأمين وحنان علي موسى، **الصناعة المالية الاسلامية : الواقع والتحديات** ،الملتقى الدولي الأول، معهد الاقتصاد- المركز الجامعي غرداية، 2011.

112. عبد الله ابراهيم نزال،**السوق المالية الاسلامية**، الملتقى الدولي الأول، معهد الاقتصاد- المركز الجامعي غرداية، 2011.

113. زايري بلقاسم مهدي ميلود، **علاقة المؤسسات المصرفية بالأزمات المالية في ظل النظامين اليبرالي والإسلامي**، الملتقى الدولي بسطيف، 2009.

114. عبد القوي ردمان محمد عثمان، **الصكوك الاسلامية وادارة السيولة**، المؤتمر الرابع للمصارف والمؤسسات الاسلامية دمشق- سوريا، 2009.

115. معبد علي الجارحي، **الأزمة المالية العالمية والتمويل الإسلامي**، مصرف الإمارات الإسلامي، 2008.

التقارير

116. تقرير حول سوق رأس المال الماليزي، مركز تطوير صناعة الأوراق المالية الماليزية، 2004 .

117. تقرير البنك المركزي الماليزي، 2004، [على الخط]، متاح على: http://www.bnm.gov.my - Bank Negara Malaysia.

118. تقرير مركز تطوير صناعة الأوراق المالية، 2008، [على الخط].متاح على: Securities Commission Malaysia.com.

119. تقرير اللجنة الشرعية الاستشارية الماليزية،2003 .

120. تقرير مركز تطوير صناعة الأوراق المالية الماليزية ، 2008، [على الخط].متاح على: Securities Commission Malaysia.com، (تاريخ الاطلاع 18جانفي 2012).

121. **تقرير مركز تطوير صناعة الأوراق المالية الماليزية**، 2005،.

122. **تقرير مركز تطوير صناعة الأوراق المالية**،2004 .

123. **تقرير البنك المركزي الماليزي**، 2004، ص: 85، [على الخط].متاح على: http://www.bnm.gov.my - Bank Negara Malaysia.

124. **تقرير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية**، البحرين، 2008، ص:33، [على الخط].متاح على: www.AAOIFI.com.

125. **تقرير السوق المالية في دول الخليج العربية**، [على الخط].متاح على: www.badlah.com/page-91.

126. **صكوك حكومة البحرين**، تقرير السوق المالية الإسلامية الدولية، 2010.

127. **تقرير: المشاريع التنموية في دول مجلس التعاون الخليجي**، 2011.متاح على: www.MEED Projects.com.

128. **التقرير السنوي للسوق المالية الإسلامية الدولية، 2010**، [على الخط]. متاح على: www.iifm.com.

129. **تقرير بيت التمويل الكويتي**، 2010 [على الخط].متاح على: www.kfhresearch.com.

130. **تقرير بيت التمويل الكويتي**، 2011، [على الخط].متاح على: www. Zawya.com.

الرسائل والأطروحات

131. نبيل خليل طه سمور، **رسالة ماجستير: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

132. أسامة عبد الحليم الجورية، **رسالة ماجستبر بعنوان: صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد**، جامعة الزرقاء، الأردن، 2009.

133. فؤاد محمد أحمد محيسن، **رسالة ماجستير بعنوان: الصكوك الاسلامية وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

134. سحاسورياني صفرالدين جعفر، رسالة ماجستير: **سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته**، ماليزيا، 2008.

135. فؤاد أحمد محيسن، رسالة دكتوراة بعنوان: **الصكوك الاسلامية وتطبيقاتها المعاصرة**، الأكادمية العربية للعلوم المصرفية، 2009.

136. فؤاد محمد محيسن ، **نحو نموذج تطبيقي اسلامي لتوريق الموجودات** ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، الاكاديمية العربية للعلوم المصرفية والمالية ، الاردن، 2006.

137. محمد أكرم لالدين، **النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا**، رسالة غير منشورة، 2009.

ثانيا:المراجع باللغة الأجنبية

OEUVRAGES

138. [1] Mohammed Boudjellal**, Les acquis et les défis de la finance islamique**, Séminaire international sur Les services financiers et la gestion des risques dans les banques islamiques, Setif- Algerie.

139. Robert Gray , **Development and the Future of the Sukuk Market** , WIBC , Kindom of Bahraian, 2003.

140. Pamphlet: Development in the Malaysian Islamic Capital market, Securities Commission, 2005.

141. Shamsun Hussain, **THE IMPORTANCE OF ISLAMIC FIXED-INCOME SECURITIES IN DEVELOPING ISLAMIC FINANCIAL MARKETS**, CIMB IslamicKuala Lumpur, 2010.

142. Malaysian Debt Securities And Sukuk Market, Bank Negara Malaysia- publication,2009.

143. A Guide For Issurs and Investors, publication by Securities Commission Malaysia,2010.

144. Muhammaad Al-Bachir, Sukuk Market: Innovations and Challenges-investment Bank, Bahrain,2008.

145. Central Bank of Bahrain (Economics & Policy Wing), 2009.

146. SUKUK Back On Track, Kuwait Finance House- KFH Research LTD, 2010.

147. [1] Muhammed Al- amine, **The Islamic Bonds Market**, International Journal of Islamic Finance, vol 3, No 15,2009.

148. Mohaammed Khnifer, **Constructing Sukuk**, Islamicbankingcoorses , 2009.

149. nathif jana adan, **The Sukuk Market Devlopment In Goc contries**, 2009.

150. "Overview of the Sukuk Market" by Professor Rodney Wilson**, Institute of Middle Eastern and Islamic Studies**, University of Durham, UK in the book, 2009.

151. Salman Syed Ali, **Islamic Capital Market** , Distance Learning Course No. 8, 2010.

152. **The Growth of Islamic Capital Markets**, Bursa Malaysia's Experience, Bursa Malaysia, 2010.

153. Development and Regulation of the Islamic Capital Market , **Issues and Challenges**, The quarterly Bulletin of the Securities Industry Development Centre (SIDC), August 2009.

154. **Malaysian Sukuk Market Handbook**, RAM Rating Services Berhad, Kuala Lumpur, Malaysia, 2009.

155. **Desktop research including daily news alert** ,publications & information providers, Jan 2001 17– 31st December 2009.

156. Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) Shari'ah Standards (2004-2005), Manama, Kingdom of Bahrain, 2009.

157. **An Introduction to Islamic Finance**, by Justice Mufti Muhammad Taqi Usmani, 2009.

158. **"Islamic Bonds: Your Guide to Issuing**, Structuring and Investing in Sukuk" , 2010.

159. Jamal Abbas Zaidi**, "Potentiiall Rolle of Crediit Enhancements in Sukuk"**, The First Internatiionall Conference For Isllamiic Sukuk, 2010.

160. Mohd.Edil Abd. Sukor, **Malaysian Sukuk : issues in Acconting standard**, Shariah journal, Vol 16 No.1, 2010

161. Mohammad Arif,**corporate Sukuk Issuance and Prospects**, State of Pakistan, 2011.

REVUES, SEMINAIRES ET THESES

162. Maher Hasan and Jemma Dridi, **Working Paper– The Global Crisis On Islamic Finance**, IMF, 2010.

163. **IIM SUKUK Analysis**, AS of December 2009.

164. Ijlal Ahmed Alvi, **Liquidity Management in Islamic Finance Products & Documentation**, 9th International Islamic Financial Institutions Conference ,Bayt Al Mashora, Kuwait,2010.

165. **The Review**, published by the Central Bank of Bahrain, 2010.

RAPPORTS

166. SUKUK Report, 1ST Edition**, A Comprehensive Study Of The International Sukuk Market** ,,2010, [en ligne]. Disponible sur : www.IIFM.net.

167. **Collaborative SUKUK Report**, Zawya Sukuk Monitor, 2009.

168. **Zawya SUKUK Monitor Report,** 2009, [en ligne]. Disponible sur : www.Zawya.com/ SUKUK.

169. **Report Zawya SUKUK Monitor**, 2010, [en ligne]. Disponible sur www.Zawya.com/ SUKUK.

170. **ISLAMIC FINANCIAL SERVICES INDUSTRY DEVELOPMENT**, idb sokuk report, 2009

171. **Report 30 October**, Sukuk Market Academic Visit by INCEIF's CIFP, 2009.

172. **Ringgit Bond Market report** , 2009 [en ligne]. Disponible sur : http://bondinfo.bnm.gov.my .

173. **zawya Analyisis report of sukuk**, 2011.

174. **zawya data baise,** 2011**,** [en ligne]. Disponiblesur :http://www.zawya.com.

175. **Zawya analysis Report**, zawya data baise, 2011.

176. **Quarterly Bulletin for the Malaysian Islamic Capital Market**, by the Securities Commission Malaysia, 2010.

177. **Growth of The Islamic Capital Market**, The Quarterly Bulletin of The Securities Industry Development Centre (SIDC) Securities Commission, November 2010.

178. **Sukuk investment and Challenges**, Islamic Money market Report, 2011, [en ligne]. Disponible sur : www.iimf.bnm.gov.my.

179. **Bank Negara Malaysia Report**, 2010, p :17 [en ligne]. Disponible sur : websitem :www.bnm.my.

180. **Report of The guide to Sukuk Market**, Liquidity Management center, 2011, p: 36 [en ligne]. Disponible sur : www.imcBahrain.com.

181. **Asset-Bached Islamic Bonds on the way**, iifm chairman, Report publicat by world Islamic Banking Conference, Nov2010.

ثالثا :المواقع الإلكترونية المستعملة

182. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي، قرار رقم 06/11/62، ص:110، [على الخط]، متاح على: www. fiqhacadamy.org .

183. موقع المجمع الفقهي الإسلام [على الخط]، متاح على : www. fiqhacadamy.org.sa

184. المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: **الراصد المالي الإسلامي للأزمة المالية العالمية، تحاليل ومعالجات، رؤية إسلامية**، [على الخط]، متاح على: www.cibafi.com .

185. **التاريخ الشرعي للصكوك**، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الاسلامية، [على الخط]، متاح على: .www.cibafi.com

186. قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 1988 ، [على الخط]، متاح على: www.fiqhacadimy.com .

187. قرة داغي ، **صكوك الإستثمار ودورها في تمويل البنية التحتية**، [على الخط]، متاح على www.qaradaghi.com.

188. موقع قاعدة بيانات البنك الدولي [على الخط]،متاح على : www. Worldbank.org، (تاريخ الاطلاع 15ديسمبر 2011).

189. مؤسسة التمويل المستدام، [على الخط].متاح على:http://ifcext.ifc.org، (تاريخ الاطلاع 17نوفمبر 2011).

190. علاء الدين زعتري، **ماهية الصكوك ودورها في التنمية**، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، 2010، ص:43، [على الخط]،متاح على: www.alzatari.net.

191. الموقع [على الخط]، متاح على: www.arabic peapldaily.com.cn/200208/13، وكذلك موقع السوق المالية الاسلامية الدولية [على الخط]، متاح على: www.iifm.net.

192. إحصاءات خاصة بسنوات 2007-2008، [على الخط]، متاح على: www.zawya.com، (تاريخ الاطلاع 19ديسمبر 2011).

193. احصاءات مركز دبي المالي العالمي، 2010، [على الخط].متاح على موقع السوق المالية الاسلامية الدولية، البحرين: www.iifm.net، (تاريخ الاطلاع 11 جانفي 2012).

194. معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامي، البحرين، [على الخط]، متاح على: .www.aaoifi.com

195. نشرات صحفية ، صندوق النقد الدولي ،2008 ، [على الخط]، متاح على: www.imf.org، (تاريخ الاطلاع 15جانفي2012).

196. كتاب المعايير الاسلامية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية– وتحديثاته، البحرين 2007، ،ص:15، [على الخط]، متاح على:www.AAOIFI.com.

197. عمر راشد، **تطور دور المصارف الإسلامية في التنمية الإقتصادية والإجتماعية**، 2009، [على الخط].متاح على: .www.ukb.kw

198. هيئة الأوراق المالية الماليزية، [على الخط]، متاح على: www.bursamalaysia.com، (تاريخ الإطلاع 10جانفي2012).

199. معطيات منشورة [على الخط]، متاح على: http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pdf.

200. **تقرير اللجنة الإستشارية الشرعية**، 2003 ، ص:5، [على الخط].متاح على: Malaysia International Islamic Financial Centre <http://www.mifc.com.

201. تقرير اللجنة الاستشارية الشرعية ، 2005 ، [على الخط].متاح على:

Malaysia International Islamic Financial Centre <http://www.mifc.com .

199. تقرير اللجنة الاستشارية الشرعية، 2003 ، ص:7، [على الخط].متاح على:

Malaysia International Islamic Financial Centre <http://www.mifc.com .

202. **قاعدة البيانات الماليزية**، ص:13، تقرير [على الخط].متاح على :
.http://staf.uum.edu.my/alib/wb3053/icm.pd

203. **الموقع الرسمي للجنة الإستشارية الشرعية**، [على الخط].متاح على: .http://sc.com.my

204. **دول مجلس التعاون الخليجي**، ص:2، [على الخط].متاح على: Golf
Contrieswww.wikipideya.com/.

205. **هيئة الأوراق المالي البحرينية**،تقرير 2009، [على الخط]، متاح على www.bahrainstock.com.

206. **صناعة المال في البحرين**، ص:4، [على الخط].متاح على:

Islamic Finance Asia
http://www.islamicfinanceasia.com

207. **موقع أخبار البحرين الرسمي**، [على الخط].متاح على:www.Bahnews.com/2011/page11.

208. تقرير مينا لإقتصاديات الخليج،2009، ص:5، [على الخط].متاح على: www.menareport.com.

209. أسامة على الفقير الربابعة، **المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية**، جامعة اليرموك، الأردن، [على الخط].متاح على: www.Verypdf.com.

210. **سوق الصكوك في البحرين**، تقرير بيت التمويل الكويتي، 2010، [على الخط].متاح على:
. www.zawya.com

211. سامر مظهر قنطقجي وبراء منذر أرمنازي، **مؤسسات البنية التحتية الصناعية المالية الاسلامية**، 2006، [على الخط].متاح على: www.Kantakji.org.

212. Davis Langdon & Seah International, 2010 [en ligne]. Disponible sur :
World Construction.com.

213. **نشرة اصدار شركة الكهرباء السعودية للصكوك**، 2010، [على الخط].متاح على: www.se.com.sa .

الخاتمة العامة:

بعد الدراسة النظرية لموضوع صناعة الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير التمويل المستدام؛ وانطلاقاً من الأهداف المسطرة سلفًا،إتضح لناأن السوق المالية الإسلامية تتميز عن السوق المالية الرأسمالية بوفرة المنتجات المالية وتنوعها، فليست مقصورة علىالمشتقات والأسهم والسندات المحرَّمة أصلا، وإنما على أنواع عدة، فضلاً عن أن البضاعة فيها تعبر عن أموال مستثمرة في اقتصاد حقيقي وليست بضاعة مفترضة، وقد تبين لنا أن الصكوك الإسلامية كأبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، قد أصبحت واقعًا فرض نفسه في الساحة المالية العالمية، حتى أصبحت وُجهة العديد من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية، لقُدرتها على توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات كمًّا ونوعا وفق تفضيلات ومتطلبات أصحاب المشاريع بشكل مستدام؛ بعيدا عن التضخم ولاضطرابات المالية، فضلًا عن المواءمة بين العناصر الثلاث : الربحية والسيولة والأمان من المخاطر.

كل هذا يعزز من المزايا التنافسية المستدامة للتمويل الذي تمنحه الصكوك الإسلامية، حيث ركزنا على دراسة السنداتكنموذج لأدوات التمويل التقيليدية من منطلق موضوعي مبينين الحكم الشرعي بتحريم مثل هذه الأوراق المالية على أنها قرض بفائدة والربا حرام، ثم تطرقنا لدراسة الإطار النظري والتكييف الفقهي للصكوك الإسلامية كبديل مناسب للسندات التقليديةمنحيث تعريفها، خصائصها وسماتها التمويلية، مرورا بأنواعهاوعملية تصكيك الأصول، وعلاقة هذه الأصول القابلة للتصكيك بصيغ التمويل الإسلامية، والضوابط الشرعية والفنية التي تحكم آلية إصدارها وكذا تداولها في السوق الثانوية، كما تعرضت الدراسة لسوق الصكوك الإستثمارية والتجارب العملية في إصدارها فضلا عن أهم نقاط الإختلاف مع السندات التقليدية، وصولا الى تبيان دور وأثر هذه الصناعة في تطوير وإرساء أُسُس تمويل مستدام بآليات عمله وضوابط استقراره ومشاريعه المنتقاة على أساس المردودية الإقتصادية والقيمة المضافة في التنمية المستدامة في المجتمع.

ويمكن إيجاز أهم النتائج التي تم التوصل اليها في النقاط التالية :

أولا: بالنسبة لصناعة الصكوك الاسلامية

1. هي 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 الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله.

2. إن الصكوك الإستثمارية الإسلامية تختلف عن سائر الأوراق المالية التقليدية وأنها بديل عنها كلها، وعليه يمكن الإستغناء بها عن السندات الربوية المحرمة.

3. تتفوق الصكوك الإستثمارية الإسلامية على الأوراق المالية التقليدية بما فيها السندات، بأنها لا تتعرض لمخاطر سعر الفائدة؛ نظرا لعدم الإعتداد بها ولا بمعدلاتها. كما أن الصكوك الإستثمارية الإسلامية تمثل ملكية حصة شائعة في أصول مالية حقيقية، وهذه الأصول ترتفع أسعارها في أوقات التضخم مع الإرتفاع في المستوىالعام لأسعار السلع والخدمات، مما يعني أن الصكوك الإستثمارية الإسلامية لا تتأثر بالتضخم إلا إيجابا.

4. تُعتبر الصكوك الإسلاميةالبديل الشرعي للسندات، مثلما أن المرابحة وصيغ الهامش المعلوم الأخرى هي بديل للقرض، وهي تصدر مقابل أصول، وغالباً ما تكون عقارية أو أصول أوراق مالية ذات عائد، والصكوك تكون على مدى متوسط أو بعيد في العادة خمس سنوات وأكثر، وتتنوع إلى حوالي أربعة عشر نوع نذكر منها:

أ. **صكوك الإجارة:** وهي تُطرح لجمع مبلغ لشراء عين كبير وتأجيرها تأجيراً تشغيلياً أو منتهياًبالتمليك لجهة ما، ويوزع عائد أقساط الإجارة على حملة الصكوك، مع ردِّ جزء من قيمة العين إن كان تأجيراً منتهياً بالتمليك، ويتم تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية الإسلامية لأن حامل الصك يملك الجزء الشائع الذي يمثله الصك في العين المؤجرة. وميزة هذه الصكوك أنها تدِرُّ لحاملها عائداً ثابتاً هو نصيبه في أقساط الإجارة، وبالتالي ففيها غَناء عن السندات ذات الفوائد الربوية التي تتميز بوجود عائد ثابت محدد مقدماً.

ب. **صكـــوك المشـاركة:** (سواء كانت ثابتة أو متناقصة) وتطرح لجمع مبلغ من المال يمثل حصته في رأس مال الشركة (مثل الأسهم) ولكن تختلف عنها في كونها مؤقتة بمشروع معين أو مدة معينة، ولحامل الصك الحق في ملكية جزء شاسع من صافي أصول الشركة وحق في الربح الذي يتحقق، ويمكن تداولها بقيمة سوقية مُعبِّرة عن التغيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة ومعدل الربح الموزع.

ج. **صكوك المضاربة:** وهي مثل صكوك المشاركة، والإختلاف فيها أن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح، والمضارب (مدير العملية) يحصل على جزء، أما الخسارة العادية التي لم يتسبب فيها مدير المضاربة فيتحملها حملة الصكوك.

د. **صكوك المرابحة:** وتُطرح لجمع مبلغ لتمويل عملية شراء سلعة وبيعها لعميل بتكلفة الشراء زائد ربحا يتفق عليه عند عقد البيع، ويكون لحملة الصكوك الحق في المبالغ المحصلة من العميل كاسترداد أو إطفاء لصكوكهم إضافة إلى الربح المُحدد في العقد، وهذه لا يمكن تداولها لأنها دين الصك الذي عليه بالقيمة الإسمية.

هـ. **صكوك السَّلم:** تُطرح لجمع مبلغ لتسليمه إلى مورِّد لشراء سلعة منه تُسلم بعد مدة ويكون حق حامل الصك مُؤجلاً إلى حين استلام السلع وبيعها، فتُصفَّى الصكوك بالحصول على المبلغ الأصلي زائد الربح من بيع السلعة، وهذه لا يجوز تداولها لأنه لا يجوز بيع السَلَم قبل قبضه من ناحية، ولأنها تمثل ديناً وتداول الديون له ضوابط لا يتيسر معه تداول الصكوك.

و.**صكوك الإستصناع:** وتُطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أوصناعة آلة مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمناً لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمن البيع، وهذه لا يجوز تداولها مثل السَّلم.ومن الجدير بالذكر أنه يمكن اشتقاق صكوك أخرى من هذه الصكوك بتعديل في بعض شروط الإصدار.

5. يتم الإكتتاب بالصكوك من عدة جهات، وتحصل الشركة على نقد فوري مقابل هذه الصكوك بفائدة أو ربح سنوي ثابت، ويمكن تداول هذه الصكوك من قبل الجهات المالية التي أصدرتها، ويمكن أيضا تحويلها إلى أسهم (متوافقة مع أحكام الشريعة) إذا كانت صكوكا قابلة للتحويل وهذا ما يميزها عن القرض، حيث أن الأخير لايمكن تحويله إلى أسهم.

ثانيا. الصكوك الاسلامية والتمويل المستدام

1. إن النظرة المعاصرة للتمويل المستدام هي الحصول على الأموال واستخدامها لتشغيل أو تطوير المشاريع الفعالة ذات القيمة المضافة والتي تخدم الأهداف الإنمائية للمجتمع، وتتوزع ثمارها على كل مستويات التنمية الإقتصادية والإجتماعية والبيئية وفق مفهوم الإستدامة المعاصر، والتي تتركز أساساً على تحديد أفضل مصدر للحصول على أموال من عدة مصادر متاحة بالأسلوب والشروط المناسبة.

2. يُعرف أيضاً التمويل المستدام بالتمويل الأخضر الذي يعني إستدامة تمويل المشاريع البيئية والإقتصادية والإجتماعية التي تحفظ الثروة للجيل الحالي والأجيال اللاحقة، عن طريق ضمان كفاءة تعبئة المدخرات وفعالية توجيه الإستثمارات نحو مشاريع ذات قيمة حقيقية مثل البنية التحتية والطاقات المتجددة والبيئة..

3. تؤثر صناعة الصكوك الإسلامية في ضمان التمويل المستدام بمشاريعه المُنتقاة، من خلال تطبيق الفلسفة الإسلامية للإدارة والتي تقوم على أساس المُمازجة بين الأخلاق والدين، والربط بينهماوعدم التفريق بين القاعدة الأخلاقية والتشريعية وكذا المصلحة الإقتصادية في تمويل مشاريع التنمية.

4. التمويل بالصكوك الإسلامية يعتمد على معدلات المشاركة المتنوعة والمرتبطة بالديناميكيةالإقتصادية الحقيقية، في حين يعتمد التمويل التقليدي على آلية الفوائد الربوية المسبقة التي تنمي الإقتصاد الوهمي الذي لا يرتبط في كثير من الحالات بالإقتصاد الحقيقي.

5. فلسفة التمويل الإسلامي عبر الصكوك الاسلامية تَكمُن في الربط المباشر بين التمويل وبين الهدف المراد استخدام التمويل لأجله.

6. كفاءة التمويل المستدام مرتبطة بكفاءة نظام اجراءات آلية عمل الصكوك الإسلامية وكفاءة الأسس والقواعد الشرعية والمعايير الموضوعية، والتي نذكر منها :

- معيار ارتباط التمويل بالإقتصاد الحقيقي؛
- معيار ارتباط التمويل بالحركية التجارية الحقيقية؛
- معيار المنافع الحقيقية والأولويات الإنمائية، حيث تتم بحسب ما تقتضيه منظومة العقلانيةالإقتصادية، وبالشكل الذي يحقق أكثر المقاصد الشرعية وأولها حفظ المال وتنميته؛
- معيار المشاركة في نتائج المشاريع الإستثمارية؛
- معيار الوضوح والشفافية والذي يؤكّد على أهمية الشفافية والوضوح تحديد بدقة الهدف من التعاقد والمقصود منه، بما يساعد فيتحجيم المديونية ومنع نموِّها دون ضوابط.

7. توجيه التمويل لتوليد القيمة المضافة وتعزيز النموالإقتصادي؛ وهذا ما يسمح بتحقيق عائد للتمويل من خلال القيمة المضافة التي أسهم في إيجادها.

8. خاصية الإستثمار الحقيقيالتي تقدمه الإستثمارات وفق الصكوك الإسلامية كفرصة لإثبات ان الإستثمار الناتج من الفائدة غير حقيقي، وأنه يؤول إلى إغناء المُرابي وإيذاء المُقترِض المُعسر حتى وإن تمثل في الدولة مثل ماهو الحال في العديد من الدول الغربية كاليونان والبرتغال وإيطاليا وإسبانيا.

9. تُمكِّن الأساليب الإستثمارية الإسلامية من وضع الحلول للمعوقات المادية التي تواجهها، مثل قِلة السيولة وانعدام الثقة بالمستثمرين والشركات واحتمالات المخاطرة بقرار الإستثمار وسوء توزيع الارباح والخسائر بين المساهمين أو المشاركين، وعدم اشتراك صاحب المال مع صاحب الخبرة في العملية الإنمائية.

10. تُقدِّم قاعدة المشاركة في الغنم والغرم مزايا كثيرة لصالح العملاء، فهي تدفع الجهة المُموِّلة إلى تسخير كل إمكاناتها في الدراسة والتحليل والتقويم لاحتمالات نجاح المشروع، وبذلك تُعين العملاء على عدم الدخول في مشروعات لا تَثْبُت جدواها الإقتصادية والإجتماعية.

11. كفاءة الصكوك الإسلامية في تحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر على المستثمرين، حيث يتوزع عبء هذه المخاطرعلى أمرين:المشتركون المساهمون في النشاط الإستثماري ضمن الصكوك الإستثمارية، والثاني تنويع صيغالإستثمارات.

12. أثر الصكوك الإسلامية في تطوير الكفاءة التشغيلية للتمويل المستدام يتبين من خلال:

- بديل لسد الإحتياجات التمويلية للموازنة العامة؛
- الفعالية في تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد على الإستثمارات؛
- رفع كفاءة تعبئة المدخرات والفعالية في توجيه الموارد على الإستثمارات المُجدية تنمويًا وسد الإحتياجيات التمويلية المختلفة(الكفاية التمويلية)؛
- دور الصكوك الإسلامية في تمويل وتوجيه المشروعات التنموية.

13. كفاءة الصكوك الإسلامية في احتواء الأزمات المالية والتقلبات الدورية تتلخص في العناصر التالية:

- الصكوك الإسلامية أداة رئيسية لتوسيع قاعدة الإدخار الوطني المُعد للإستثمار؛
- الصكوك الإسلامية أداة لتوسيع قاعدة الإستثمار الوطني؛
- الصكوك الإسلامية تُساهم مبدئيا في مقاومة التضخم، وبالتالي في استقرار الإقتصاد؛
- قدرة التمويل وفق الصكوك الإسلامية على توزيع المُتاح من الموارد النقدية على أفضل الإستخدامات؛
- الصكوك الإسلامية تساهم في استدامة التمويل بالتوزيع العادل للدخل الوطني؛
- كفاءة الصكوك الإسلامية في استدامة التنمية الإجتماعية.

ومن خلال دراسة الحالة التي جاءت كدراسة مقارنة لصناعة الصكوك الاسلامية بين ماليزيا ودول الخليج، خلصنا إلى النتائج التالية:

1.إن نجاح صناعة الصكوك الإسلامية في ماليزيا ودول الخليج، لا يرتبط بجودة وكفاءة إدارة السيولة والمشاريع فحسب، بل يرتبط أيضاً بالرقابة الشرعية، فاللجنة الإستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وكذا الخليجية تلعب دوراً عظيماً في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في المنطقة، وتضطلع بالأعباء الكبيرة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأدوات المالية الشرعية أو تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية في معاملات السوق.

2.حتى الآن تعتبر ماليزيا أكبر سوقإسلامي حيث تم فيه إصدار ثلاثة أرباع الصكوك الإسلامية العالمية على مدى العقد الماضي بلغ عددها 200 إصدار بقيمة إجمالية 31.5 مليار دولار، تليها الإمارات العربية المتحدة بإصدارات كبيرة الحجم وقليلة العدد بقيمة 21.7 مليار دولار، كما تنشط شركات الغاز والنفط بشكل خاص في هذا البلد بشكل كبير في إصدار الصكوك، فشركات مثل شل ماليزيا وبتروناس الحكومية تقوم بإدارة صكوك بمليارات الرينجيت.

3.إن التجربة الماليزية في إصدار الأدوات المالية الإسلامية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا على أساس البيع بالثمن الآجل، والمرابحة، والاستصناع والتي لم يقرها مجمع الفقه الإسلامي كونها صورة لبيع العينة المحرم شرعاً، إذ أن معظم العلماء السابقين والمعاصرين على المستوى العالمي لم يجيزوا بيع العينة وبيع الدين اللذين يطبقان في بنية الصكوك الإسلامية في ماليزيا.وفي المقابل تبقى ماليزيا لديها سوق ثانوية رائدة في القدرة على تسييل الصكوك.

4.إن التجربة الماليزية في إصدار الأدوات المالية الإسلامية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا على أساس البيع بالثمن الآجل، والمرابحة، والاستصناع والتي لم يقرها مجمع الفقه الإسلامي كونها صورة لبيع العينة المحرم شرعاً، إذ أن معظم العلماء السابقين والمعاصرين على المستوى العالمي لم يجيزوا بيع العينة وبيع الدين اللذين يطبقان في بنية الصكوك الإسلامية في ماليزيا.وفي المقابل تبقى ماليزيا لديها سوق ثانوية رائدة في القدرة على تسييل الصكوك

5. تعدد مؤشرات القياس الإسلامية حسب نوع النشاط الإقتصادي والتنموي، حيث توجد مؤشرات داو جونز الإسلامية للتكنولوجيا، والاتصالات، والصناعة ، والنفط والغاز، والخامات المالية بما يعبر عن ارتباط التمويل الاسلامي بالهدف المراد منه كمدخل للتمويل المستدام.

6.مقارنة مع بعض دول مجلس التعاون الخليجي، تستخدم ماليزيامجموعة متنوعة من الهياكل المختلفة في حين أن دولة الإمارات العربية المتحدة والسعودية على سبيل المثال تتمسك

بمجموعة قليلة من الهياكل ويرجع ذلك إلى التقييم المستقل والمختلف لهياكل الصكوك المقبول وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية .

7.إستخدمت ماليزيا خمسة مبادئ للشريعة الإسلامية لتعبئة الأموال التي قد تعتبر أكثر تنوعا من المناطق الأخرى. ومع ذلك، شهد العام 2009 اعتماد صكوك المشاركة والمرابحة والإجارة على المبادئ التي لديها سهولة وفقا لتوجههم الفقهي عندما تم هيكلة إصدارات هذه الصكوك، وقد اعتمدت ماليزيا على هذه المبادئ الثلاثة لأنها تعمل على تلبية احتياجات المستثمرين المحليين مع القدرة على توليد الدخل من مصادر الموجودات ومن التدفقات النقدية.

8.فيما يتعلق بالنمو في كل من الإصدارات الدولية وإصدارات الصكوك المحلية، توصلنا الى استنتاج مفاده إلى أنه حتى عام 2007 كان هناك نمو مرتفع في إصدارات الصكوك الدولية والمحلية حيث وصل عدد الصكوك المؤسساتية إلى97 إصدار مقابل 68 للإصدارات السيادية، ولكن لسوء الحظ، كان هناك تراجع في نمط النمو بسبب ضغوط الإئتمان. ومع ذلك، في النصف الأول من عام 2009 وحتى 2011 أظهر منحنى النمو مرة أخرى إشارات على انتعاش سوق الصكوك حيث يُتوقع أن تسجل إصدارات الصكوك بنهاية العام الجاري نمواً يتراوح بين 25% إلى 30% لتتجاوز حاجز 200 مليار دولار، ونمو إجمالي للعشر سنوات القادمة بمعدل 15% إلى 20% سنويا، لتصل إلى حوالي 1.3 تريليون دولار.

9.تم تسجيل ما مجموعه 430 إصدار دولي في المرحلة (2002- 2007)، بقيمة إجمالية تفوق 400 مليار دولار، منها 61.9 مليار دولار ظلت معلقة لنهاية سبتمبر 2009، وشهدت الفترة طفرة في إصدار الصكوك، حيث أن ارتفاع أسعار النفط أدى لانتعاش إقتصادي سريع في منطقة الشرق الأوسط والشرق الأقصى ما أدى الى إصدار الصكوك بمستويات قياسية جديدة.

10. جذبت إصدارات الصكوك اهتماما كبيرا من جميع اللاعبين في السوق، وارتفعت عائدات النفط والغاز لدول مجلس التعاون الخليجي بسبب ارتفاع أسعارالمحروقات، بالإضافة للطفرة العقارية والتجارية ما ساهم في جذب المستثمرين العالميين من بنوك ومؤسسات مالية في الشرق الأوسط وآسيا،بالإضافة إلى بلدان إسلامية وبعض المؤسسات الدولية غير الإسلامية، مثل البنك الدولي.

11. تبين من خلال تحليل إصدارات الصكوك الإسلامية المطروحة للإكتتاب الدولي من ناحية هيكل العقود المعتمدة في هذه الإصدارات، بين أن صكوك الإجارة جاءت في مقدمة الهياكل المعتمدة بشكل كبير في إصدارات الصكوك الدولية بنسبة 52%، تليها صكوك المشاركة بنسبة 14%.

12. أما صكوك الإجارة المحلية المطلوبة بشكل كبير من طرف المستثمرين فبلغتنسبة 34%، تليها صكوك المشاركة بنسبة 31% ثم صكوك المرابحة بنسبة 14%، وهذا دون شك للمزايا التي توفرها هذه الصكوك فيم يخص سهولة الإجراءات المعتمدة في إصدار وتداول هذه الصكوك، وكذا سهولة دعم الأصول في صكوك الإجارة.

13. زاد الإقبال على إصدارات الصكوك السيادية من طرف المستثمرين لارتياحهم لمنحنى المخاطر الأفضل المرتبط بها، مثلا فيعام 2008 تعدت الصكوك السيادية نسبة 44% من حيث عدد الإصدارات ونسبة 10% من حيث القيمة حيث بلغت 16مليار دولار.

14. كانت الغالبية العظمى من إصدارات الصكوك تحت سقف 100 مليون دولار سيادية (أي من الحكومات) بنسبة 60% من إجمالي الإصدارات، ويبقى الهدف من ذلك هو تعزيز إدارة السيولة للبنوك الإسلامية وإنشاء منحنى العائد بما يدعم انشاء مؤشر تسعير إسلامي مثل الليبور.

15. من ناحية **الأداء المالي**، فلقد أبدت الصناعة المصرفية الإسلامية بصورة كلية نتائج إيجابية في السنوات الثلاث الأخيرة حيث سجلت كل من الربحية والأصول لأول مرة مبلغاً قدره 450 مليار دولار بين ماليزيا ودول الخليج فقط، حيث ازداد مبلغ الأصول ليسجل زيادة قياسية، الأمر الذي يعكس نمواً قوياً بنسبة 80 في المائة ويمثل أكثر من 15 في المائة من اجمالي الأصول في النظام المصرفي الإسلامي.

16. بالنسبة **لإدارة السيولة**، فلقد تم إصدار تشكيلة متنوعة من الصكوك، حيث رأينا في العشر سنوات الأخيرة أنه تم استخدام صكوكالإجارة والمرابحة والمشاركة والإستثمار، كماقدم البنك المركزي الماليزي أداة مالية إسلامية جديدة تعرف باسم "صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي"،وتم إصدار هذه الصكوك في فبراير 2006م بواسطة شركة ذات غرض خاص هيBNM SukukBerhad.

17. من حيث **الإشراف الشرعي** فلقد استمرت البنوك المركزية في تقييم مدى التزام المؤسسات المالية الإسلامية بمبادئ الشريعة والإجراءات الإدارية الرشيدة، حيث يقوم البنك المركزي الماليزي وكذا البنوك المركزية في دول الخليج بالتأكد من قيام اللجان الشرعية بدورها بصورة فاعلة في تقديم النصائح المناسبة والتأكد من التزام العمليات المصرفية اليومية بالشريعة الإسلامية في إجراءاتها اليومية، كمراقبة مدى فاعلية جدار الحماية الشرعي للتأكد من عدم وجود أي إختلاط بين الأموال الإسلامية والأموال التقليدية في عمليات الإصدار أو التداول للصكوك الاسلامية، كما يطلب من المدققين الداخليين القيام بدورهم بصورة دقيقة للتأكد من التزام المؤسسات المصرفية الإسلامية بمبادئ الشريعة، وذلك بصياغة برنامج شامل لمراقبة مدى توافق العمليات لأحكام الشريعة، وبتزويد أنفسهم بالعلوم الضرورية للقيام بمهامهم.

18. **الأنشطة التمويلية:**على مدى العقد الماضي مع إزدهار سوق الصكوك، تستفيد قطاعات مختلفة في جميع أنحاء العالم من خصائص فريدة تمنحها الأوراق المالية الإسلامية، فالقدرة على تعبئة الأموال لمشاريع النفط والغاز مثل كامرون الشرق في الولايات المتحدة والمشاريع العقارية في أبوظبي مثل صكوك شركة صروح العقارية، يوضح السبب في تزايد الطلب بسرعة على الأوراق المالية الإسلامية.

وكانت الإصدارات البارزة لصكوك الشركات الماليزية في هذه الفترة:

- 3.5مليار دولار صكوك Binaring MTN؛
- 1.9مليار دولار صكوكCagamas IMTN؛
- 1.6مليار دولار صكوكTanjung Bin Power؛

وقد ساهمت الشركات الخليجية أيضا بنصيبها من قيمة اصدارات الصكوك العالمية للشركات، حيث سمح الإزدهار الإقتصادي الذي حدث في دول مجلس التعاون الخليجي لمجموعة واسعة من الشركات العاملة بإصدار صكوك في مختلف القطاعات، وهذا يشمل:

- الدار العقارية للصكوك بقيمة 2.5 مليار دولار استثمار في القطاع العقاري؛
- صكوك سابك الثانية باستثمار 2.1 مليار دولار في قطاع النفط والغاز ؛
- صكوك موانئ دبي العالمية الثانية بقيمة 1.5 مليار دولار في قطاع النقل؛

وكانت الصكوك شبه السيادية الرئيسية من ماليزيا في هذه المرحلة هي :

- RantanAbangكابيتل IMTN بصكوك قيمتها 2.0 مليار دولار؛
- صكوك Plus Senior بقيمة 1.0 مليار دولار؛
- الخزانة العالمية لتبادل الصكوك الثانية بقيمة 850 مليون دولار.

وكانت كبرى الصكوك شبه السيادية التي نشأت من دول مجلس التعاون الخليجي:

- صكوك النخيل بقيمة 3.2 مليار دولار؛
- صكوك PCFC بقيمة 3.5 مليار دولار؛

ثالثا: الإجابة على الفرضيات

في ظل النتائج المتحصل عليها من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية لصناعة الصكوك الاسلامية ودورها في تطوير التمويل المستدام، يمكن الإجابة على الفرضيات التي ورد ذكرها في مقدمة البحث بالشكل التالي:

1-**الفرضية الأولى** والتي مفادها: تُعتبر الصكوك الإسلامية بديلا شرعيا ومناسبا للسندات التقليدية، محققة بدرجة عالية وبالتالي مقبولة.

2- **الفرضية الثانية** والتي مفادها:تساهم صناعة الصكوك الإسلامية بشكل إيجابي في إرساء وتطوير أسس تمويل مستدام كفؤ وفعال، محققة بدرجة عالية وبالتالي مقبولة .

3-**الفرضية الثالثة** والتي مفادها: ساهمت التجارب الرائدة في كل من ماليزيا والخليج في تطوير صناعة الصكوك الإسلامية عبر تطوير الأدوات الأكثر نجاحا ومشروعية وذات الأثر التنموي المستدام، محققة بدرجة عالية وبالتالي مقبولة.

رابعا. العقبات:

مع ذلك،لا يزال هناكعدداً من العقبات التي تقف حجر عثرة أمام الإزدهار المنتظر لإصدارات الصكوك الإسلامية،وهذا يشمل:

1.أول تلك المآخذ غياب المعايير الفقهية الموحدة في هذا الصدد، حيث نستبعد أن يكون التضارب بين الفتاوى راجعاً إلى أهواء أو مصالح شخصية، أي أن اختلاف الآراء سببه أن كل مدرسة فقهية تسعى لتقديم الصورة الأنسب من الناحية الشرعية لتلك الأدوات.

2.ثمة مأخذ يتعلق بغياب روح الإبداع والابتكار بما يسهم في تقدم صناعة الخدمات المالية المتوافقة مع الشريعة، حيث أن أغلبية الفقهاء يؤثرون السلامة بعدم قبول أية ابتكارات في الصكوك.

3.ثمة مشكلة تتلخص في ندرة الكوادر الفقهية التي تُلم بقطاع الخدمات المالية، كما أن هناك غموضاً فيما يتعلق بمهام الفقهاء في المؤسسات المالية .

4.غياب السيولة في الأسواق الثانوية كأهم العقبات أمام نمو الصكوك، حيث نجد أن الأسواق الثانوية للأدوات الإسلامية تفتقد الأساسيات التي تحتاج إليها لتوظيف سوق الدين بفاعلية، ومنها:

- غياب معدلات استرشادية benchmark rate متوافقة مع الشريعة، وهو ما أدى إلى الإستعانة بتلك الخاصة بالأسواق التقليدية مثل سعر الليبور لتحديد أسعار الأدوات الإسلامية؛
- يضاف إلى هذا ضآلة السيولة، وقلة عدد المشاركين في الأسواق الثانوية الإسلامية، وكذلك محدودية اختيار الأصول التي يمكن استخدامها كضمانات.

5. عدم توحيد المواصفات الفنية نظرا لبعض الإختلافات في الضوابط الشرعية التي تحكم اصدار الصكوك الاسلامية بين ماليزيا والخليج،ولا سيماعندمايتعلق الأمر بتفسيرات وتأويلأحكام الشريعة الإسلامية.

6. الدعاية السيئةنظرالإلىالتخلف عن دفع مستحقات الصكوك في آجالها، بما يساهم في خلقترددفي أوساط المستثمرين المحتملين.

7. صعوبة إجراءات عمل الصكوك الإسلامية في بعض البلدانبسبب التشريعاتوالقوانين القائمةالتي تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

8. عدم التجديد والإبتكار لمزايا وأنواع جديدةمن الصكوك مع الإعتماد الكبير على مستحقات الديون، يرفع منمخاوف الخبراء في هذه الصناعة.

9. ليس هناك تسويق حقيقي للصيرفة الإسلامية مثل ما يحدث في الصناعات المالية الأخرى، وأن عدم وجود منتجات محرمة لا يكفي لترويجها.

خامسا. التوصيات

وبناء على هذه النتائج توصلنا إلى مجموعة من التوصيات من أهمها:

1. يحتاج الأمر إلى كثير من المرونة بحيث يمكن للفقهاء أن يسهموا في تحديث تلك الصناعة وتنميتها، ذلك أن الشرع يفتح باب الإجتهاد أمام المستجدات مع مراعاة لأحكام الشريعة.

2. يجب أن تكون الهيئات الشرعية مستقلة عن المؤسسات المالية، وأن تكون لها الحرية في المتطلبات الشرعية، والخطوات التي يجب على المؤسسة المالية اتخاذها كي تضمن مطابقة منتجاتها للشريعة، ويجب أن يكون رأي الفقهاء ملزماً لا أن تكون آراء استشارية قد يؤخذ بها أو لا.

3. من الأهمية بمكان توفير السيولة في أسواق الدين، وذلك من خلال تطوير سوق الصكوك الحكومية، وذلك من خلال عدد من المقاييس :

- إصدار صكوك سائلة بانتظام على أن تكون متفاوتة من حيث المخاطر، وتغطي مُددًا مختلفة تتراوح بين أسابيع وعقود؛
- توفير بيئة تنظيمية تضع الخطوط العريضة للمصطلحات، والظروف، والمخاطر للبنوك وشركات التأمين والسماسرة ومديري الأصول وغيرهم؛

- يجب أيضاً توفير بنية تحتية فاعلة للسوق تستوعب المستثمرين المحليين والأجانب، وتعمل على ضمان نجاح الإصدارات المالية؛
- كما يجب على البنوك المركزية أن تعمل ـ نيابة عن الحكومة – على تبني برنامج للإصدارات يحدد مواعيد وقيمة وشروط وحجم الصكوك المزمع طرحها.

4. دعوة المؤسسات المالية الإسلامية إلى توحيد جهودها في مجال الإستثمارعموما وتنظيم وإصدار الصكوك الإستثمارية الإسلامية وتداولها خصوصا، للتغلب على المصاعب التي تواجهها نتيجة لعملها في بيئة تسودها المؤسسات المالية التقليدية.

5. إنشاء مركز متخصص لإدارة وتنظيم الصكوك الإستثمارية الإسلامية ووضع معايير فنية موحدة بين المؤسساتالمالية الإسلامية،وعقد ندوات ومؤتمرات وإعداد دراسات وأبحاث متخصصة، والمساهمة في تكوين أكاديميين متخصصين لتلبية الحاجة العلمية لهذه المؤسسات.

6. حري بصكوك استثمارية أُريد لها منافسة الأوراق المالية التقليدية ألا تكون مبنية على أسس خلافية وعليه، فإن الهيئات الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية هي الأخرى مطالبة بتوحيد جهودها للتوصل إلى قواعد مالية إسلامية موحدة حيال كل القضايا الجوهرية المختلف فيها شرعيا، ووضع معايير ملزمة لكافة المؤسسات المالية الإسلامية العاملة في سوق المال بحيث يُمنع الترخيص لأية مؤسسة بطرح صكوكها الإستثمارية في السوق المالية الإسلامية العالمية إلا بعد التزامها بتلك المعايير.

7. زيادة فعالية هيئات الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية، حتى تقوم بواجبها تجاه تنقية التعاملات المالية الإسلامية من المخالفات الشرعية، من خلال تعيين كوادر متخصصين في العلوم الشرعية والصيرفة الإسلامية والتقليدية، ومنحها صلاحيات أوسع لتقوم بواجبها بحياد تام.

8. إنشاء هيئات ومؤسسات مساعدة تقوم بالعمل على تنفيذ النتائج والتوصيات المتوصل إليها في الأبحاث والدراسات والمؤتمرات والندوات المتخصصة في مجال الأسواق والمنتجات المالية الإسلامية وترجمتها إلى إجراءات عملية ملموسة.

9. توجيه الدارسين للعلوم الإقتصادية للإلمام بدراسة المعاملات في الفقه الإسلامي لوضع منهج نظري عملي متكامل للإستثمار في الأسواق المالية.

10. تفعيل التفاهمات والإتفاقات المتعلقة بالتعاون الإقتصادي والتنموي الموقعة بين الدول الأعضاء في منظمة التعاون الإسلامي، وتنفيذها عمليا لدعم جهود تطوير السوق المالية الإسلامية العالمية الوليدة، لتحقق أهدافها في اجتذاب المدخرات الإسلامية في البنوك والأسواق العالمية لاستثمارها في المنطقة الإسلامية.

11. ضرورة إنشاء بورصات أوراق مالية محلية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية من خلال التأصيل الفقهي وإعداد وتهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها، وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقها.

12. ضرورة استقلال البورصة الإسلامية للأوراق المالية عن البورصة التقليدية الحالية لضمان التزام أنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء بشكل خاص.

13. ضرورة التعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية ونظيراتها في الخليج ومشاركي السوق لضمان تحقيق أهداف الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي، لاسيما الهدف المتعلق بضمان تطوير سوق رأس المال الإسلامي كمركز للتمويل المستدام وتدعيمه على المستوى العالمي في المستقبل.

سادسا: آفاق البحث

كدراسات مستقبلية لموضع الصكوك المستقبلية يمكن أن نقترح المواضيع والإشكاليات التالية:

1. دور الصكوك الإسلامية في إدارة السيولة كمدخل للتمويل المستدام.
2. نحو مؤسسات تصنيف إسلامية ودورها في تطوير صناعة الصكوك الإسلامية.
3. إشكالية غياب المعايير الشرعية الموحدة ودورها في تطوير صناعة الصكوك الإسلامية.

وَصَلَّى اللَّه عَلَى سَيِّدِنَا مُحَمَّد وَعَلَى آلِه وَصَحبِه وَسَلَّم أَجمَعِين وَالحَمدُ للَّهِ رَبِّ العَالَمِين.