



ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم)

المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة

خلال الفترة ١٠ - ١١ جمادى الآخرة ١٤٣١هـ، الموافق ٢٤ - ٢٥ مايو ٢٠١٠م

بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية

# تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول

إعداد

الأستاذ المشارك الدكتور سعيد محمد بوهراوة

الأستاذ المشارك الدكتور أشرف وجدي دسوقي

الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية ماليزيا

الرعاية



الراعي الإعلامي



الخدمات المصرفية الإسلامية



مجموعة المصرفية الإسلامية

## مقدمة

إن تطوير سوق رأس مال فعال، مطلب حيوي لتوفير فرص تمويلية بديلة للأفراد والمؤسسات والحكومات. ذلك أن طرق أبواب سوق رأس المال يسمح للمؤسسات التي تسعى للحصول على أموال الوصول إلى أكبر قدر ممكن من المستثمرين، وهو ما يعنى التمتع بأكبر قدر ممكن من التمويل وبأسعار منافسة. أضف إلى ذلك أن هذه السوق توفر سيولة مهمة للمستثمرين من خلال تداول هذه الأدوات في السوق الثانوية. ونفس الأمر يقال عن سوق رأس المال الإسلامية بوصفها أحد المكونات الرئيسية للنظام المالي الإسلامي. فقد أسست لتفعيل الدور الاستثماري وكذا توفير الموارد المالية. كما أسست لدعم قطاع الصيرفة الإسلامية، والمساهمة في تنشيط الاقتصاد الإسلامي، وتجنبيه المعاملات المحرمة.

إن سوق رأس المال الإسلامي تتناول بصفة عامة مكونين رئيسيين اثنين: سوق الاستثمار في رؤوس الأموال وسوق المداينات. الأولى تتناول المتاجرة في الأوراق المالية الإسلامية والأسهم ومبادلة الأدوات المالية القابلة للتداول، بينما تمثل الثانية في الغالب الصكوك التي تعد أكثر أدوات سوق المداينات الإسلامية فعالية. إن هذه الصكوك تمثل الحلقة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، فقد وصل حجم إصدار الصكوك إلى أغسطس ٢٠٠٩م ١٣٣ مليار دولار ما جعلها أكثر وأشهر أدوات سوق رأس المال الإسلامية.

وبالرغم من الإنجاز الكبير الذي حققته سوق رأس المال الإسلامية من إصدارات للصكوك، وكذا الطفرة الهائلة في تطورها واكتساحها للسوق المالية، فإن هيلكة بعض منتجات هذه الصكوك وبحكم محاولتها الاستفادة من الهيكلية التقليدية للسندات، وكذا محاولة تحقيق الفوائد الإقتصادية التي سعت هذه السندات التقليدية إلى تحقيقها اتهمت بانحرافها عن مبادئ الشريعة الإسلامية ومحاكاتها للمنتجات الوضعية المتلبسة بالربا. وهذه الورقة محاولة لتسليط الضوء على إحدى القضايا المتعلقة بأحكام الصكوك القائمة على أصول<sup>1</sup>، وهي قضية القبض المرتبطة بقضية الملكية. وسيتم بحث هذه الإشكالية من خلال مناقشة قضايا ثلاث رئيسية وهي: حملة الصكوك ومدى اهتمامهم بالأصول محل العقد، والقيود على حق التصرف في الأصول، والاجتهاد الواجب أو العناية الواجبة فيما يتعلق بالأصول.

<sup>1</sup> يسمى هذا النوع من الصكوك كذلك الصكوك غير المدعومة بالأصول، والصكوك غير المنبثقة عن الأصول، والصكوك غير المثلة للملكية وتسمى بالإنجليزية Asset-Based Sukuk، بينما تسمى الصكوك المدعومة بالأصول، الصكوك المثلة المضمونة بالأصول، والصكوك المستندة على الأصول والصكوك المسندة، والصكوك المثلة للملكية، ويطلق عليها بالإنجليزية Asset-Backed Sukuk، ولأن هذه الورقة لا تهتم بترجيح المصطلحات، فإنه سيعبر عن Asset-Based Sukuk بالصكوك القائمة على الأصول، ويعبر عن Asset-Backed Sukuk بالصكوك المدعومة بالأصول.

وسنعمد في بحث القضايا الشرعية المتعلقة بإشكالات قبض أو ملكية الصكوك وقضاياها الرئيسية الثلاثة على فحص وثيقة شروط ٤٣ إصدارا تم الحصول عليها من خلال قاعدة بيانات الصكوك المتوفرة في موقع مركز أخبار التمويل الاسلامي IFIS، والذي أورد ١١٩١ إصدارا إلى غاية ٥ أغسطس ٢٠٠٩م، ولدعم الدراسة وفحص نتائجها الأولية قمنا بعقد مقابلات مع منظمي إصدار الصكوك ومصرفيين ومجالس قانونية، وهيئات تصنيف، وعلماء شريعة.

أما محاور الورقة فستتناول الآتي:

- المحور الأول: مفهوم الصكوك
- المحور الثاني: الفرق بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول.
- المحور الثالث: مدى تحقق القبض في الصكوك القائم على الأصول
- المحور الرابع: الإشكالات الفقهية العالقة
- المحور الخامس: الخاتمة ونتائج البحث.

## المحور الأول

### الصكوك: المفهوم والتطورات

#### أولاً: تعريف الصك

**الصك في اللغة:** الضرب الشديد بالشيء العريض، يقال : صكه صكا : إذا ضربه في قفاه ووجهه بيده مبسوطة . وقيل : الضرب عامة بأي شيء كان.

**الصك في الاصطلاح:** عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الإستثمار بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط إستثماري خاص<sup>1</sup>.

و عرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية الصكوك في المعيار رقم ٧ بأنها: شهادات يمثل كل صك منها حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، ويشترط أن يكون المشروع أو النشاط متفقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>.

وبالرغم من تداول استعمال **السندات الإسلامية** كمرادف لمصطلح الصكوك غير أن بعض الباحثين يفضل عدم استعمال مصطلح السند لارتباطه بالسندات التقليدية التي تمثل دينا على صاحبها يتقاضى عليها فائدة ربوية.

#### ثانياً: تطورات سوق الصكوك

بالرغم من حداثة سوق الصكوك في النظام المالي الإسلامي، غير أنها شهد في السنوات الست الأخيرة نمواً مطرداً (انظر الشكل ١). وبمتابعة إصدارات الصكوك يتبين أن أول إصدار للصكوك كان من قبل شيل م د س ( ماليزيا ) Shell MDS (Malaysia) سنة ١٩٩٠م، ولم يل إصدار شيل أي إصدار آخر في ماليزيا إلى غاية ٢٠٠١م، وفي هذا العام تم إصدار صكوك من قبل جملة من المؤسسات منها: حكومة البحرين. تلتها أول شركة عالمية تقوم بإصدار الصكوك وهي شركة قوثرني ماليزيا Guthrie Malaysia. وقد سجلت بداية هذه الحقبة بروز سوق صكوك فعالة حيث نمت إصدار الصكوك سنة ٢٠٠٦م بنسبة ١٤٥٪ مقارنة بسنة ٢٠٠٥م ليصل إلى ٢٧ مليار دولاراً. وفي عام ٢٠٠٧ وصل سوق الصكوك إلى ذروته حيث بلغ ٤٧ مليار دولاراً. غير أنه انخفض سنة ٢٠٠٨م ليبلغ ٢١ مليار دولاراً، بسبب الأزمة المالية العالمية، وندرة السيولة، ومنطق الإنتظار والترقب من قبل المستثمرين<sup>3</sup>، وقد بقي الحال على ما هو عليه في سنة ٢٠٠٩م

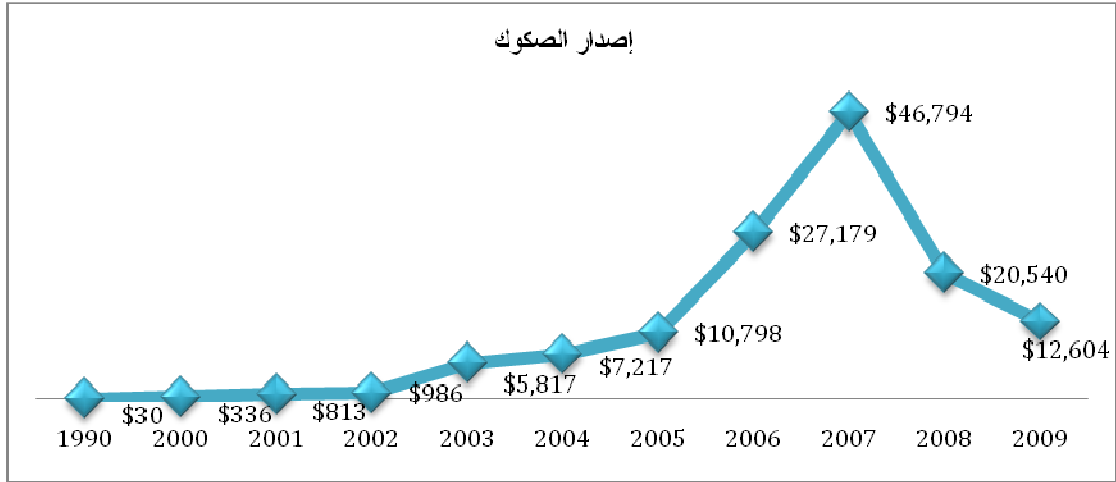
<sup>1</sup> هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، طبعة ٢٠١٠م، ص ٢٢٨.

<sup>2</sup> انظر المعيار في <http://www.ifsb.org/published.php>.

<sup>3</sup> انظر، Mohamad Mokhtar & Abdullah, A Synthesis of Shariah Issues and Market Challenges in the Application of Wa`ad in Equity Based Sukuk.

بسبب الأزمة التي شهدتها مجموعة من إصدارات الصكوك، ويتوقع أن ينتعش سوق الصكوك في سنة ٢٠١٠م.

### الشكل رقم ١ يبين حجم نمو سوق الصكوك



## المحور الثاني

### الفرق بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول

#### أولاً: أنواع الصكوك

يمكن تقسيم صكوك الإستثمار باعتباريات مختلفة. ذلك أن مستند تقسيم هذه الصكوك قد يكون العقود الجزئية المؤطرة لهيكله الصكوك، وقد يكون مستنده طبيعة ونوع الأصول محل التصكيك، وقد يكون الإطار القانوني والأمر التقني والطبيعة التجارية لهذه الصكوك. وعليه فإن الإعتبار الأول ينظر إلى العقود المؤطرة للمعاملة مثل عقد البيع بالثمن الآجل (BBA) والمراوحة والسلم والإستصناع والإجارة والمشاركة والمضاربة والوكالة. وقد أحصت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أربعة عشر نوعاً من الصكوك<sup>1</sup>

أما الإعتبار الثاني فيتناول طبيعة العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك من حيث الأصول مصدر التصكيك، ونجد في هذه المنهجية تقسيم مجلس الخدمات المالية الإسلامية **The Islamic Financial Services Board (IFSB)** في وثيقته الإرشادية رقم ٢ الصادرة عام ٢٠٠٥م<sup>٢</sup> نوعين رئيسيين من الصكوك وهي: **الصكوك القائمة على الأصول/ الموجودات Asset-Based Sukuk** و**الصكوك المبنية على الإستثمار في رؤوس الأموال Equity-Based Sukuk**. وقد عرف النوع الأول بأنه: "الصكوك التي توفر لحملة الصكوك عوائد يمكن توقعها بصورة جيدة ومثال هذه الصكوك: صكوك السلم والإستصناع<sup>٣</sup> والإجارة". أما الصكوك المبنية على الإستثمار في رؤوس الأموال فقد عرفها بأنها: "الصكوك التي تتحدد عوائدها على أساس المشاركة في الربح والخسارة في الإستثمار محل العقد، فهي لا توفر عوائد يمكن توقعها بصورة جيدة" ومن أمثلة ذلك صكوك المشاركة والمضاربة<sup>٤</sup>. والملاحظ على هذه الوثيقة الإرشادية ومن

<sup>1</sup> انظر: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية المعيار رقم ١٧.

<sup>2</sup> شمة تقسيمات أخرى للصكوك منها تقسيم داود بكر حيث قسمها إلى أربعة أقسام هي: أولاً الصكوك القائمة على الصكوك القائمة على المداينات ثانياً: الصكوك القائمة على الأصول/الموجودات، ثالثاً: الصكوك القائمة على المشاركة. رابعاً: الصكوك المدعومة بالأصول، ، والصكوك المستندة على الأصول، **debt-based Sukuk**; **asset-based Sukuk**; **project-based Sukuk**; and **asset-backed Sukuk** وتقسيم وان عبد الرحيم كامل حيث قسمها إلى ثلاثة أقسام هي: الصكوك القائمة على الأصول والصكوك المدعومة بالأصول، والصكوك الهجينة **Asset-based Sukuk**; **Asset-backed Sukuk** and **Hybrid Sukuk**.

<sup>3</sup> تجدر الإشارة إلى أن سوق الصكوك الماليزية يعتمد في غالبه القنوى المجيزة لتداول الصكوك القائمة على الديون إذا كانت هذه الديون مبنية على بيع وليس قرضاً، وإذا انتفى الغرر وتأكدت القدرة على التسليم، وأعملت شروط الملكية. انظر، **Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council**، **Kuala Lumpur, 2<sup>nd</sup> ed., 2006, p. 19**، وبحث الدكتور أختريتي عبد العزيز المقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة بعنوان: **الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها**، ص ٩ وما بعدها.

<sup>4</sup> انظر المعيار الثاني (٢٠٠٥) لمجلس الخدمات المالية الإسلامية.

خلال التعريفات الواردة فيها أنها تقر بأن هذه الصكوك تمثل ملكية للأصول محل العقد ، وأن حملة الصكوك يتمتعون بجميع الحقوق والواجبات المتعلقة بهذه الأصول.

غير أنه تبين من واقع الصكوك الموجودة في السوق أن الشروط المسطرة في وثيقة مجلس الخدمات المالية الإسلامية غير متحققة في جميع الصكوك، بل إن أغلبية هيكل الصكوك الموجودة في السوق لا تعكس ملكية حقيقية لحملة الصكوك على هذه الأصول، الأمر الذي دفع بمجلس الخدمات المالية الإسلامية أن يصدر معياراً إضافياً سنة ٢٠٠٩م، وهو المعيار السابع حول متطلبات كفاية رأس المال بالنسبة للصكوك، والتصكيك والاستثمارات العقارية. ومما تناوله هذه المعيار، كفاية رأس المال بالنسبة لهيكل الصكوك غير المدعومة بالأصول (Non –Asset Backed Sukuk (ABS)، وتقديم إرشادات واضحة بالنسبة للأصول غير المستحقة للإندراج ضمن الصكوك المدعومة بالأصول.

وعليه فقد فرق معيار مجلس الخدمات المالية الإسلامية بين ثلاثة أنواع من هيكل الصكوك:

أولاً: هيكل الصكوك المدعومة بالأصول (الموجودات)، وهو "الذي يستوفي الشروط المطلوبة من قبل مؤسسة تصنيف ائتماني خارجية معترف بها يترتب عليه أن يتحمل مالكو الصكوك أية خسائر في حالة إتلاف أو انخفاض قيمة الموجودات"<sup>1</sup>

وهيكلان من الصكوك غير المدعومة بالأصول وهما:

أولاً: هيكل الصكوك القائمة على الأصول مع وعد ملزم بإعادة الشراء من المنشئ حيث يشتري المصدر بموجب هذا الوعد الموجودات، ويؤجرها، ويصدر الصكوك، وهذه الهيكلية تتم عادة بإعادة تأجير الأصول إلى المنشئ في عملية "بيع وإعادة تأجير"، وتكون مخاطر الائتمان في هذه الحالة هي تلك المتعلقة بالمنشئ، وفقاً لأي تعزيز ائتماني متفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها يقدمه المصدر، ويشار إلى هذا الهيكل عادة بهيكل (الدفع من خلال الطرف الثالث pay-through) حيث إن الدخل الناتج عن تلك الموجودات يدفع للمستثمرين من خلال المصدر.

ثانياً: هيكل الصكوك القائمة على الأصول من خلال "هيكلية التحويل Pass-through). حيث يشتري كيان منفصل بصفته مصدراً للموجودات موضوع التصكيك من المنشئ، ويضعها في مجموعة موجودات بغرض التصكيك، ويشترط الكيان المصدر من المنشئ أن يعطي لحملة الصكوك حق الرجوع إليه، غير أن المصدر يقدم تعزيزاً ائتمانياً

<sup>1</sup> انظر المعيار رقم ٧ بند رقم ١٠، ص ٤.

متفقا مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها من خلال ضمان السداد في حالة عجز المنشئ عن السداد".<sup>1</sup>

وقد دقق مجلس الخدمات المالية الإسلامية في هذين النوعي من الصكوك القائمة على الأصول وبين أن الصكوك القائمة على الأصول تعني أن حاملي الصكوك يرجعون في حالة التخلف عن السداد إما على المنشئ عن طريق الوعد بالشراء أو المصدر عن طريق ضمان سداد المستحقات، وهو ما يعني أن الصكوك المدعومة بالأصول تقتضي التحويل الكامل للملكية القانونية بالنسبة للأصول محل العقد، أما الصكوك القائمة على الأصول فتقتضي تحويل ملكية المنفعة لحملة الصكوك والرجوع على المنشئ أو المصدر وليس على الأصول. وعليه فإن الصكوك المدعومة بالأصول تهتم بكفاءة الأصول على در الأرباح، بينما يهتم حملة الصكوك في الصكوك القائمة على الأصول بكفاءة المصدر أو المنشئ المالية وقدرته على السداد.

ويبدو أن تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية للصكوك المدعومة بالأصول قد تأثر بتعريف موديز Moody's<sup>2</sup> التي تعد إحدى أشهر وكالات التصنيف على المستوى العالمي، ذلك أن هذه الوكالة وفي تقريرها عن الصكوك الصادر سنة ٢٠٠٦م ميزت بوضوح بين الصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول. فوفقا لتعريف وكالة موديز فإن الصكوك المدعومة بالأصول هي تلك التي "يتمتع فيها المستثمرون بدعم و ضمان الأصول محل العقد، بحيث يتمتعون بشكل من أشكال الضمانات على الأصول. فهم بناء على هذا أفضل حالا من الدائنين غير المضمونين. وبمعنى أخرى، فإنه في حالة تعثر المصدر عن السداد أو سار معسرا، فإن حملة الصكوك بإمكانهم استرداد المخاطر التي يتعرضون لها من خلال السيطرة على الأصول وفي نهاية المطاف تحقيق القيمة من الأصول. كما يتطلب وجود عنصر التصكيك البيع الحقيقي وإقصاء خطر الإفلاس عن المصدر، وكذا إنفاذ الضمانات المرتبطة بعملية الإصدار.

وأما الصكوك القائمة على الأصول فهي الصكوك التي يتعهد منشئ الصكوك بشرائها من المصدر عند حلول الأجل أو بالتراضي على أجل مبكر بقيمة يتفقان عليها وهي غالبا مساوية للقيمة الاسمية للصك، وعندئذ تكون القيمة السوقية الحقيقية للصك في الوعد بالشراء لا معنى لها بالنسبة لحملة الصكوك. وفي هذه الحالة لا يكون لحملة الصكوك أي حق على الأصول، وإنما يعتمدون كلياً على المنشئ وجدارته المالية في الدفع، إما من خلال موارده الداخلية أو من خلال قدرته على إعادة التمويل. وعليه فإذا لم يستطع المنشئ الوفاء بالتزاماته بإعادة شراء الأصول، فلن يكون لحملة الصكوك في موقف تفضيلي على أي دائنين، ولن يكونوا أيضا في موقف أضعف من الدائنين غير

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص٤، و٥.

<sup>2</sup> موديز مؤسّسة أميركيّة مختصّة بدراسة الجدارة الماليّة للشركات الأميركيّة وتصنيفها من حيث متانتها الماليّة.



مضمونين، وهو ما يؤكد أن الوعد بالشراء يضع على قدم المساواة التزامات المنشئ اتجاه حملة الصكوك غير المضمونين بقطع النظر عن كونهم حملة من الدرجة الأولى أو الدرجة الثانية<sup>1</sup>.

بجانب وكالة موديز للتصنيف، فإن الوكالة الماليزية للتصنيف RAM Holdings Rating Agency Malaysia Berhad<sup>2</sup> قدمت نفس التعريف للصكوك المدعومة بالأصول والصكوك القائمة على الأصول. فوفقاً للوكالة الماليزية للتصنيف، فإن الصكوك المدعومة بالأصول لا تقبل الرجوع على المصدر في حالة التعثر، ذلك أن الأصول محل العقد تشكل المرجع الوحيد للربح والإطفاء، مع التأكيد على أن المحدد الوحيد لمخاطر الائتمان هي أداء الأصول ونوعيتها الائتمانية. أضف إلى ذلك التأكيد على أهمية استقلال المستثمرين في الصكوك عن المنشئ من خلال التأكيد على أن المستثمرين في الصكوك ليست لديهم علاقة مع منشئ الصكوك، وهو ما يعني أنهم محميون من أي مشكلة مالية يتعرض لها المنشئ. وتشارك الوكالة الماليزية للتصنيف وكالة موديز فيما يتعلق بمتطلبات عنصر الضمانات التي تنص على شرط فك الارتباط بين مخاطر الائتمان بالنسبة للصكوك ومنشئ هذه الصكوك، وأن المحدد الوحيد لمخاطر الائتمان بالنسبة للصكوك هو أداء الأصول محل العقد.

وبناء على قاعدة البيانات المستقاة من مجلس الخدمات المالية الإسلامية الصادرة في ٥ أغسطس ٢٠٠٩م، فإن عدد صفقات الصكوك المدعومة بالأصول هي إحدى عشرة صفقة (١١) فقط، سبعة منها تمت في ماليزيا، والبقية إصدارات عالمية.

الجدول رقم ١ ورقم ٢ يبين تفاصيل هذه الصفقات.

الجدول رقم ١ يبين الصفقات التي تمت في ماليزيا

| Concept | Issuer               | Date issued | Amount (RM `000) | Underlying asset |
|---------|----------------------|-------------|------------------|------------------|
| BBA     | ABS Plantation Asset | 8/9/2005    | 175              | Plantation asset |
| Ijarah  | Golden Crop Return   | 22/11/2005  | 442              | Plantation Asset |
|         | Dura Palms           | 28/6/2006   | 284              | Plantation Land  |
|         | ABS Logistic         | 8/5/2007    | 300              | Warehouse        |

<sup>1</sup> انظر A Guide to Rating Islamic Financial Institutions - Moody's Investors Service April 2006 (97226)

<sup>2</sup> رام هي وكالة ماليزية للتصنيف، تأسست سنة ١٩٩٠م، وهي مختصة بتصنيف المؤسسات المالية المحلية وكذا العالمية.

|            |                        |           |      |                  |
|------------|------------------------|-----------|------|------------------|
|            | Menara ABS             | 15/1/2008 | 1100 | Office buildings |
|            |                        |           |      |                  |
| Musharakah | Musyarakah Capital One | 4/4/2005  | 2500 | Debt             |
|            | Cagamas MBS            | 8/8/2005  | 2050 | Debt             |

#### الجدول رقم يبين الصفقات التي تمت على المستوى العالمي

| Concept    | Issuer               | Date        | Amount (million) | Underlying Asset  |
|------------|----------------------|-------------|------------------|-------------------|
| Ijarah     | Caravan I (Hanco)    | 15/2/2004   | SAR98            | Leased Vehicles   |
|            | Tamweel              | July 2007   | USD220           | Leased Properties |
|            |                      |             |                  |                   |
| Mudarabah  | Sun Finance (Sorouh) | August 2008 | AED 5,020        | Land Plots        |
|            |                      |             |                  |                   |
| Musharakah | East Cameron Gas     | July 2006   | US\$166          | Hydrocarbon       |

#### ثانياً: الموازنة بين الصكوك المدعومة بالأصول والتسديد/التوريق

إن ما يميز سوق التوريق هو أن المالكين للأصول المدرة للدخل لا يسعون إلى الحصول على قرض من سوق رأس المال، وإنما يبيعون موجوداتهم المسجلة في ميزانيتهم العمومية/مركزهم المالي، أي أن المالك أو المنشئ للتوريق إذا أراد الحصول على أموال من السوق فإنه يبيع بعض الأصول أو كلها للحصول على النقد، وهذا يجعل التوريق تسييل لأصول المنشئ. وعليه فإن الأصول أو الموجودات لن تبقى في دفتر أو سجل المنشئ، وهذا يعني أن سداد مستحقات المستثمرين في عملية التوريق يتم فقط عبر التدفق المالي المتولد من الأصول، ولا يحق عندها لحملة الأوراق المالية الرجوع على المنشئ للسداد، وهو ما يستلزم تحقيق المنشئ لكل المتطلبات المحاسبية والقانونية المتعلقة بحذف أو إزالة الأصل من سجله المالي، وهو إجراء ضروري للتأكد من أن عملية التوريق برمتها تلبى متطلبات إقصاء خطر الإفلاس عن المصدر، وبالتالي تجعل دائني المنشئ غير قادرين على استرجاع الأصل من المستثمرين بحكم أن حملة الأوراق المالية فعلاً الأصل من المنشئ. وعليه فإن المستثمرين - من وجهة نظر وكالات التصنيف - هم مالكو الأصل ويظلون محميين إذا حدث أي شيء للمنشئ.

ونفس الأمر يجري على الصكوك المدعومة بالأصول، حيث يعد حملة الصكوك المالكين للأصل، كما يعد الأداء الفعلي للأصول محل العقد المحدد الوحيد لعوائد حملة الصكوك. فإذا كان أداء الأصل محل العقد جيداً، وواجه المنشئ خطر الإفلاس، فإن

سداد حملة الصكوك لن يتأثر، وإذا كان أداء الأصل محل العقد ضعيفا، فإن حملة الصكوك يتحملون الخسارة لأنهم المالكون لهذا الأصل، وعليه فإن حملة الصكوك معرضون لخطر السوق زيادة على الخطر الائتماني.

على عكس الصكوك المدعومة بالأصول، فإن الصكوك القائمة على الأصول وبناء على تعريف مجلس الخدمات الإسلامية المالية وموديز والوكالة الماليزية للتصنيف يبدو أنها تأسست فقط لتلبية المتطلبات الصورية للعقد في الشريعة الإسلامية، والتي من أهمها تحديد أصل يقوم عليه العقد، دون الرغبة في الرجوع إليه أو الإعتماد عليه في عملية السداد، وعليه فإن تقويم مخاطر الائتمان سيتوجه إلى المؤسسة الملتزمة باسترداد الصكوك، وعادة ما تكون المؤسسة الملتزمة بالسداد وإطفاء الصكوك المؤسسة المصدرة للصكوك، غير أنه قد يقع الإلتزام على المنشئ أو المؤجر من خلال وجود وعد بالشراء، وفي هذه الحالة يكون فحص الأصل محل العقد غير مجد، بينما تكون النوعية الائتمانية للمنشئ العامل الرئيس المؤثر على الكفاءة الائتمانية، وتصنيف هذه الصكوك.

والجانب القانوني المحدد للملكية والقدرة على التصرف في الأصل، وإن كانت المسند الأقوى من الوجهة التطبيقية في تحديد المالك الحقيقي للأصول، فإن بحث قضية القبض في الشريعة الإسلامية، ومقارنة البنود المؤطرة لعقود الصكوك أمر ضروري لبحث مدى انضباط هذه الصكوك بالضوابط الشرعية وبحث حدود الموافقة أو المخالفة.

### المحور الثالث

#### مدى تحقق القبض في الصكوك القائم على الأصول

**القبض** هو حيازة الشيء وما في حكمه بمقتضى العرف<sup>1</sup>، وهو ينقسم قسمين: قبض حقيق أو حسي وقبض حكمي، وقد شرح مجمع الفقه الإسلامي القسمين في قراره رقم ٥٣ (٦/٤)، حيث جاء في القرار: "قبض الأموال كما يكون حسيا في حالة الأخذ باليد، أو الكيل أو الوزن في الطعام أو النقل أو التحويل إلى حوزة القابض، يتحقق اعتبارا وحكما بالتخلية مع التمكين من التصرف ولو لم يوجد القبض حسا، وتختلف كيفية قبض الأشياء بحسب حالها واختلاف الأعراف فيما يكون قبضا لها"<sup>2</sup>

كما بينت كتب الفقه أن القبض شرط في صحة البيع، وأن التسليم من أهم الآثار التي يلتزم بها البائع في عقد البيع، وأن عدم التسليم نصا أو عرفا يناقض مقتضى العقد وكل شرط يناقض مقتضى العقد ومقاصده شرط فاسد يبطل العقد<sup>3</sup>.

وبما أن الصكوك بناء على ما سبق أصبحت بنص المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراقبة ومجلس الخدمات المالية الإسلامية - بعد استيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب - **مملوكة لحملة الصكوك**، توجب أن تحتكم لشروط القبض المذكور أعلاه.

وإذا كانت تعريفات مجلس الخدمات المالية الإسلامية وموديز والوكالة الماليزية للتصنيف تشير إلى عدم تحقق انتقال الملكية في الصكوك القائمة على الأصول، فإنه لا يكفي وحده للقول بأن هذه الصكوك لم تتم فيها عملية البيع لعدم تمكن حملة الصكوك من حيازة الأصول عند عدم السداد، وعليه لم تحقق شرط صحة العقد أو لزومه، لأن الأمر يحتاج إلى زيادة فحص للبنود المؤطرة لعقود الصكوك القائمة على الأصول إما لتأكيد هذا الأمر أو نفيه.

**وعليه فبعد فحص بنود جملة من العقود ومقابلة مجموع من خبراء الصناعة المالية ممن لهم مساهمة وإلمام بإصدار الصكوك**، تبين أن البنود المؤطرة للعقد وإن كانت تنص على أن حامل الصك هو المالك المنتفع من الأصول محل الوصاية، فإن البنود المؤطرة للعقد لاسيما في محور عوامل المخاطر تنص بالفعل على أنه ليس ثمة انتقال فعلي للملكية الصكوك من المنشئ إلى حملة الصكوك، وأن ما تم هو انتقال إسمي أو رمزي (nominal transfer) للملكية المنفعة وليست ملكية الأصل، والدليل ذلك ما يلي:

<sup>1</sup> انظر الموسوعة الفقهية مادة قبض والمعيير الشرعي معيار القبض ص ٢٥٦.

<sup>2</sup> قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، ص ١٨٣، ١٨٤.

<sup>3</sup> انظر الموسوعة الفقهية، شروط المبيع

- إن الصكوك لم تُزل من سجل المنشئ التجاري وميزانيته العمومية<sup>1</sup>، وهو من الناحية القانونية دليل على استمرار ملكية هذه الأصول من قبل المنشئ، وهو ما يعني أنه في حالة إفلاسه، فإنه لن يكون لدائن أفضلية على آخر، وعليه يتساوى من الناحية القانونية الدائنون من حملة الصكوك القائمة على الأصول، وبقية الدائنين.
- إن غالبية عقود الصكوك القائمة على الأصول التي تم فحصها تنص في بند قيود العقد - عادة في قسم المخاطر- على أن انتقال الملكية من المنشئ إلى حملة الصكوك لم يتم. ومن أمثلة هذا التصييص ما جاء في نشرة عرض صكوك المشاركة لمصرف أبو ظبي الإسلامي في: "لا يملك حملة الصكوك الحق في التنفيذ على الأصول محل الإئتمان، وإن حقوقهم تنحصر في التنفيذ ضد بنك أبو ظبي الإسلامي من خلال إلزامه بشراء نصيب الشريك المصدر في الأصول محل الشراكة بناء على شروط وثيقة الوعد بالشراء"<sup>2</sup>.
- لا توجد العناية القانونية الواجبة<sup>3</sup> في بنود العقد المتعلقة بالمالك للأصول بعد التصكيك، بحيث لا ينص العقد على العلاقة التعاقدية التفصيلية بين المنشئ والمصدر وحملة الصكوك، وإذا علمنا أن الصكوك القائمة على الأصول لا تشترط بيعاً حقيقياً من وجهة نظر قانونية ومحاسبية، تبين بوضوح غياب هذه العناية القانونية الواجبة.
- يفرض المنشئ أو المصدر قيوداً على حملة الصكوك فيما يتعلق بالتصرف في الأصول، وهي قيود تخالف الشروط المحاسبية المنصوص عليها في المعايير المحاسبية الأمريكية وكذا البريطانية. محل الإحتكام القضائي عند النزاع للبيع الحقيقي للأصول محل التوريق. وقد أظهرت هذه القيود حقيقة العلاقة بين حملة الصكوك والأصول، حيث تبين في مثل أزمة صكوك دار الإستثمار، وصكوك نخيل وصكوك الحزام الذهبي لمجموعة سعد حقيقة هذه العلاقة، بل إن القانون البريطاني الذي تنص معظم العقود على الرجوع إليه في الأحكام المنظمة لعقد الصكوك في حالة النزاع لا يعترف بملكية حملة الصكوك للأصول محل التصكيك، ومن الأدلة على ذلك ما جاء في نشرة عرض صكوك المضاربة ل DP World ضمن بند عامل المخاطر: "كل من عقد المضاربة والوعد بالشراء والوعد بالبيع يحكمها القانون

<sup>1</sup> يمكن أن يستثنى من هذه النوعية من الصكوك (الصكوك القائمة على الأصول) صكوك المشاركة الإسلامية الإماراتية حيث أن الأصول أزيلت من الميزانية العمومية/ المركز المالي، بالرغم من أن مسار التصكيك لم يبلغ تمامه.

<sup>2</sup> انظر ص ٩ و ١٠ ( عوامل المخاطر) من نشرة عرض صكوك المشاركة لمصرف أبو ظبي الإسلامي، وسيأتي الشكل التفصيلي لهذه الوضعية القانونية لملكية الأصول.

<sup>3</sup> يقصد بالعناية الواجبة أو الاجتهاد الواجب Due Diligence الاستقصاء الذي يقوم به مشتر محتمل قبل اتخاذ قرار بالشراء أو بالاستثمار، أو كما هو في الولايات المتحدة عبارة عن استقصاء يقوم به تاجر أو سمسار قبل أن يبيع للمستثمرين أوراقاً مالية مُصدرة. انظر التمويل المنظم: مسرد مصطلحات عمليات التوريق ستاندارد أند بورز.

الإنجليزي أين قد لا تكون ثمة مصلحة للمصدر أو الوصي في أصول المضاربة. فليس للمصدر ولا الوصي أي مصلحة في أصول المضاربة في ظل القانون البريطاني<sup>1</sup>

• لا يوجد الاجتهاد الواجب أو العناية الواجبة بجدوى المشروع الإقتصادية. فليس ثمة بحث في المشروع وجدواه الإقتصادية، وتقديرات عوائده، وإنما فيه نص على الفائدة التقريبية للعوائد وهي عادة تعتمد (لايبور) في تقدير النسبة، وإن زادت أخذها المصدر أو المدير كحافز، وإن نقصت قدم المصدر أو المدير قرصاً حسناً يسترد، ولا يشترط أن تأتي التدفقات المالية من المشروع محل التصكوك، بل ولا يسأل حملة الصكوك المنشئ أو المصدر عن المشروع أساساً ولا يهتمون به، وهذا الأمر يعني أن المعاملة تعتمد على الوعد بالشراء زائد الربح الدوري في عوائد الصكوك، وهو ما يجعل البحث عن جدوى المشروع بدل المركز المالي للمنشئ أو المصدر غير مجدية.

وقد يثار سؤال عن الصكوك القائمة على الأصول والمضمونة بضمانات إضافية أو تعزيز ائتماني<sup>2</sup>، وأنه يفترض ألا تندرج ضمن هذا الصنف. والجواب أن الضمان الإضافي للتسديد وإعادة شراء الصكوك شيئاً والملكية الحقيقية أو الرجوع الحقيقي للأصل محل العقد في حالة عدم الوفاء بالسداد شيئاً آخر، لأن الضمان الإضافي قد يساوي الأصول المصككة وفي هذه الحالة يأخذ حملة الصكوك كامل رأس مالهم، وقد يزيدت عن قيمة الأصول فيأخذ حملة الصكوك حقهم فقط ويتركون ما زاد، وقد ينقص فيأخذ حملة الصكوك جزءاً من حقة، ويقفون في بقية دينهم مع الدائنين الآخرين اتجاه المنشئ على قدم المساواة، وهو ما يعني أن العملية برمتها أنشأت ديناً على المنشئ اتجاه حملة الصكوك.

<sup>1</sup>Risk Factor Related to Mudarabah Asset, p.22 of the DP World Offering Circular.

<sup>2</sup>الصكوك القائمة على الأصول تنقسم إلى قسمين: قسم بدون ضمانات إضافية أو تعزيز ائتماني- Unsecured asset based Sukuk، وهذا قد ينطبق عليه ما ذكر أعلاه، وقسم بضمانات إضافية أو تعزيز ائتماني- Secures asset based Sukuk، من طرف ثالث أو من خلال أو ضمانات أخرى مثل رهن الأصول محل العقد أو رهن أسهم أو عقارات في حالة عدم السداد ليتم استيفاء حقوق حملة الصكوك

## المحور الرابع الإشكالات الفقهية العالقة

بعد بيان عدم استيفاء الصكوك القائمة على الأصول لمتطلبات نقل الملكية لعدم تحقق القبض الحقيقي أو الحكمي فيها، يبقى السؤال المثار وهو هل يكفي التأكيد على عدم استيفاء الصكوك لشروط نقل الملكية أو القبض في عدها صكوكا غير مستوفية لمتطلبات الشريعة الإسلامية، وبالتالي عدها منتجا غير مشروع؟

إن الجواب على هذا السؤال يتطلب بحث جملة من الأمور وهي:

**أولاً:** لماذا أصدرت الجهات المصدرة للصكوك هذا النوع من الصكوك؟ ولماذا حظيت بكل هذه الشعبية وكل هذا الإقبال؟<sup>1</sup> ثم ولماذا وافقت الهيئات الشرعية عليها لاسيما وأن المشكلة في هذه الصكوك ليست التطبيقات وإنما الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار؟.

لقد علل جملة من الخبراء إصدار هذا النوع من الصكوك بتعليلات لها علاقة بسيادة الدولة على ممتلكاتها وسياساتها في عدم تملك مؤسساتها الإستراتيجية للمستثمرين الأجانب لاعتبارات مصلحة، وهذا الإجراء وإن كان يتعلق بصكوك الإجارة غير أنه يتناول صكوك المشاركة في مؤسسات سيادية وكذلك المضاربة في مشاريع محلية حساسة. كما عللها البعض الآخر بأنها حيلة لتحصيل تمويلات بدون التنازل عن الأصول محل التصكيك، وعللها طرف ثالث بأنها أفضل وسيلة متاحة مؤقتا للمؤسسات المالية الإسلامية لتجنب القروض الربوية في ظل حاجة ماسة إلى تمويل المشروعات السيادية.

إن القضية الفقهية التي ينبغي بحثها بالنسبة للتعليل الأول هو مدى جواز التنازل عن التملك الكامل للأصول محل التصكيك إلى التملك النفعي للصكوك، لاسيما وأن هذا التملك النفعي يقابله وعد بشراء ملكية منفعة حملة الصكوك، وتقابله كثيرا من أنواعه تعزيزات إئتمانية و ضمانات إضافية - تكون أحيانا من الدولة - بشراء الصكوك أو دفع مستحقات حملة الصكوك كاملة، وهي ضمانات قد تجعل حملة الصكوك في حكم مالكي الصكوك، وهو ما يجعلهم لا يهتمون بملك العين، وإنما يهتمون بملك قيمة العين وهي مضمونة بوعد بشراء الصكوك زائد ضمانات إضافية. وإذا علمنا أن ثمة معاملة مشابهة لها بالنسبة لتمليك العقارات وهو ما يسمى Leasehold أين تملك الدولة العقار لمدة ٩٩ سنة ملكية منفعة يسجل القعار باسم المنتفع ويستطيع بيعه بعد الحصول على إذن

<sup>1</sup> بالرغم من أن الصكوك المدعومة بالأصول تتفق وروح ومبادئ الشريعة الإسلامية، غير أنها لم تتجاوز ١١ إصدارا مقارنة ب ٥٦٠ إصدارا للصكوك القائمة على الأصول، وهو ما يعني أن الصكوك المدعومة بالأصول لا تتجاوز ٢٪ من مجموع الإصدارات.

الدولة، ووهي مشابهة إلى تجويز إقراض المصارف الإسلامية لنسبة تفوق احتياطها النقدي، وهو ما يسمى بالإنجليزية *statutory Reserve or Fraction Reserve*، وتشبه إلى حد ما الوديعة المضمونة اين لا يهتم المودع بعين ماله وإنما بقيمته.

والقضية الفقهية الثانية التي ينبغي الإجابة عنها بالنسبة للتعليل الثاني وهو حيلة الحصول على التمويل بدون فقدان ملكيتهم التي يعتبرونها استراتيجية بالنسبة لسيادة البلد، فهل هذا الإجراء محرم في ذاته أم محرم لغيره؟ أي أنه محرم لأنه يفضي إلى المحرم وهو تحويل العملية إلى قرض مضمون بفائدة؟ وبما أن المرجح أنه محرم لغيره لأنه ذريعة إلى الإقراض بفائدو، فما مدى انطباق القاعدة التي تنص على أنه: "ما حرم سدا للذريعة جاز للحاجة والضرورة" وهذا يقودنا إلى بحث التعليل الثالث وهو أنه أفضل وسيلة متاحة مؤقتا للمؤسسات المالية الإسلامية لتجنب القروض الربوية في ظل حاجة ماسة إلى تمويل المشروعات السيادية. فهل يصح أن نجري في هذه المسألة فقه الموازنة بين المفسد، وإعمال قاعدة الضرر الأخف والضرر الأشد، وهو مذهب بعض مهندسي الصناعات المالية<sup>1</sup> فهل هذه المسألة جديرة بالأخذ بعين الاعتبار لاسيما أن الهيئات الشرعية متهمة من قبل المختصين في الصناعة المالية وفي إصدار المنتجات المالية بأنها غارقة في النظري ولا تدرك عمق تحديات السوق والخطوات المرحلية الضرورية التي ينبغي سلوكها للوصول إلى سوق إسلامية خالصة، تلك التي لا تزال في طفولتها مقارنة بالسوق التقليدية.

وبما أن الغرض من هذه الورقة بينان حقيقة الملكية في الصكوك القائمة على الأصول، وليس تحديد شرعية هذه الصكوك فإن هذه اشكالات أثرت للتأكيد على ضرورة الإجابة عنها قبل إصدار حكم فاصل في المسألة.

<sup>1</sup> لقد جلسنا مع أحد مهندسي الصكوك وأخبرنا عن دولة إسلامية أرادت إصدار صكوك إسلامية لحاجتها الماسة إلى التمويل، غير أنها اعترضتها معارضة بعض الأعضاء وتأخر البت في شرعية هيكله الصكوك مما قادها إلى شراء الصكوك الأوروبية الربوية Euro Bond لأنها لا تحتاج في شرائها إلى إجازة الهيئة الشرعية.



## المحور الخامس

### نتائج وتوصيات البحث

يمكن تلخيص أهم ما توصل إليه البحث فيما يلي:

- إن تطوير سوق رأس مال فعال، مطلب حيوي لتوفير فرص تمويلية بديلة للأفراد والمؤسسات والحكومات.
- إن الصكوك تمثل الحلقة الأسرع نمواً في سوق التمويل الإسلامي، وهو ما جعلها أكثر وأشهر أدوات سوق رأس المال الإسلامية الحالية.
- إن هيكلة بعض منتجات هذه الصكوك وبحكم محاولتها الاستفادة من الهيكلة التقليدية للسندات اتهمت بانحرافها عن مبادئ الشريعة الإسلامية ومحاكاتها للمنتجات الوضعية المتلبسة بالربا.
- إن بحث القضايا الشرعية المتعلقة بإشكالات قبض أو ملكية الصكوك اعتمد على فحص وثيقة شروط ٤٣ إصداراً، كما اعتمد على عقد مقابلات مع منظمي إصدار الصكوك ومصرفيين ومجالس قانونية وهيئات تصنيف وعلماء شريعة.
- بالرغم من حداثة سوق الصكوك في النظام المالي الإسلامي، غير أنها شهد في السنوات الست الأخيرة نمواً مطرداً غير أنه انخفض سنة ٢٠٠٨م ويتوقع أن ينتعش سوق الصكوك في سنة ٢٠١٠م.
- تنقسم الصكوك إلى صكوك مدعومة بالأصول (الموجودات) وصكوك غير مدعومة بالأصول والثانية تنقسم بدورها إلى هيكلين: هيكل الصكوك القائمة على الأصول مع وعد ملزم بإعادة الشراء من المنشئ ويشار إلى هذا الهيكل عادة بهيكل (الدفع من خلال الطرف الثالث pay-through) وهيكل الصكوك القائمة على الأصول من خلال "هيكل التحويل Pass-through).
- إن أهم ما يميز الصكوك المدعومة بالأصول أن حاملي الصكوك لا يرجعون على المنشئ في حالة التعثر أو التخلف عن السداد، وهو ما يعني أنها تقتضي التحويل الكامل للملكية القانوني بالنسبة للأصول محل العقد. أما أهم ما يميز الصكوك القائمة على الأصول أن حاملي الصكوك يرجعون في حالة التخلف عن السداد إما على المنشئ عن طريق الوعد بالشراء، أو المصدر عن طريق ضمان سداد المستحقات.
- إن الصكوك المدعومة بالأصول تتفق مع التوريق بمعناه التقليدي، بينما تقترب الصكوك القائمة على الأصول من معنى السندات التقليدية.

- إن القبض شرط في صحة البيع، والتسليم من أهم الأثار التي يلتزم بها البائع في عقد البيع، وعدم التسليم نصاً أو عرفاً يناقض مقتضى العقد وكل شرط يناقض مقتضى العقد ومقاصده شرط فاسد يبطل العقد.
- إن فحص بنود جملة من العقود ومقابلة مجموع من خبراء الصناعة المالية بين أن العقد وإن كان ينص على أن حامل الصك هو المالك المنتفع من الأصول محل الوصاية، غير أن البنود المؤطرة للعقد تنص بوضوح على أنه ليس ثمة انتقال فعلي للملكية الصكوك من المنشئ إلى حملة الصكوك، والدليل على ذلك أمور منها:
- - أن الصكوك لم تُزل من سجل المنشئ التجاري وميزانيته العمومية
- أن غالبية عقود الصكوك القائمة على الأصول التي تم فحصها تنص على أن انتقال الملكية من المنشئ إلى حملة الصكوك لم يتم.
- أنه لا توجد العناية القانونية والإقتصادية الواجبة
- أن المنشئ أو المصدر يفرض قيوداً على حملة الصكوك فيما يتعلق بالتصرف في الأصول، وهي قيود تخالف الشروط المحاسبية المنصوص عليها في المعايير المحاسبية للبيع الحقيقي للأصول محل التوريق.
- إن أهم الإشكالات الفقهية العالقة التي ينبغي أن يبت فيها قبل الفصل في الحكم الشرعي للأصول، هو التفريق بين الصكوك القائمة على الأصول غير المعززة ائتمانياً، والصكوك المعززة ائتمانياً، وبين الصكوك المؤسسة على مشاريع حكومية سيادية، والصكوك المؤسسة على مشاريع خاصة.
- أما التوصيات فيمكن إجمالها فيما يلي:
- ضرورة تلافي مثل الحرج الشديد التي وقعت فيه الهيئات الشرعية فيما يتعلق بإجازة صكوك أقل ما يقال فيها أنها متلبسة بمجموعة شبهات، والتلافي يجب أن يكون منهجياً، وذلك بضبط شروط الانتصاب للفتوى في هذه الموضوعات وشروط النصاب الذي يضمن اطلاع أعضاء الهيئات الشرعية على التفصيلي والقراءة المتأنية لبنود العقود المعروضة عليهم.
- ضرورة بحث جواز التنازل عن التمليك الكامل للأصول محل التصكيك إلى التمليك النفعي لها، بالموازات مع الوعد بشراء ملكية منفعة حملة الصكوك، وتقديم تعزيزات ائتمانية، وضرورة مقابلة هذا بجملة قضايا مشابهة مثل تمليك منفعة العقارات، وتجويز إقراض المصارف الإسلامية لنسبة تفوق احتياطها النقدي.

- ضرورة بحث قضية المحرم لغيره ومدى انطباق قاعدة: "ما حرم سدا للذريعة أبيح للحاجة وللصلحة الراجعة" أو "ما حرم تحريم الوسائل أبيح للحاجة" على هذه القضية لاسيما إذا تبين أن حاجة الدولة أو المؤسسات السيادية ماسة في الحصول على التمويل.
- ضرورة إشراك أهل الصناعة المالية في المشاركة في صياغة القرارات من خلال تقديم وجهة النظر القانونية والتطبيقية.

والله الهادي إلى سواء السبيل والحمد لله رب العالمين

الأستاذ المشارك الدكتور سعيد بوهرأوة

**Assoc. Prof. Dr Said Bouheraoua**

bsaid@isra.my**Email:**

الأستاذ المشارك الدكتور أشرف وجدي دسوقي

**Assoc. Prof. Dr. Asyraf Wajdi Dusuki**

asyraf@isra.my**Email:**

## قائمة المراجع

- أختريتي عبد العزيز: الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة الشارقة الإمارات العربية المتحدة.
- التمويل المنظم: مسرد مصطلحات عمليات التوريق ستاندارد أند بورز.
- مجمع الفقه الإسلامي الدولي: قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي الدولي إلى ٢٠٠٣م.
- هيئة المحاسبة والمراقبة للمؤسسات المالية الإسلامية: المعايير الشرعية، (البحرين، ط٢٠١٠م)
- وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية: الموسوعة الفقهية ( الكويت وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية، ط٢، ١٩٨٢م).

## المراجع باللغة الإنجليزية

- **A Guide to Rating Islamic Financial Institutions - Moody's Investors Service April 2006 (97226)**
- **Islamic Finance Information Services:**  
<http://www.securities.com/ifis/>
- **Mohamad Mokhtar & Abdullah, A Synthesis of Shariah Issues and Market Challenges in the Application of Wa`ad in Equity Based Sukuk. ISRA Research Paper.**
- **Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council, Kuala Lumpur, 2nd ed.**
- **The Islamic Financial Services Board (IFSB)**  
<http://www.ifsb.org/published.php>