

# الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية

تأليف

رامي محمد كمال

الباحث والمتخصص في الإقتصاد والتمويل الإسلامي

التقديم

د/ منصور علي القضاة

د/ أحمد حسن النجار

الطبعة الأولى

١٤٤٠ هـ / ٢٠١٩ م









# إهداء

لكي يا أماه، أرفع ذلك الكتاب كنت خير معينة لي على القرآن والعلم  
والمثابرة والجد والإجتهاد، ولطالما تذكرك عندما كنت تحكي لزوار بيتنا  
مواقف السيرة النبوية في حب وعشق للنبي **صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ** أتذكرك دائماً في قول  
الحق وعدم الخوف.

رحلت عنا يا أماه وصورتك الشاخصة في خيالي، جلستك وأنت تستمعين  
القرآن الكريم في المذياع تستمعين للترتيل الجميل.

فإليك يا أماه، ثمرة توجيهك الدائم رحمك الله ورعاك عنده..

**رامي محمد كمال**





## تقديم

أصبح التفكير في إيجاد بدائل تمويلية إسلامية جديدة كبديل من أدوات التمويل التقليدية أحد نقاط الاهتمام الملحة خلال العقود الثلاث الماضية. حيث توجد تحديات عدة أمام الحكومة لتمويل الموازنة العامة للدولة، إضافة لتحدي كبير متمثل في توفير تمويل للمشروعات والأنشطة الحكومية والخاصة والتي تساعد في إحداث تنمية اقتصادية حقيقية، وعلى رأسها مشروعات البنية التحتية والصناعات الاستراتيجية وغيرها. فالصكوك الإسلامية تعد حالياً أحد أهم الأدوات التمويلية القادرة على توفير جزء كبير من هذه المتطلبات، حيث يمكن إصدارها من قبل الحكومة والقطاع الخاص للعمل على تعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل التنمية الاقتصادية وبالطريقة التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

من هنا يعد طرح موضوع الصكوك الإسلامية كبديل عن السندات التقليدية مساهمة هامة من الباحث، ينبغي تقديرها والنظر إليها على أنها ذات قيمة علمية عالية. فالسندات محرم التعامل بها وفق معظم العلماء والمجامع الفقهية المعتمدة لوجود شبهة الربا، وقد أوضح الباحث في كتابه الحكم الشرعي للسندات بشيء من التفصيل.





كما تتعاضد قيمة هذه المساهمة بالنظر إليها كطرح متميز لإبراز خصوصية الأدوات المالية الإسلامية، وقدرتها على تعبئة المدخرات وزيادة الاستثمارات، بعيداً عن أدوات التمويل التقليدية سعياً من الباحث وكخطوة مقدره منه لتخلص أمتنا من التبعية الفكرية الاقتصادية، الذي لازالت تسيطر على جامعتنا ومراكزنا البحثية وتطبيقاتنا الاقتصادية والمالية في شتى المجالات.

وقد بذل الباحث جهداً متميزاً بمنهج علمي سليم ومتكامل في تناول موضوعه، فقد قدم عرضاً وافياً في بيان أسس التمويل في الفكر الاقتصادي الإسلامي، وانطلق منه ليحدد علاقة الصكوك بالتمويل الإسلامي، وبين أهميتها وأنواعها ومجالات استخدامها. ثم أفرد فصلاً كاملاً لبيان الفرق بين الصكوك والسندات، مع بيان الحكم الشرعي للسندات.

كما أحسن الباحث صنعا حينما درس التجارب الدولية في إصدار الصكوك ودورها التنموي مع إبراز تجارب بعض الدول، وكيفية الاستفادة منها في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وإدارة السيولة على مستوى المصارف الإسلامية، وكذلك تمويل الموازنة العامة للدولة، وختم بحثه باستعراض جيد لبعض إصدارات الصكوك.

إنني أدعو الباحثين إلى مزيد من البحث العلمي الممنهج والرصين لإبراز وتفعيل العطاء الفكري للاقتصاد الإسلامي في علاج الأوضاع الاقتصادية للبلاد العربية والإسلامية، وإبراز أكبر للتطبيقات المتميزة لأدوات التمويل الإسلامي، وبذل مزيد من الجهد لاستحداث أدوات وأساليب تمويلية جديدة ترتبط ارتباطاً





مباشراً بالتنمية الاقتصادية، تكون قابلة للتطبيق وتراعى الأسس الفنية والعملية وقادرة على المنافسة مع أدوات التمويل التقليدية، سعياً لتحقيق ما نصبوا إليه جميعاً من تقدم ورخاء اقتصادي لعالمنا العربي والإسلامي.

والله الموفق والمستعان،،،

الرياض في : ٥ ربيع الآخرة ١٤٤٠ هـ / الموافق ١٢ ديسمبر ٢٠١٨ م

د. أحمد حسن النجار

مستشار وزير مالية جمهورية مصر العربية الأسبق للتمويل الإسلامي والصكوك

خبير مالي واقتصادي







## تقديم

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على خير خلق الله قدوتنا وحبينا  
محمد عليه أفضل الصلاة وأتم التسليم

الحمد لله الذي شرع لنا ما فيه مصلحتنا دنيا وآخرة، وجعل الدنيا دار زوال  
لا دار قرار، ربح من كان عمله وتصرفه وفق مقتضى الشرع وخاب من خالف  
شرع الله طمعنا بمنفعة زائلة، لقوله تعالى: ﴿وَمَا الْحَيَاةُ الدُّنْيَا إِلَّا مَتَاعُ الْعُرُورِ﴾ (٢٠)  
(الحديد: الآية ٢٠)، وقال تعالى: ﴿وَأَبْتَغِ فِيمَا آتَاكَ اللَّهُ الدَّارَ الْآخِرَةَ وَلَا تَنْسَ نَصِيبَكَ  
مِنَ الدُّنْيَا وَأَحْسِنَ كَمَا أَحْسَنَ اللَّهُ إِلَيْكَ﴾ (القصص: الآية ٧٧).

لقد طالعت الكتاب الموسوم بـ **"الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن  
السندات التقليدية"** للباحث رامي محمد كمال، ولا شك أن موضوع الصكوك  
من المواضيع المستجدة في حاضرنا تبعاً لتعقيدات التجارة والحاجة للتمول  
لدى الجهة المصدرة والرغبة في الاستثمار لدى حملة الصكوك، ومما لا شك  
فيه أن الصكوك تتنوع تبعاً لطبيعة العقد المنظم لها، وقد تتخذ أشكالاً متنوعة  
وخاصة في حالات العقود المركبة.

وتعتبر الصكوك وسيلة مهمة تعتمد عليها الشركات والحكومات للحصول  
على السيولة أو الاستثمار لفائض سيولتها فيها، وقد عرج الباحث في بحثه بشكل  
مفصل على تعريف الصكوك وخصائصها التي تميزها عن غيرها من الأدوات  
المالية، وتناول نشأة الصكوك قديماً وحديثاً منوهاً إلى أهميتها في عصرنا  
الحاضر، وأفرد الباحث وأسهب حول أنواع الصكوك، وتطرق بشكل لافت إلى





مجال استخدامها.

وتطرق إلى ما تحويه نشرة الصك عموماً وضوابط ذلك، وتناول الباحث في الفصل الثاني مقارنة بين الصكوك والسندات موضحاً الفروق، ومؤشراً للأثار المترتبة على ذلك، والموقف الشرعي من السندات.

وشملت الدراسة بشيء من التفصيل في فصلها الثالث الحديث عن الصكوك ودورها التنموي مع تجارب عملية لبعض الدول، ووضح أثر الصكوك في توجيه المدخرات للمؤسسات المالية الإسلامية، وأثرها في سد عجز الموازنة، وقدم الباحث مشكوراً نماذج لعدم شرعية بعض الصكوك، وقد أحسن الباحث حين تناول مسألة التحديات التي تواجه سوق إصدار الصكوك وتداولها.

وأخيراً وليس أخراً أدعو الباحث الكريم إلى مزيد من الدراسات والأبحاث في مجال الصكوك فهو مجال رحب وخصب ومليء بالتفاصيل المهمة التي يجب على الباحث أن يتناولها، تهدياً وتخريجاً وتكيفاً ثم الحكم عليها.

مع خالص المحبة

**الدكتور منصور علي القضاة**

**مدير المجموعة الشرعية لبنك نزوى الإسلامي مسقط**

**الموافق الثاني من شهر ربيع الثاني من عام ١٤٤٠هـ**

**الموافق له ٢٠١٨/١٢/٩م**

والله الهادي إلى سبيل الرشاد





## ﴿ مقدمة ﴾

الحمد لله البر الجواد، الذي جلت نعمه عن الإحصاء بالأعداد، المان باللفظ والإرشاد، الهادي إلى سبيل الرشاد، الموفق للتفقه في الدين من لطف به واختاره من العباد. أحمده أبلغ حمد وأكمله، وأزكاه وأشمله، وأشهد أن لا إله إلا الله الواحد الغفار، وأشهد أن محمدا عبده ورسوله، المصطفى المختار صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ وزاده فضلا وشرفا لديه.

### أما بعد:

فقد تطرقت الشريعة الإسلامية إلى موضوع تنمية المال واستثماره بأفضل وأكفأ الوسائل والأساليب المشروعة، ومن أجل ذلك فقد وضعت العديد من الضوابط الشرعية التي تشكل أسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي التي تجمع بين الثبات (تحريم الربا) والمرونة (ملائمتها لكافة الأزمنة) بما يكفل حسن إدارة المال واستثماره بالشكل الذي يحقق الأهداف الإنسانية ويضمن المستوى اللائق للمعيشة لذلك فقد انتشرت فكرة إنشاء المؤسسات المالية التي تتعامل وفقاً للشريعة الإسلامية في العديد من الدول الإسلامية والغربية.

و أقسم أنه إن إستطعنا واجتهدنا للعمل وتطبيق هذا الشرع وآمنا به لوجدنا حلولنا في المشاكل الإقتصادية الحديثة التي صنعها الإنسان بجهله وطمعه وسوء استخدامه لما وهبه الله لنا، ﴿وَلَوْ أَنَّ أَهْلَ الْقُرَىٰ ءَامَنُوا وَاتَّقَوْا لَفَنَحْنَا عَلَيْهِم بِرِكَاتٍ مِّنَ السَّمَاءِ وَالْأَرْضِ وَلَٰكِن كَذَّبُوا فَأَخَذْنَاهُم بِمَا كَانُوا يَكْسِبُونَ﴾ (١).

(١) سورة الأعراف، الآية ٩٦.





﴿ قَالَ أَهَيْطًا مِنْهَا جَمِيعًا بَعْضُكُمْ لِبَعْضٍ عَدُوٌّ فَأِمَّا يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا فَاتَّبِعُوا هُدَايَ فَلَا يَضِلُّ وَلَا يَشْقَى ﴿١٢٣﴾ وَمَنْ أَعْرَضَ عَنْ ذِكْرِي فَإِنَّ لَهُ مَعِيشَةً ضَنْكًا وَنَحْشُرُهُ يَوْمَ الْقِيَامَةِ أَعْمَى ﴿١٢٤﴾ قَالَ رَبِّ لِمَ حَشَرْتَنِي أَعْمَى وَقَدْ كُنْتُ بَصِيرًا ﴿١٢٥﴾ قَالَ كَذَلِكَ أَتَتْكَ آيَاتُنَا فَنَسِينَهَا وَكَذَلِكَ الْيَوْمَ نُنْسِي ﴿١٢٦﴾ ﴾ (١).

كما شكلت الأدوات الاستثمارية المتنوعة التي تنتجها المؤسسات المالية الإسلامية أثراً كبيراً في نجاحها وانتشارها، ومن أكثر هذه الأدوات انتشاراً وشهرةً الصكوك الإسلامية.

وتتبع فكرة الصكوك بالمشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الشرعية « الغنم بالغرم » أي المشاركة في الربح والخسارة من خلال صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من إجارة وسلم واستصناع ومضاربة ومشاركة وغيرها كتطوير مواكب لمتطلبات العصر التمويلية وبديل عن السندات التي تتعامل بالفوائد المصرفية.

وأصبحت الصكوك الإسلامية هي وجهة العديد من المؤسسات لقدرتها على توفير السيولة الخارجية اللازمة وفي نفس الوقت لا يكون لحاملها الحق في إدارة الشركة، وكونها تقوم على المشاركة في الربح والخسارة بالتالي تكون ذات مخاطر أقل، وتختلف الصكوك عن الأسهم في هذه الجزئية حيث لحامل السهم حق المشاركة في الإدارة، ولذلك لم يعد إصدار الصكوك قاصراً فقط على المؤسسات الإسلامية أو الدول الإسلامية، بل أصبحت الدول الغربية تصدر الصكوك الإسلامية.

(١) سورة طه، الآيات ١٢٣-١٢٦.





فعلى سبيل المثال قامت ولاية ساكسوني - أنهالت (Saxony Anhalt) الألمانية بإصدار أول صكوك إسلامية في بلد غير مسلم في عام (٢٠٠٤) بقيمة ١٠٠ مليون يورو.

وسوف نتطرق في هذا الكتاب لكثير من الأمثلة للعديد من المشروعات التي قامت على الصكوك الإسلامية.

وتبرز أهمية الصكوك الإسلامية في استيعابها القدرات الاقتصادية الكبيرة، فقد تعددت مجالات تطبيق الصكوك ومنها استخدامها كأداة فاعلة من أدوات السياسة النقدية وفي تمويل موارد المصارف الإسلامية، واستثمار فائض سيولتها، وفي إعمار الممتلكات، وتمويل المشروعات الحكومية.

وهكذا فإن الصكوك تعتبر صيحة تمويلية جديدة مبعثها فقه المعاملات في الشريعة الإسلامية وآلية تمويلية تعد من أهم مخرجات الفكر الاقتصادي الإسلامي في المعاملات التجارية، كما أنها بديلاً عن السندات التي تعد ربا غير جائز في الفقه الإسلامي.

كما أريد أن أنوه أن أصل ذلك الكتاب كان رسالة ماجستير للباحث سائلاً المولى عزَّجَلَّ الإخلاص والقبول والتوفيق وقد قمت ببعض التعديل الذي يناسب طبعة الكتاب .

وسوف يجديني القارئ بإذن الله أميل إلى البساطة في الكتابة واستخدام أبسط الألفاظ التي يعقلها المتخصص ويفهمها الغير متخصص، فهذا الكتاب ليس للمتخصص فقط ولكن لمن أراد أن يفهم شئ عن الصكوك والسندات ورأي المجامع الفقهية، وهكذا الدين فهو موجه للعالمين حيث قال تعالى في محكم آياته:





﴿وَمَا أَرْسَلْنَاكَ إِلَّا رَحْمَةً لِّلْعَالَمِينَ﴾<sup>(١)</sup>. أي ليس للمؤمنين فقط بل للعالم أجمع.

وأحب أن أختتم المقدمة بمن يوجهون العتاب أو اللوم إلى الفقهاء ويرمونهم أحياناً بالجمود، لأنهم لا يبحثون عن بدائل إسلامية معاصرة، وهذا الكلام عاري عن الصحة تماماً وهو ليس من اختصاصهم أن يدلوا على الحلول الاقتصادية سواء مستنبطة من القرآن والسنة أو غير ذلك، وإنما اختصاصهم أن يقولوا في شأن الحلول التي يقدمها أهل الاختصاص، هل هي تطابق أو لا تطابق الشريعة الإسلامية، والله حسبي ونعم الوكيل .

### سبب اختيار الموضوع: ❁

تعيش معظم البلاد العربية والإسلامية أوضاعاً اقتصادية مأساوية بل زادت بعد الأزمة الاقتصادية العالمية حسب التقارير السنوية والإحصائيات لمراكز الأبحاث العالمية ولعلاج هذه الأوضاع يتطلب توفير سيولة لإقامة المشروعات الكبيرة وتوفير بنية تحتية جيدة مثل المستشفيات والطرق والكباري والجسور والمدارس والجامعات.

ومما لا شك فيه أن الغرب تفوق علينا في هذه الحضارة المادية وبالطبع هم لا ينظرون إلى حل أو حرمة الأشياء فأكثرنا التعامل بالسندات لأن السندات توفر السيولة اللازمة سواء للشركات أو الحكومات، ولكن هناك شبه إجماع على حرمة السندات من مجامع الفقه المختلفة، فقام العلماء المعاصرين من ذوي الخبرة بالتفكير في البديل الإسلامي فظهرت فكرة الصكوك التي تقوم على أساس المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل

(١) سورة الأنبياء، الآية ١٠٧.





وفقاً للقاعدة الشرعية «الغُنى بالغُرم» أى المشاركة فى الربح والخسارة، ونبعت فكرة استصدار الصكوك من صيغ المعاملات الشرعية المعهودة من إجارة وسلم واستصناع ومضاربة وغيرها كتطوير مواكب لمتطلبات العصر التمويلية وبديل عن السندات التي تتعامل بالفوائد المصرفية.

ولكن كيف يكون استخدام تلك الأداة التمويلية، فلذلك قمت باختيار موضوع الصكوك وتوضيح فكرتها وأهميتها الإقتصادية وتجارب بعض الدول لتكون منوال للبلاد العربية والإسلامية التي تريد وتفكر فى نهضة شعوبها وتحقيق مزيد من التقدم والنمو، ولذلك اخترت هذا الموضوع الهام.









# الفصل الأول

## الصكوك نشأتها وعلاقتها بالتمويل الإسلامي

سيتم في هذا الفصل - إن شاء الله - توضيح مفهوم الصكوك وتمييز مفهوم التمويل وكذلك التمويل الإسلامي وأهم المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي، وسيكون ذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفهوم التمويل ومبادئه في الإقتصاد الإسلامي .

المبحث الثاني: الصكوك وبيان نشأتها وأهميتها وأنواعها .







## المبحث الأول

### مفهوم التمويل ومبادئه في الاقتصاد الإسلامي

كان لا بد في بداية هذه الأطروحة من توضيح مفهوم التمويل وكذلك مفهوم التمويل الإسلامي وتوضيح أهم المبادئ الأساسية للتمويل الإسلامي.

## المطلب الأول

### مفهوم التمويل ومبادئه

#### أولاً: تعريف التمويل:

« لغة:

«مَوْءٌ يَمُوءٌ، تمويلاً، فهو مُمَوءٌ، والمفعول مُمَوءٌ ويقال مَوءٌ المشروع: أمده بمال، قدّم له ما يحتاج إليه من مال»<sup>(١)</sup>

« اصطلاحاً:

«تقديم المال، وهو يقوم على علاقة تعاقدية بين طرفين أحدهما يملك فائضاً في رصيده من الأموال والآخر يعاني عجزاً، وعليه فجوهر العملية التمويلية هو تحويل المال من حيث الفائض إلى العجز من أجل تلبية حاجة استهلاكية أو استثمارية وفق صيغة معينة»<sup>(٢)</sup>.

(١) د. أحمد مختار عبد الحميد عمر، معجم اللغة العربية المعاصرة (المتوفى: ١٤٢٤هـ) الطبعة: الأولى، ١٤٢٩هـ - ٢٠٠٨م المجلد الثالث، ص ٢١٣٩.

(٢) أ.د شوقي بورقبة، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة طبعة عالم الكتاب الحديث - الأردن، ص ١١





« تعريف آخر:

«نقل القدرة التمويلية أو الفوائض المالية من فئات الفائض إلى فئات العجز»<sup>(١)</sup>.

« وعرفه البعض أنه :

«مجموعة من الفعاليات التي تؤدي إلى توفير الأموال اللازمة للدفع، والغرض منه تزويد المنشأة أو أي قطاع عامل بالأموال اللازمة لتحقيق أهدافه وتسديد التزاماته المالية وتمويل البرامج المقدمة»<sup>(٢)</sup>

**تعريف التمويل الإسلامي:**

«هو تقديم تمويل عيني أو معنوي إلى المنشآت المختلفة بالصيغ التي تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ووفق معايير وضوابط شرعية وفنية لتساهم بدور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية»<sup>(٣)</sup>.

تعريف آخر: «يتكون مصطلح التمويل الإسلامي من كلمتين لهما معنيين محددين وتشير كلمة «التمويل» إلى الأسواق والمؤسسات المالية التي تقوم باكتساب الموارد وتخصيصها وإدارتها واستثمارها. كما يتناول القضية الأساسية المتمثلة في إدارة وتحويل المخاطر.

(١) د. محمد عبد الحليم عمر، ورقة علمية بعنوان «الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي»، مقدم إلى ندوة الصناعة المالية الإسلامية التي عقدها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة ص ١١ .

(٢) د. سهيل أحمد فضل حوامده، رسالة دكتوراة بعنوان «الوساطة المالية في المصارف الإسلامية»، جامعة اليرموك - كلية الشريعة قسم الإقتصاد والمصارف الإسلامية ١٤٣٢ هـ الموافق ٢٠١١ م، ص ٣٩ .

(٣) د. محمد البلتاجي، ورقة علمية بعنوان «صيغ مقترحة لتمويل المنشآت الصغيرة والمعالجة المحاسبية لصيغة المشاركة المنتهية بالتملك»، مقدمة للمؤتمر السنوي الثاني عشر للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ٢٩-٣١ مايو ٢٠٠٥، عمان - الأردن، ص: ١٥ .





أما كلمة «الإسلامي» فتوحي ببعض الاختلافات الجوهرية بين التمويل الإسلامي ونظيره التقليدي.

فعلى الرغم من إمكان قيام التمويل الإسلامي بالوظائف الأساسية لنظيره التقليدي، إلا أنه يختلف عنه في بعض الخصائص المميزة والفريدة التي تستند على قواعد معينة حدتها الشريعة.

« ومن بين أهم هذه الخصائص :

- تحريم الربا أو نسبة الفائدة المحددة مسبقاً.
- ومنع الغرر في العقود.
- وتحريم القمار (الميسر).
- وتحريم القيام بأنشطة اقتصادية أو استثمارية غير مقبولة أخلاقياً واجتماعياً وإن كانت مربحة (على سبيل المثال التجارة بالمواد الإباحية والقمار والكحول والدعارة).
- وتحريم الاحتكار.
- وفرض الزكاة والتعاون لما فيه مصلحة المجتمع من خلال الالتزام بالأحكام الشرعية عند ممارسة التجارة والاستثمار<sup>(١)</sup>.

بالتالي نلاحظ أن الفرق بين مفهوم التمويل ومفهوم التمويل الإسلامي هو إضافة الناحية الشرعية للتمويل الإسلامي بمعنى أن يتم نقل القدرة التمويلية من

(١) النظام المالي الإسلامي المبادئ والممارسات ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، ص ٤٨





وحدات الفائض إلى وحدات العجز ولكن بالضوابط الشرعية التي أقرها الشرع الحنيف، فمثلاً إن تمت العملية التمويلية بنوع من أنواع الربا فهي لا تدخل ضمن التمويل الإسلامي.





## المطلب الثاني

### المبادئ الأساسية التي تحكم عملية التمويل في الاقتصاد الإسلامي

يقول ابن رشد في بداية المجتهد ونهاية المقتصد: «إذا اعتبرت الأسباب التي من قبلها ورد النهي الشرعي في البيوع، (وهي أسباب الفساد العامة) وجدت أربعة: أحدها: تحريم عين المبيع. والثاني: الربا. والثالث: الغرر. والرابع: الشروط التي تتول إلى أحد هذين أو لمجموعهما، وهذه الأربعة هي بالحقيقة أصول الفساد»<sup>(١)</sup>.

ويستنبط من كلام ابن رشد أن هناك مبادئ تحكم المعاملات المالية ومعرفة هذه المبادئ هام جداً حتى نتجنب فساد المعاملات والعقود المالية، وسوف أشير هنا لبعض المبادئ مع التركيز على الآثار الاقتصادية لهذه المبادئ، ومن هذه المبادئ:

- (١) الربا.
- (٢) الغرر.
- (٣) الإكتناز.
- (٤) إنفاق واستثمار المال في الطيبات.

### أولاً: تحريم الربا: ❁

« يُعَرَّفُ الرِّبَا لُغَةً بِأَنَّهُ:

الزيادة والنماء، جاء في لسان العرب: (ربا الشيء يربو ربواً ورباءً: زاد ونما)<sup>(٢)</sup>

(١) محمد بن أحمد بن محمد بن أحمد بن رشد القرطبي الشهير بابن رشد الحفيد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، طبعة دار المعرفة - بيروت، تحقيق عبد المجيد حليبي، الطبعة الأولى ١٤١٨هـ - ١٩٩٧م، كتاب البيوع ص ١٧٦.

(٢) ابن منظور، لسان العرب، طبعة دار صادر - بيروت، المجلد الرابع عشر، ص ٣٠٤.





« اصطلاحاً :

«الزيادة على أصل المال من غير بيع»<sup>(١)</sup>.

وقد جاء تحريمه صريحاً في الكتاب والسنة قال تعالى: ﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾<sup>(٢)</sup>.

وروى أبي هريرة رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ أَنَّ النَّبِيَّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ: «اجْتَنِبُوا السَّبْعَ الْمُوبِقَاتِ»، قَالُوا: يَا رَسُولَ اللَّهِ وَمَا هُنَّ؟ قَالَ: «الشُّرْكُ بِاللَّهِ، وَالسَّحَرُ، وَقَتْلُ النَّفْسِ الَّتِي حَرَّمَ اللَّهُ إِلَّا بِالْحَقِّ، وَآكُلُ الرِّبَا، وَآكُلُ مَالِ الْيَتِيمِ، وَالتَّوَلَّى يَوْمَ الرَّحْفِ، وَقَذْفُ الْمُحْصَنَاتِ الْمُؤْمِنَاتِ الْغَافِلَاتِ»<sup>(٣)</sup>.

### الآثار الاقتصادية للربا: ❁

- ١) الربا يشجع على الكسل بالتالي له تأثير على سلبي على الإنتاجية.
- ٢) الربا يساعد على تقسيم المجتمع إلى طبقة أغنياء وفقراء مما يساعد على سوء توزيع الثروات.
- ٣) الربا يساعد على غلاء الأسعار لأن التاجر أو المستثمر الذي يقترض من أجل توفير المال فسوف يقترض بنسبة فائدة بالتالي يزيد في السعر لتغطية المبلغ الربوي، ويحدث اضطراب في حياة الناس لعدم قدرتهم على الشراء.

(١) سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، طبعة المكتب الإسلامي، الطبعة الأولى ٢٠٠٢م، ص ١٥٤.

(٢) سورة البقرة آية ٢٧٨ .

(٣) أخرجه البخاري كتاب الحدود -باب رَمَى الْمُحْصَنَاتِ حديث ٦٨٥٧، طبعة المكتبة العصرية- خمس مجلدات، ومسلم كتاب الإيمان - باب بيان الكبائر وأكبرها حديث ١٨٩ تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي - طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت خمس مجلدات .







٤) الربا يساعد على البطالة لأن بعض المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم بالربا دون الحاجة لإستثمارها في إقامة مشروعات مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة البطالة وتعطيل الطاقات البشرية، وهذا ما نلاحظه حتى في الدول الغربية مع تقدمها إلا أننا نجد أيضاً هناك نسب بطالة.

٥) الربا يساعد على الكساد لأن مع ارتفاع الأسعار يحجم الناس على الشراء بالتالي يحدث كساد للبضائع في المخازن، بالتالي يقرر المصنع تخفيض الإنتاجية مما يضطر معه للإستغناء عن بعض العاملين، ولا يكتفى المرابي بذلك بل يضطر هو أيضاً لسحب أمواله مما يؤثر على السيولة وتحدث حينها الأزمات الاقتصادية.

### ❁ قرارات مجمع البحوث الإسلامية بالأزهر الذي فصل في القضية (قضية فوائد البنوك) وذلك في سنة ١٣٨٤هـ / ١٩٦٥م، حيث جاء فيها<sup>(١)</sup> :

١) الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرّم لا فرق في ذلك بين ما يُسمّى بالاستهلاكى وما يُسمّى بالقرض الإنتاجى؛ لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين: ربا الفضل و ربا النسيئة.

٢) قليل الربا وكثيره حرام.

٣) الإقراض بالربا محرّم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة، ولا يرتفع إثمه عن المقترض إلا إذا دعت الضرورة.

(١) مجلة الاقتصاد الإسلامى، ص ٢٢، عدد ٦٦، جمادى الأولى ١٤٠٧ هـ، يناير ١٩٧٧.





## ثانياً: الغرر في المعاملات:

« لغة:

الخطر، والتعريض للتهلكة، وبيع الغرر هو بيع ما يجهله المتبايعان، أو ما لا يوثق بتسلمه، كبيع السمك في الماء، أو الطير في الهواء<sup>(١)</sup>.

« اصطلاحاً:

صفة في المعاملة تجعل بعض أركانها مستورة العاقبة (النتيجة)، أو هو: ما تردد أثره بين الوجود والعدم<sup>(٢)</sup>

## حكم الغرر:

أجمع أهل العلم قاطبة على تحريم الغرر وذلك لورود أحاديث صحيحة عن النبي صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ تنهى التعامل بالغرر ومنها:

- عن أبي سعيد الخدري قال: «نهى رسول الله صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عن بيع ما في بطون الأنعام حتى تضع وعمّا في ضروعها إلا بكيل وعن شراء الغنائم حتى تقسم وعن شراء الصدقات حتى تقبض وعن شراء العبد وهو آبق وعن ضربة الغائص».

(١) المعجم الوسيط المؤلف: مجمع اللغة العربية بالقاهرة، الإدارة العامة للمعجمات وإحياء التراث، مكتبة الشرق الدولية، الطبعة الرابعة ١٤٢٩هـ-٢٠٠٩م، ص ٦٧١.

(٢) المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر ١٤٣٧هـ- ديسمبر ٢٠١٥، الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (الأبوفي)، ومقرها المنامة-البحرين، طبعة دار الميمان للنشر والتوزيع-الرياض-المملكة العربية السعودية، المعيار الشرعي ٣١ والخاص بالغرر ص ٧٨١.





- عَنْ سَعِيدِ بْنِ الْمُسَيَّبِ؛ أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ نَهَى عَنْ بَيْعِ الْغَرْرِ<sup>(١)</sup>.
- وقال الإمام مالك رَحِمَهُ اللَّهُ: «وَالْأَمْرُ عِنْدَنَا، أَنَّ مِنَ الْمُخَاطَرَةِ، وَالْغَرْرِ، اشْتِرَاءَ مَا فِي بَطُونِ الْإِنَاثِ. مِنَ النِّسَاءِ، وَالذَّوَابِّ لَا يُدْرَى أَيُخْرَجُ، أَمْ لَا يُخْرَجُ؟ فَإِنْ خَرَجَ لَمْ يُدْرَ أَيُكُونُ حَسَنًا، أَمْ قَبِيحًا. أَمْ تَامًّا، أَمْ نَاقِصًا. أَمْ ذَكَرًا، أَمْ أُنْثَى. وَذَلِكَ كُلُّهُ يَتَفَاضَلُ. إِنْ كَانَ عَلَى كَذَا، فَقِيَمْتُهُ كَذَا. وَإِنْ كَانَ عَلَى كَذَا، فَقِيَمْتُهُ كَذَا»<sup>(٢)</sup>.

### ضابط الغرر المفسد للمعاملات:

يفسد الغرر المعاملة إذا توافرت فيه الشروط الأربعة الآتية<sup>(٣)</sup>:

- ١) أن يكون الغرر في عقد معاوضة مالية أو ما معناها (مثل البيع أو الإجارة لأن الغرر لا يؤثر في عقود التبرعات)
- ٢) أن يكون الغرر كثيراً (أي أن يغلب على العقد صفة الجهالة حتى يوصف العقد به ومن شأنه أن يؤدي إلى نزاع مثل بيع الثمر قبل ظهوره وهذا الغرر يؤثر في العقد فيفسده، أما الغرر اليسير والذي ليس من شأنه أن يؤدي إلى نزاع فلا يكاد يخلو منه عقد مثل بيع الدار دون رؤية أساسها).
- ٣) أن يكون الغرر في المعقود عليه أصالة.

(١) مالك بن أنس بن مالك بن عامر الأصبحي المدني، الموطأ، طبعة مكتبة الصفا للنشر والتوزيع، مراجعة الشيخ طه عبد الرؤوف سعد حديث ١٣٥٤ ص ٣٨٧.

(٢) المرجع السابق ص ٣٨٨.

(٣) المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر ١٤٣٧هـ-ديسمبر ٢٠١٥، الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (الأيوبي)، ومقرها المنامة-البحرين، طبعة دار الميمان للنشر والتوزيع-الرياض-المملكة العربية السعودية ص ٧٨٢.





٤ ( ألاّ تدعو الحاجة المعتبرة شرعاً إلى العقد المشتمل على غرر (أي) سدت جميع الطرق الشرعية الموصلة إلى الغرض ولم يبق سوى ذلك العقد المشتمل على غرر كثير).

وبخصوص الشرط الرابع وهو ألاّ تدعو الحاجة المعتبرة شرعاً إلى العقد أرى أنه ضابط ليس محله لأن الله سُبْحَانَهُ وَتَعَالَىٰ شَرَعَ هذا الشرط وهو الإضرار للحفاظ على الحياة وهي من الضروريات الخمس مثل إباحة أكل الميتة للمضطر، أما في العقود المالية فنحن غير مضطرين وليس به ضرورة للحفاظ على الحياة أو الحفاظ على الأموال، أما كون أننا ضابط للضرورة فسيأتي جميع المستثمرين بالضرورة التي تبيح لهم العقد وسيكون هناك تساهل في الأمور المالية وإبرام العقود.

### الصور الحديثة للغرر: ❁

« (١) ومن الصور الحديثة للغرر هي المسابقات التي تتم بواسطة الاتصالات الحديثة:

حيث تقوم الجهة المنظمة برصد عدد من الجوائز يتهافت عليها الناس من أجل الحصول عليها ويتحمل كل مشارك تكلفته من خلال الإتصال على الجهة المنظمة وتربح هذه الجهة من كل اتصال أو كل رسالة نصية مثلاً، ومثل هذه المسابقات تربي الكسل، وتعتمد على الجهالة.

ولقد حرم هذه المسابقات عدة علماء مثل د.يوسف القرضاوي، د.نصر فريد واصل مفتي الديار المصرية الأسبق، وهنا يدفع المتسابق المال الذي يتمثل في تكلفة المكالمة أو الرسالة، وقد يحصل على شيء وقد لا يحصل، والجوائز تؤخذ من تكلفة هذه المكالمات أو تكلفة هذه الرسائل، بل وتزيد الجهة المنظمة





في الأسعار، فالغرر هنا كثير بالتالي يفسد المعاملة ويحرمها<sup>(١)</sup>

« ٢ ) ومن الصور الحديثة أيضاً للغرر هي عقد التأمين التجاري:

فمبلغ التأمين الذي وقع عليه العقد قد يحصل عليه المستأمن وقد لا يحصل عليه، لأن حصوله يتوقف على حصول الخطر المؤمن منه، وهو قد يقع وقد لا يقع، وعقد التأمين يتضمن الغرر في مقدار العوضين فالمستأمن يجهل مقدار ما سيأخذ، والشركة تجهل مقدار مجموع الأقساط .

وعقد التأمين يتمن الغرر في الأجل كما في التأمين العمري حيث تلتزم شركة التأمين بدفع مبلغ التأمين عند وفاة المستأمن وهو أجل مجهول، بهذا يتبين أن عقد التأمين التجاري يتضمن غرراً كبيراً فاحشاً يفسد العقد<sup>(٢)</sup>.

### ✽ ثالثاً: تجنب اكتناز المال:

والدليل قوله تعالى: ﴿وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يُنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ﴾<sup>(٣)</sup>.

« الكَنْزُ:

«المال المدفون تحت الأرض، هذا هو الأصل، فإذا أخرج منه الواجب عليه لم يبق كنزاً وإن كان مكنوزاً، وفي الحديث: كل مال لا تؤدي زكاته فهو كنز

(١) انظر تريحان ترميجان، رسالة ماجستير بعنوان «الغرر وتطبيقاته في المعاملات المالية المعاصرة» جامعة سوراكرتا المحمية - أندونيسيا، عام ٢٠١٥، ص ٢١.

(٢) د. محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، طبعة دار النفائس للنشر والتوزيع - الأردن، الطبعة السادسة عام ١٤٢٧هـ - ٢٠١٧م، ص ١٠٠.

(٣) سورة التوبة آية ٣٤.





والجَمْعُ كُنُوزٌ»<sup>(١)</sup>.

« وجاء في مقاييس اللغة :

«الكاف والنون والزاء أصيل صحيح يدل على تجمع في شيء. من ذلك ناقة كناز اللحم، أي مجتمعة»<sup>(٢)</sup>.

« ويعرّف الاكتناز اصطلاحاً بأنه :

«منع الزكاة وحبس المال الذي يفضل عن الحاجة عن الإنفاق في سبيل الله، وسبيل الله هو النفع العام والخير والمصلحة العامة»<sup>(٣)</sup>  
وقال ابن عمر: «كل مال يؤدي زكاته، فليس بكنز؛ وإن كان مدفوناً، وكل مال لا يؤدي زكاته، فهو كنز، وإن لم يكن مدفوناً»<sup>(٤)</sup>.

### الآثار الاقتصادية للاكتناز<sup>(٥)</sup> :

- \* يؤدي الاكتناز إلى إلغاء منفعة الأذخار الذي له دور كبير في تنمية المجتمع.
- \* إن حبس الأموال عن التداول يؤدي إلى ندرتها في السوق ومن ثم يصبح لها ثمن، وثمانها هو سعر الفائدة وهو الربا المحرّم في الإسلام.

(١) ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، الجزء الخامس ص ٤٠٢.

(٢) ابن فارس، معجم مقاييس اللغة، طبعة دار الفكر، تحقيق عبد السلام محمد هارون، الجزء ٥ ص ١٤١.

(٣) مجلة البنوك الإسلامية، عدد ٣٧، ذو القعدة ١٤٠٤ هـ، أغسطس ١٩٨٤ م، ص ٤٧.

(٤) الإمام بن مسعود البغوي (صاحب التفسير المعروف)، التهذيب في فقه الإمام الشافعي، طبعة دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى ١٤١٨ هـ-١٩٩٧ م، الجزء الثالث ص ٩٥.

(٥) مجمع البحوث الإسلامية في الأزهر، الأعمال المصرفية في الإسلام، القاهرة ١٤٠٥ هـ-١٩٨٥ م، ص ١٤٨-١٤٩.





\* إن عدم إنفاق المال في سبيل الله وفي مشاريع الخير يؤدي حتماً إلى عدم إخراج الزكاة، وهي حق الفقراء الذي فرضه الله في أموال الأغنياء، والبديل الشرعي للاكتناز هو استثمار المال بالطرق المشروعة المتمثلة في صيغ التمويل الإسلامية.

بالتالي نرى أن الإكتناز يؤدي إلى تعطيل متعمد لنعمة المال في دفع عجلة التنمية وحبس له عن أداء دوره وكثير من المكتنزين ينتظر هذا المال ليضارب به وهنا يأتي دور تحفيز هؤلاء إلى الإستثمار عبر القنوات الشرعية التي أحلها الشرع، ولذلك من الضروري أن يكون هناك شركات إحصائية وبيانية عن الإستثمار في كل دولة تقوم بتوضيح الطريق أمام المستثمرين من خلال الإحصائيات اللازمة، مجالات الإستثمار في الدولة، وما الذي يحتاجه الناس من ضروريات ثم من تحسينات، وبالطبع هذا يقلل من عملية الإكتناز وبالتالي أستطيع أن أقول أن الإستثمار هو البديل الشرعي للاكتناز.

#### رابعاً: إنفاق واستثمار المال في الطيبات:

والدليل قوله تعالى: ﴿وَيُحِلُّ لَهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَيُحَرِّمُ عَلَيْهِمُ الْخَبَائِثَ﴾<sup>(١)</sup>.

إن من أهمّ الضوابط التي وضعها الإسلام لإنفاق المال أو اكتسابه الالتزام بالطيبات والابتعاد عن الخبائث والمحرمات.

« وتعرف الطيبات لغة على أنها:

«جمع طيب. وَالطَّيِّبُ: ضد الخبيث. وَيُقَالُ: كل ما يلذ للنفس طيب. فَيُقَالُ: للطعام المِلْدُ: طيب. وللريح المِلْدَةُ: طيبة. ويستعار فيمَا لَا اِثْمَ فِيهِ. فَيُقَالُ: هَذَا

(١) سورة الأعراف آية ١٥٧.





كسب طيب، أي: حلال»<sup>(١)</sup>. ويرى الفقهاء أن الطيبات هي كل ما كان فيه منفعة للإنسان وإن اختلفت ضرورتها، لذلك فهم يصنفون حاجات الناس حسب هذه الضرورة، ويرون أن من واجب المسلم أن يستثمر أمواله حسب الأولوية في هذا الترتيب.

أما عن الخبائث والمحرمات فيقول الإمام الشاطبي: «التي نهى الإسلام عن تمويلها أو الاستثمار فيها، فهي الأعمال والمهن التي جاء تحريمها صريحاً في الكتاب أو السنة أو في اجتهادات الفقهاء؛ لأن بعضها جاء مع تطور الحضارة، وما أفرزته من سلبات المجتمعات الأخرى غير الإسلامية»<sup>(٢)</sup>.

والاستثمار في الطيبات يعتبر من المبادئ الهامة التي تحكم الاقتصاد الإسلامي لأنه كما أوضحنا من قبل أن التمويل الإسلامي يحكمه الضوابط الشرعية فلا يجوز الاستثمار مثلاً في مشروع تربية الخنازير لأن هناك نصوص شرعية تنهي عن أكل لحم الخنزير، كذلك لا يجوز الاستثمار ووضع الأموال في مشاريع صناعة المسكرات لورود الآيات والأحاديث الدالة على تحريم المسكرات، وهكذا بخصوص جميع الأعمال التي جاء فيها نصوص صريحة سواء من الكتاب أو السنة.



(١) أبو فرج الجوزي، نزهة الأعين النواظر في علم الوجوه والنظائر، المتوفى ٥٩٧هـ، طبعة مؤسسة الرسالة - بيروت، الطبعة الأولى ١٤٠٤هـ-١٩٨٤م، تحقيق محمد عبد الكريم كاظم الراضي، ص ٤١٧.  
(٢) الإمام الشاطبي، الموافقات في أصول الشريعة، طبعة دار بن عفان، الجزء الثاني، ص ٣٢٤.







## المطلب الثالث

### الضوابط العامة للتمويل الحكومي

تحتاج الحكومات أيضاً إلى التمويل لكي تستطيع أن تقوم بالدور المنوط بها في كافة المجالات ولكن ينبغي أن يكون ذلك التمويل منضبط ومتماشياً مع أحكام الشريعة الإسلامية ولذلك سوف نذكر أيضاً أهم المبادئ التي ينبغي أن تؤخذ في الاعتبار.

#### ❁ وأهم هذه المبادئ<sup>(١)</sup>:

- ١) عدم قيام أساليب التمويل الحكومي على الفائدة الربوية المحرمة شرعاً.
- ٢) مراعاة أحكام العقود الشرعية في العلاقة التعاقدية بين الحكومة ومقدمي التمويل، وفي اجراءات إصدار وتداول وتسييل وتصفية الأدوات المالية.
- ٣) مراعاة العدالة بين الأجيال عند اختيار أسلوب التمويل، فعند الحاجة إلى تمويل نفقات جارية تستخدم أدوات مالية قصيرة الأجل حتى لا يدفع الجيل القادم أعباء مالية استفاد منها الجيل الحالي، أما عند الحاجة إلى تمويل نفقات رأسمالية يستفيد الجيل القادم منها فإنه لا مانع من استخدام أدوات طويلة الأجل ومراعاة أن الجيل الحالي يستفيد من مشروعات قام بها الجيل السابق كما جاء «لولا أن الثاني يرتفق - يبتنع - بما أنشأه الأول حتى يصير به مستغنياً لافتقر أهل كل

(١) د. محمد عبد الحليم عمر، ورقة علمية بعنوان «الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي»، مقدم إلى ندوة الصناعة المالية الإسلامية التي عقدها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - التابع للبنك الإسلامي للتنمية، في الفترة ١٥-١٨ أكتوبر ٢٠٠٠م - بالإسكندرية، ص ٢٢.





عصر إلى إنشاء ما يحتاجون إليه من منازل السكنى وأراضي الحرث، وفي ذلك من الاعواز وتعذر الامكان ما لا خفاء به».

٤ ( تحقيق المنفعة لطرفي العقد وهي للحكومة تجميع المال اللازم، ولمقدم التمويل الحصول على عائد مناسب وفق الأحكام الشرعية.

٥ ( قابلية الأدوات المالية للتسييل قبل حلول موعد التصفية لامكان الحصول على ما يلزم لمقدم التمويل وبالطريقة التي تناسب كل أداة وتتفق مع الأحكام الشرعية.

٦ ( العمل على تقليل درجة المخاطرة والتوزيع العادل لها طبقاً للقاعدة الشرعية «الخراج بالضمان».





## المبحث الثاني

### الصكوك

سوف أقوم في هذا المبحث بتعريف مفهوم الصكوك لغة واصطلاحاً وكذلك بيان فكرة الصكوك ونشأتها وتوضيح الخصائص العامة للصكوك وأنواعه وأهم مجالات الاستخدام

## المطلب الأول

### تعريف الصكوك

#### أولاً: الصك في اللغة:

يقول ابن منظور<sup>(١)</sup>: «الصك: الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل: هو الضرب عامة بأي شيء كان، صكه يصكه صكا، الأصمعي: صكته ولكمته وصككته ودككته ولككته، كله إذا دفعته. وصكه أي ضربه، ومنه قوله تعالى: ﴿فَصَكَّتْ وَجْهَهَا﴾<sup>(٢)</sup>.

(١) هو محمد بن مكرم بن علي، أبو الفضل، جمال الدين ابن منظور الأنصاري الرويفي الإفريقي، صاحب (لسان العرب): الإمام اللغوي الحجة من نسل رويغ بن ثابت الأنصاري. ولد بمصر عام ٦٣٠ هـ (وقيل: في طرابلس الغرب) وخدم في ديوان الإنشاء بالقاهرة. ثم ولي القضاء في طرابلس، وعاد إلى مصر فتوفي فيها عام ٧١١ هـ، وقد ترك بخطه نحو خمسمائة مجلد، وعمي في آخر عمره. قال ابن حجر: كان مغرم باختصار كتب الأدب المطولة، وقال الصفدي: لأعرف في كتب الأدب شيئاً إلا وقد اختصره. أشهر كتبه (لسان العرب) طبع في عشرون مجلداً، جمع فيه أمهات كتب اللغة، فكاد يغني عنها جميعاً.

(٢) سورة الذاريات آية ٢٩ .





وفي حديث ابن الأكوع: «فأصك سهما فيرجله»<sup>(١)</sup>: أي أضربه بسهم، ومنه الحديث: «فاصطكوا بالسيوف»<sup>(٢)</sup>: أي تضاربوا بها»<sup>(٣)</sup>.

ويقول الجوهري<sup>(٤)</sup>: «الصك في اللغة: والصك: كتاب، وهو فارسيٌّ معرَّب، والجمع أَصْكٌ وَصِكَكٌ وَصُكُوكٌ»<sup>(٥)</sup>.

#### « وفي المعجم الوسيط:

«الكتاب يُكتب في المعاملات، أو وثيقة بمال أو نحوه، أو نموذج مطبوع على شكل معين يستعمله المودع في أحد المصارف للأمر بصرف المبلغ المحرر به من النقد»<sup>(٦)</sup>.

#### « الصك في الإصطلاح:

### تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية<sup>(٧)</sup>: «عبارة

(١) أخرجه الإمام مسلم: كتاب الجهاد والسير، باب غزوة ذي قرد وغيرها حديث ١٨٠٧ طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت.

(٢) رواه الطبراني في المعجم الكبير باب من اسمه شيبية (لأن الحديث عن مصعب بن شيبية عن أبيه) يوم حنين حديث ٧١٩١ طبعة مكتبة ابن تيمية القاهرة .

(٣) ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، الجزء العاشر ص ٤٥٦ .

(٤) هو عالم ولغوي، يكنى بأبي نصر، أصله من «فاراب»، أول من حاول الطيران ومات في سبيله، ودخل العراق صغيراً فقرأ العربية على أبي علي الفارسي، والسيرافي، وسافر إلى الحجاز فطاف البادية، بلاد ربيعة ومضر، فأخذ العربية مشافهة من العرب، قال عنه ياقوت: كان من أعاجيب الزمان، ذكاء وفطنة وعلماء. وصنع جناحين من خشب وربطهما بحبل، وصعد سطح داره، ونادى في الناس: لقد صنعت ما لم أسبق إليه وسأطير الساعة، فزدحم أهل نيسابور ينظرون إليه، فتأبط الجناحين ونهض بهما، فخانه اختراعه، فسقط إلى الأرض قتيلاً

(٥) الجوهري، أبو نصر إسماعيل بن حماد (المتوفى: ٣٩٣هـ)، الصحاح تاج اللغة وحصاح العربية.

(٦) المعجم الوسيط، مجمع اللغة العربية بالقاهرة، ص ٥١٩ .

(٧) تأسست هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، والتي كانت تسمى سابقاً =





عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وتعرف هذه الصكوك بالصكوك الإستثمارية تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض»<sup>(١)</sup>.

**وعرفها البعض:** «تطلق في التمويل الإسلامي على أوراق مالية قابلة للتداول، تشبه الأسهم والسندات، الأصل أنها يجب أن تكون شبيهة بالأسهم، ولكنها قد تصبح في الواقع العملي مثل السندات مضمونة الأصل والفائدة»<sup>(٢)</sup>

**كما عرفته هيئة الأوراق المالية الماليزية للصكوك في دليلها الخاص بالأوراق المالية الإسلامية بأنها:** «وثيقة أو شهادة تمثل قيمة الأصل»<sup>(٣)</sup>

**وعرفها الدكتور أشرف دوابه بأنها:** «وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في موجودات معينة ومباحة شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية»<sup>(٤)</sup>

=: «هيئة المحاسبة المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية» (الهيئة) بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ ١ صفر ١٤١٠هـ الموافق ٢٦ فبراير ١٩٩٠م في الجزائر. وقد تم تسجيل الهيئة في ١١ رمضان ١٤١١هـ الموافق ٢٧ مارس ١٩٩١م في دولة البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة غير هادفة للربح.

(١) تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية معيار رقم ١٧. طبعة صفر ١٤٣٧هـ -ديسمبر ٢٠١٥، ص ٤٦٧.

(٢) د. رفيق يونس المصري، التمويل الإسلامي طبعة دار القلم دمشق، ص ١٤٧

(٣) النظام المالي الإسلامي المبادئ والممارسات ترجمة كرسي سابق لدراسات الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ٤٤٢.

(٤) د. أشرف محمد دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق ص ٢٠.





« ومن خلال التعريفات السابقة يمكن أن نستخلص الخصائص التالية التي تميز الصكوك عن غيرها من الأدوات المالية :

- ١ ( وثائق وأوراق مالية متساوية القيمة.
- ٢ ( وثيقة تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات.
- ٣ ( صاحب الصك يستحق المشاركة في أرباح المشروع، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيب من الخسارة بمقدار حصته.
- ٤ ( قابلية التداول ما لم تمثل نقداً أو ديناً.
- ٥ ( يتم الاستثمار من خلال الصكوك في الأنشطة المباحة شرعاً لأنها متوافقة وأحكامها مع الشريعة الإسلامية.





## المطلب الثاني

### فكرة ونشأة الصكوك الإسلامية

#### ❖ الفرع الأول: فكرة الصكوك:

تقوم فكرة الصكوك على «المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الشرعية «الْعُنْمُ بِالْعُرْمِ» أى المشاركة في الربح والخسارة، وذلك على منوال الأسهم العادية في شركات المساهمة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض ولها شخصية معنوية مستقلة وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين، ومن حق كل حامل صك المشاركة في رأس المال والتداول والهبة والإرث ونحو ذلك من المعاملات في الأوراق المالية، وقد تكون الجهة المُصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية أو أي بيت تمويل إسلامي أو الحكومات»<sup>(١)</sup>.

وتتفق الصكوك وأسهم الشركات المساهمة في أن كلا منهما شركة تتكون بطريقة يحددها القانون، برأس مال مقسم إلى أجزاء متساوية ويسمى كل منها سهماً أو صكاً ويكتتب فيه دون الحاجة إلى توفير الثقة الشخصية بين المكتتبين في الأسهم وذلك لتحقيق غرض معين.

ولكن تختلف الصكوك عن الأسهم في أن صاحب السهم له الحق في المشاركة في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة، أما صاحب الصك

(١) د. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، طبعة دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع-الإسكندرية، ص ٣١.





فليس له حق المشاركة في الإدارة.

### الفرع الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية:

على الرغم من النظر عموماً إلى الصكوك بصفتها أداة مالية إسلامية معاصرة إلا أن استخدامها يعود إلى القرن الأول في عهد الخلافة الأموية<sup>(١)</sup>، حيث جاء في كتاب الموطأ للإمام مالك رَحِمَهُ اللهُ: وحدثني عن مالك أنه بلغه، أن صكوك أخرجت للناس في زمان مروان بن الحكم من طعام الجار، فتبايع الناس تلك الصكوك بينهم قبل أن يستوفوها، فدخل زيد بن ثابت، ورجل من أصحاب رسول الله صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ على مروان بن الحكم، فقال: «أتحل بيع الربا يامروان؟ فقال: أعوذ بالله، وماذاك؟ فقال: الصكوك تبايعها الناس، ثم باعوها، قبل أن يستوفوها، فبعث مروان الحرس يتبعونها، ينزعونها من أيدي الناس، ويردونها إلى أهلها»<sup>(٢)</sup>.

**أما في العصر الحديث** يعود سبب ظهور ونشأة الصكوك الإسلامية إلى حاجة المجتمع الإسلامي إلى مصادر تمويلية مستمدة من الشريعة الإسلامية بديلاً عن السندات المقترنة بفوائد ثابتة، حيث بدأ بعض الباحثين بطرح البدائل، وسوف أقوم بطرح نشأة الصكوك على شكل نقاط وهي كالتالي:

(١) وترجع نشأة الصكوك إلى عام ١٩٨٣ م، وذلك بعد أن اتضح لمسئولي البنك المركزي الماليزي عزوف «بنك إسلام ماليزيا» - أول بنك

(١) النظام المالي الإسلامي المبادئ والممارسات ترجمة كرسي سابق لدراسات الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ٤٤٤.

(٢) أخرجه الإمام مالك في الموطأ كتاب البيوع باب العينة وما يشبهها حديث ١٣٣٩ طبعة المكتبة العصرية بيروت، الإمام مسلم كتاب البيوع باب بطلان المبيع قبل القبض حديث ١٥٢٨ طبعة دار إحياء التراث العربي - بيروت







إسلامي في ماليزيا - عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزانة؛ كونها مخالفة للشريعة الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على ربا<sup>(١)</sup>.

(٢) أصدر مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي في دورته الرابعة المنعقدة في جدة عام ١٩٨٨م قراراً يتضمن الضوابط الشرعية لسندات المقارضة، وورد في هذا القرار اقتراح تسمية هذه الأداة الاستثمارية بصكوك المقارضة<sup>(٢)</sup>.

وذلك نص القرار: بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار:

إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره الرابع بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٨-٢٣ جمادى الآخرة ١٤٠٨ الموافق ٦-١١ شباط (فبراير) ١٩٨٨م، بعد اطلاعه على الأبحاث المقدمة في موضوع سندات المقارضة وسندات الاستثمار، والتي كانت حصيلة الندوة التي أقامها المجمع بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية بتاريخ ٦-٩ محرم ١٤٠٨هـ الموافق ٢-٨ أيلول ١٩٨٧م تنفيذاً للقرار رقم (٣/١٠) المتخذ في الدورة الثالثة للمجمع وشارك فيها عدد من أعضاء المجمع وخبرائه وباحثي المعهد وغيره من المراكز العلمية والاقتصادية، وذلك للأهمية البالغة لهذا الموضوع وضرورة استكمال جميع جوانبه، للدور الفعال لهذه الصيغة في زيادة القدرات على تنمية الموارد العامة عن طريق اجتماع المال

(١) انظر د. أحمد جابر بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق في مجلة المسلم لمعاصر العدد ١٥٢ عام ٢٠١٤م.

(٢) القرار رقم ٣٠ (٤/٣)، وتقوم سندات المقارضة على أساس المضاربة.





والعمل. وبعد استعراض التوصيات العشر التي انتهت إليها الندوة ومناقشتها في ضوء الأبحاث المقدمة في الندوة وغيرها، قرر ما يلي: من حيث الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة:

سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه، ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية صكوك المقارضة<sup>(١)</sup>.

٣) ثم انتشر بعد ذلك التعامل بالصكوك الإسلامية في الدول الإسلامية، وقد تميزت بعض هذه الدول بالتوسع والتنوع في مجال إصدار الصكوك كماليزيا التي تعتبر السوق الأولى للصكوك الإسلامية. وكان أول إصدار للصكوك في ماليزيا عام ١٩٩٥ لبناء محطة طاقة كهربائية بقيمة ٣٥٠ مليون دولار<sup>(٢)</sup>.

٤) في عام ٢٠٠٣ أصدر المجلس الشرعي في هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية معياراً شرعياً مفصلاً عن الصكوك عام ٢٠٠٣م<sup>(٣)</sup>.

(١) <http://www.iifa-aifi.org/1713.html> الموقع الرسمي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، ونص قرار المجمع يوجد أيضاً في مجلة مجمع الفقه الإسلامي في العدد الرابع، الجزء الثالث، ص ١٨٠٩.

(٢) الصكوك الإسلامية مالها وما عليها، موقع المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية

<http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=638&Cat=8&RetId=2>.

(٣) المعيار الشرعي رقم/١٧ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، طبعة ديسمبر ٢٠١٧، ص ٦٧٤.





٥) ثم توالى بعد ذلك اصدار الصكوك من عدة دول مثل الإمارات، والمملكة العربية السعودية والبحرين وقطر وألمانيا وبريطانيا.

٦) في شهر يناير عام ٢٠٠٩ قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية بماليزيا بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك، ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان، بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر، ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته<sup>(١)</sup>.



(١) د. علاء الدين زعتري، (أمين الفتوى؛ إدارة الإفتاء العام، وزارة الأوقاف السورية عضو الهيئة الاستشارية الشرعية لمجلس النقد والتسليف - مصرف سورية المركزي - عضو اللجنة الاستشارية الشرعية للإشراف على أعمال التأمين التكافلي - هيئة الإشراف على التأمين)، ورقة علمية بعنوان «الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية» مقدّمة لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، بعمان-الأردن، بتاريخ ١٨ - ١٩/٧/٢٠١٠، ص ١٣.





## المطلب الثالث

### الصكوك وأهميتها وأنواعها ومجالات استخدامها

#### الفرع الأول: أهمية الصكوك:

مما لا شك فيه أن الصكوك الإسلامية أصبحت أهم الأدوات المالية خلال العشر سنوات الماضية وذلك للأسباب التالية:

\* تساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمول ربويًا<sup>(١)</sup>.

\* تلبى احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام<sup>(٢)</sup>.

\* تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها<sup>(٣)</sup>.

\* تتيح للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعد في التوسع في نشاطها، وتغطية جزء هام من عجز الموازنة بشكل غير

---

(١) د. عبد القوي ردمان محمد عثمان، ورقة علمية بعنوان «الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة»، مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية سورية-دمشق ٢٠٠٩، ص ٧.

(٢) د. زياد الدماغ، ورقة بحثية بعنوان «دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة من منظور إسلامي»، مقدمة للمؤتمر الدولي للمالية الإسلامية من ١٥-١٦ يونيو ٢٠١٠، ص ٢.

(٣) د. نوال بن عمارة، ورقة علمية بعنوان «الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين» تم نشرها في مجلة الباحث العدد التاسع - عام





مباشر عن طريق زيادة الإستثمارات في الموازنة الإستثمارية<sup>(١)</sup>

\* بديل شرعي لشهادات الاستثمار والسندات<sup>(٢)</sup>.

\* وأضيف أيضاً أن الصكوك كانت البوابة للدخول للسوق الأوروبية، حيث انتشر إصدار الصكوك كأداة استثمار في السوق الأوروبي مثل بريطانيا وألمانيا بعد الأزمة العالمية بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك يبين أهمية الصكوك كبديل عن أدوات الدين.

### ✿ الفرع: أنواع الصكوك الإسلامية:

تنوع الصكوك وفقاً لاعتبارات مختلفة، منها ما يكون وفقاً للإستمرارية أو الجهة التي أصدرتها أو للتخصيص أو استثمار حصيلتها أو للصيغة أو من حيث آجالها<sup>(٣)</sup>.

ولكن سأكتفي بتوضيح الأنواع التي ذكرتها هيئة المحاسبة والمراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار رقم ١٧ والخاص بمعيار صكوك الإستثمار:

### ✿ (١) صكوك الإجارة:

وتنقسم إلى:

(١) د.أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، طبعة دار الجوهرة للنشر والتوزيع، مصر، ص ٥٧.

(٢) المرجع السابق ٥٧.

(٣) د. علي، أحمد شعبان محمد الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، طبعة دار التعليم الجامعي، جمهورية مصر العربية. ص ٤٣





« أ ) صكوك ملكية الموجودات المؤجرة :

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك<sup>(١)</sup>.

« ب ) صكوك ملكية المنافع :

■ صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة :

وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك<sup>(٢)</sup>.

■ صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة :

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاككتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك<sup>(٣)</sup>.

« ت ) صكوك ملكية الخدمات من طرف معين :

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر

(١) المعيار الشرعي رقم/١٧/ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، طبعة ديسمبر ٢٠١٧، ص٤٦٨.

(٢) المرجع السابق، ص٤٦٨.

(٣) المعيار الشرعي رقم/١٧/ الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، طبعة ديسمبر ٢٠١٧، ص٤٦٩.





موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك<sup>(١)</sup>.

### ٢) صكوك السلم:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك<sup>(٢)</sup>.

### ٣) صكوك الإستصناع:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك<sup>(٣)</sup>.

### ٤) صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك<sup>(٤)</sup>.

### ٥) صكوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح

(١) المرجع السابق ص ٤٦٩.

(٢) المرجع السابق ص ٤٦٩.

(٣) المرجع السابق ص ٤٦٩.

(٤) المعيار الشرعي رقم/١٧، ص ٤٦٩.





المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالإستثمار<sup>(١)</sup>.

**فذكر المعيار هنا أن صكوك الشركة لها ثلاث حالات لإدارتها وهي :**

« **صكوك الشركة :**

أي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها<sup>(٢)</sup>.

« **صكوك المضاربة :**

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها<sup>(٣)</sup>.

« **صكوك الوكالة بالاستثمار :**

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها<sup>(٤)</sup>.

❁ **٦ ( صكوك المزارعة :**

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول

(١) المرجع السابق ص ٤٧٠

(٢) المرجع السابق ص ٤٧٠ .

(٣) المرجع السابق ص ٤٧٠ .

(٤) المرجع السابق ص ٤٧٠ .







وفق ما حدده العقد<sup>(١)</sup>.

### ٧ ( صكوك المساقاة: ❁

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد<sup>(٢)</sup>.

### ٨ ( صكوك المغارسة: ❁

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس<sup>(٣)</sup>.

وفيما يلي جدول قمت بتلخيصه لبيان أنواع الصكوك الإسلامية الواردة في معيار هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية مع معرفة مصدر الصك والمكتب فيه وحصيلة الإكتتاب وبيان ملكية حامل كل نوع من أنواع الصكوك:

(١) المرجع السابق ص ٤٧٠.

(٢) المرجع السابق ص ٤٧٠.

(٣) المرجع السابق ص ٤٧٠.





نوع الصك	الهدف من الصك	مصدر الصك	المكتتب في الصك	حصيلة الاكتتاب	ملكية حامل الصك
<b>صكوك ملكية الموجودات</b>	بيع العين المؤجرة	بائع العين المؤجرة أو عين الموعد باستئجارها	المشتررون لها	ثمن شراء العين	ملكية الموجودات على الشيوخ بغنمها وغرمها
<b>صكوك ملكية المنافع</b>	بيع منفعة العين سواء الموجودة في أو الموصوفة في الذمة	بائع المنفعة العين الموجودة في أو الموصوفة في الذمة	المشتررون لها	ثمن المنفعة	ملكية المنافع على الشيوخ بغنمها وغرمها
<b>صكوك ملكية الخدمات</b>	تقديم خدمات	بائع الخدمة	المشتررون للخدمة	ثمن الخدمة	ملكية الخدمات
<b>صكوك السلم</b>	تحصيل رأس مال السلم	البائع لسلم السلم	المشتررون للسلمة	ثمن شراء السلمة (رأس مال السلم)	سلعة السلم
<b>صكوك الاستصناع</b>	تمويل تصنيع سلعة	الصانع (البائع)	المشتررون للعين المراد صنعها	تكلفة المصنوع	العين المصنوعة
<b>صكوك المربحة</b>	تمويل شراء سلعة المربحة	البائع لبضاعة المربحة	المشتررون لبضاعة المربحة	تكلفة شراء البضاعة	سلعة المربحة
<b>صكوك مشاركة</b>	إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة	الجهة التي تطالب المشاركة معها في مشروع أو نشاط معين	المشاركون في المشروع	حصة المكتتبين في رأس المال	المشروع أو موجودات النشاط





## الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية

نوع الصك	الهدف من الصك	مصدر الصك	المكتتب في الصك	حصيلة الاكتتاب	ملكية حامل الصك
<b>صكوك المضاربة</b>	مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة	المضارب	أرباب المال	رأس مال المضاربة	موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت
<b>صكوك الوكالة بالاستثمار</b>	الاستثمار	الوكيل بالاستثمار	الموكلون	المبلغ الموكل في استثماره	ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وخرمها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد
<b>صكوك المزارعة</b>	تمويل مشروع على أساس المزارعة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)	المزارعون (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)	تكاليف الزراعة	حصلة في المحصول مما أنتجته الأرض وفق ما حدده العقد
<b>صكوك المساقاة</b>	سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)	المساقون	تكاليف العناية بالشجر	حصلة من الثمرة مما أنتجته الأشجار وفق ما حدده العقد





### الفرع الثالث: مجالات استخدام الصكوك:

يمكن استخدام الصكوك في مجالات متعددة ومتنوعة، حسب نوع الصك، وسوف نذكر في ذلك الفرع مجالات استخدام كل صك من الصكوك أو مجالات توظيف كل صك على النحو التالي:

#### ١) من صكوك الإجارة بكافة أنواعها في تمويل المشاريع التنموية:

كما يمكن إصدارها من قبل القطاع الخاص والقطاع الخيري والقطاع العام إذ يمكن للحكومة أن تستعمل صكوك الإجارة بوصفها بديلاً إسلامياً لسندات الدين العام بهدف اقتناء الأصول لمشاريع الحكومة أو تمويل مشاريع البنية التحتية مثل المباني والجسور والمعدات،... وذلك من خلال صكوك إجارة الأعيان، ويمكن الاستفادة من صكوك إجارة الخدمات في تمويل المشاريع الإنمائية ذات الآجال المتوسط و الطويلة، مثل قطاع التعليم والصحة والنقل والاتصالات، وكذلك يمكن الاستفادة من صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية<sup>(١)</sup>.

#### ٢) صكوك السلم:

يمكن الاستفادة منها في مجال النفط والغاز والثروة الحيوانية والزراعية إذ يمكن للحكومة الاستفادة منها في عدم الموازنة العامة أو دعم المشاريع التنموية، فمثلاً تستطيع الحكومة إصدار صكوك البترول بسلم بصفتها منتجة وقادرة على تسليم البترول وذلك من خلال بيع الصكوك للجمهور إذ يمثل الصك كمية

(١) د. أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٧٣.





محددة من البترول ويستحق لآجال محددة وتدفع قيمته عند شراء الصك من المستثمرين، وعليه تستلم الحكومة رأس مال السلم (قيمة الصك) واستعماله في المشروعات التنموية، وعند استحقاق السلم تقوم الحكومة بقبض البترول المبيع، وبيعه وكالة عن حامل الصك، ودفع القيمة له، ويكون ربح حامل الصك الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع<sup>(١)</sup>.

### ٣) صكوك الإستصناع:

يمكن للمنشأة أو الحكومة أن تستفيد من صكوك الإستصناع في مجال إستصناع المباني أو الحافلات أو السفن أو المصانع، وذلك من خلال إصدار صكوك الإستصناع على أساس أن يشتري

المكاتبون ما يرغبون فيه، ويتعهد مصدر الصك بشراء المصنوع بالربح الذي تعرضه، وبالشروط التي تناسب مصدر الصك لتسديد الأقساط<sup>(٢)</sup>.

### ٤) صكوك المراجعة:

يمكن من خلال صك المراجعة القيام العديد من الأنشطة مثل: توفير احتياجات بعض القطاعات الإنتاجية منها قطاع التجارة سواء الداخلية أو الخارجية، بالإضافة إلى القطاعات الإنتاجية من سلع وسيطة ومواد خام لتار الجملة والتجزئة وذلك عن طريق شراء السلع وإعادة بيعها مربحة<sup>(٣)</sup>.

(١) المرجع السابق ص ٧٦.

(٢) د. زياد الدماغ، ورقة علمية بعنوان دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي، مقدمة إلى المؤتمر الدولي للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، يونيو ٢٠١٠، ص ١٤.

(٣) د. أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص ٧٩.





### ٥) صكوك المشاركة: ❁

تعد الأسلوب الأمثل للإستثمار الجماعي في النشاط الاقتصادي المعاصر فهي توفر السيولة الكافية وتشارك في نتائج النشاط من ربح أو خسارة فيمكن تطبيقها في القطاع الخاص إذ يمكن لأي شركة نقل مثلاً في إصدار صكوك مشاركة لشراء حافلات نقل وعلى أساس إعطاء جهة العمل حصة من الإيراد، ويمكن تطبيقها من قبل القطاع العام إذ يمكن لأي حكومة أن تصدر صكوك مشاركة بهدف تعبئة الموارد المالية لإنشاء مرافق عامة مثل الموانئ والمطارات والجامعات، وكذلك بخصوص القطاع الخيري<sup>(١)</sup>.

### ❁ بعض الأمثلة على إصدارات الصكوك:

- ١) أصدر مصرف دبي الاسلامي صكوكا إسلامية بقيمة ٨, ٢ مليار دولار لتمويل مشاريع مؤسسة المواني والجمارك والمنطقة الحرة.
- ٢) عدد ستة مصارف إسلامية بقيادة مصرف دبي الاسلامي أصدرت صكوك إجارة بقيمة مليار دولار وذلك لتطوير مطار دبي.
- ٣) مؤسسة النقد البحريني إصدار صكوك بقيمة ٣, ١ دولار تم طرحها في سوق البحرين للأوراق المالية.
- ٤) تقوم مؤسسة النقد البحريني بإصدار شهري بقيمة ٢٥ مليون دولار (سلم) لامتصاص السيولة الزائدة.
- ٥) أصدر قطر الاسلامي صكوك بقيمة ٧٠٠ مليون دولار وذلك لتطوير مدينة حمد الطبية.

(١) المرجع السابق ص ٨٢.





٦- البنك السوداني المركزي قام بإصدار شهادات مشاركة لتمويل العجز في الموازنة.

ولم يقتصر إصدار الصكوك الإسلامية على الدول الإسلامية فقط، فقد قامت ولاية سكسوني في ألمانيا بإصدار صكوك إسلامية بقيمة ١٠٠ مليون يورو، كما قامت إحدى شركات الغاز الأمريكية بإصدار صكوك إسلامية بقيمة ١٦٦ مليون دولار وذلك لتطوير مكامن نفطية في لويزيانا الأمريكية، من خلال ما سبق يتضح لنا الدور الكبير الذي تؤديه المصارف الإسلامية من خلال إصدارها للصكوك المتنوعة والتي لها القدرة الكبيرة على تمويل المشاريع التنموية الرائدة ذات الصيت العالمي الواسع والتي تعد واحدة من أهم روافد اقتصاد البلدان التي صدرت بها مثل مساهمة المصارف الإسلامية في تطوير مطار دبي أو المساهمة في مشاريع مؤسسة مواني دبي والتي تدير مشاريع ومواني عالمية وفي بلدان متعددة، وحتى مساهمتها في سد العجز في ميزانية الدولة مثل صكوك شهاب السودانية وغيرها الكثير<sup>(١)</sup>.

مما سبق نجد أن الصكوك الإسلامية تتنوع لتلبي مختلف الرغبات سواء القطاع الحكومي أو القطاع الخاص أو حتى القطاع الخيري، فهي تعود بالنفع على مصدري الصكوك وكذلك المدخرين، فهي أداة فعالة للإستثمار والتمويل وكذلك كما أنها تخلو من جانب الربا الموجود في السندات التقليدية.

(١) د. سامي عبيد محمد والباحث عدنان هادي، ورقة علمية بعنوان: الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية، منشورة في مجلة العلوم الاقتصادية العدد ٣٨ عام ٢٠١٥ ص ١١٥، وأصل البحث رسالة ماجستير للباحث عدنان هادي بعنوان «الدور التنموي للمصارف الإسلامية - تجارب في بلدان مختارة - السعودية - ماليزيا - العراق





## المطلب الرابع

### ما يراعى في نشرة إصدار الصك

تمثل نشرة الإصدار الدعوة التي يوجهها مصدرها إلى المكتتبين ويمثل الإكتتاب في الصك الإيجاب، وهناك عدة ضوابط لابد وأن تراعى في نشرة الإصدار من أهمها<sup>(١)</sup>:

١ ( أن تتضمن شروط التعاقد وبيانات كافية عن المشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، وذلك مثل وكيل الإصدار ومدير الإصدار، ومنظم الإصدار، وأمين الإستثمار، ومتعهد التغطية، ووكيل الدفع وغيرهم كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

٢ ( أن تتضمن تحديد طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة، أو المرابحة، أو الاستصناع أو السلم أو المضاربة أو المشاركة أو الوكالة أو المزارعة أو المغارسة أو المساقاة.

٣ ( أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفياً لأركانه وشروطه، وألا يتضمن شرطاً ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.

٤ ( الإلتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.

٥ ( استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.

(١) المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص ٤٧٧.







- ٦) اشتراك حملة الصكوك في المغارم والمغانم بنسبة ما يحملونه منها.
- ٧) ألا تشمل أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرأً معيناً من الربح.
- ٨) يجوز أن تشمل تبرع طرف ثالث مستقل بالضمان، كما يجوز أن يقدم مصدر الصك بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات التعدي أو التقصير.
- ٩) أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتب فيه من الصكوك ويكون الإلتزام من متعهد الاكتتاب على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعد عمولات مقابل ذلك التعهد.
- ١٠) أن تصدر الصكوك لأجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تكون دون تحديد أجل وذلك حسب طبيعة العقد.
- ١١) أن ينظم مصر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو التخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين تكافلي بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك

فهذه بعض الضوابط التي وضعتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الخاص بصكوك الإستثمار، وينبغي على مصدرى الصكوك العمل بها وأن تتضمن نشرة الإصدار كافة التفاصيل التي يحتاج إليها المستثمر فلذلك يجب أن تحتوي نشرة الإصدار على المعلومات المطلوبة





بشكل واضح ودقيق ومفهوم وتتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها دون أن تحتوي على بيانات غير ذات صلة أو غير ملائمة، وعلى العلم أن هذه المعلومات تتحملها الجهة المصدرة ولا تتحملها أي جهة أخرى مثل هيئة الأوراق المالية وغيرها، وكذلك يجب أن يرفق بنشرة الإصدار جميع المرفقات اللازمة مثل شهادة المستشار القانوني وشهادة هيئة الرقابة الشرعية .





# الفصل الثاني

## الصكوك والسندات

سوف نتناول في هذا البحث - إن شاء الله - موضوع هام وهو السندات وبيان أنواعها وحكمها الشرعي، وكذلك عمل مقارنة بين الصكوك والسندات، وسوف يكون ذلك من خلال المباحث التالية :

**المبحث الأول: السندات .** ❁

**المبحث الثاني: مقارنة بين الصكوك والسندات .** ❁







## المبحث الأول

### السندات

تعد مسألة اختيار أسلوب التمويل من أهم المسائل التي تحظى باهتمام الإدارة المالية نظراً لما يترتب على ذلك أمور هامة تتعلق بمستقبل المنشأة وحقوق المساهمين ومقدرة المنشأة على الوفاء بالتزامتها، وتعد السندات أحد أساليب التمويل الهامة التي تلجأ إلى إصدارها الشركات وأحياناً الحكومات من أبرز الأدوات المالية التي يقدمها الغربيون على سائر البدائل بما فيها الأسهم العادية إذا رغبت تلك الشركات في زيادة مواردها المالية، ونظراً لأن الفائدة التي تغلها السندات يتم استقطاعها من الأرباح المحققة وصولاً للوعاء الخاضع للضريبة فيما اصطلح عليه الغربيون أنها Tax deductible فإن مؤدى ذلك انخفاض تكاليف التمويل، وكان أحد الأسباب التي دفعت أنصار هذا الفكر إلى التثبت بأفضلية التمويل عن طريق الدين<sup>(١)</sup>.

وسوف نتناول في هذا المبحث العناوين التالية:

\* **المطلب الأول: تعريف السند وخصائصه.**

\* **المطلب الثاني: أنواع السندات.**

\* **المطلب الثالث: الحكم الشرعي للسندات.**



(١) د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ص ٣٦٢.





## المطلب الأول

### تعريف السند وخصائصه

#### أولاً تعريف السند: ❁

يقول ابن منظور: «السند هو ما ارتفع من الأرض في قبل الجبل أو الوادي، والجمع أسناد، لا يكسر على غير ذلك. وكل شيء أسندت إليه شيئاً، فهو مسند»<sup>(١)</sup>.

ويقول ابن فارس: «السِّينُ وَالنُّونُ وَالذَّالُّ أَصْلٌ وَاحِدٌ يَدُلُّ عَلَى انْضِمَامِ الشَّيْءِ إِلَى الشَّيْءِ»<sup>(٢)</sup>.

#### أما اصطلاحاً: ❁

«هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديوناً في ذمة الشركة التي أصدرتها وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة وحقهم في الحصول على الفوائد المستحقة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربحت أو خسارت، واقتضاء قيمة الدين المثبتة على الصكوك في مواعيد استحقاقها وتكون قابلة التداول بالطرق التجارية، فينتقل السند بطريق القيد في الدفاتر التجارية إن كان اسماً، وبالتسليم للمشتري إن كان لحامله»<sup>(٣)</sup>.

(١) لسان العرب لابن منظور، مرجع سابق، الجزء الثالث ص ٢٢٠.

(٢) ابن فارس، معجم مقاييس اللغة، مرجع سابق، الجزء الثالث، ص ١٠٥.

(٣) د. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مرجع

سابق ص ٣٦٤.





**تعريف آخر:**

«الصكوك القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو المؤسسات ويمثل هذا الصك قرضاً طويلاً الأجل يعقد عادة عن طريق الإكتتاب العام»<sup>(١)</sup>.

« ومن خلال التعريفات السابقة نستطيع أن نلخص أهم خصائص السندات على النحو التالي :

- ١ ( تصدر السندات بقيمة متساوية لجميع المستثمرين .
- ٢ ( السندات تمثل التزاماً على الشركات المصدرة .
- ٣ ( حامل السند الحق في قيمة القرض الذي قدمه مع فوائده سواء ربحت الشركة أو خسرت .
- ٤ ( قابلية السند للتداول .
- ٥ ( أداة استثمار توفر التمويل اللازم للشركات أو الحكومات دون تدخل حامل السند في الإدارة .



(١) د. محمد عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، طبعة دار النفائس للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة السادسة عام ١٤٢٧هـ-٢٠١٧م، ص ٢١٣.





## المطلب الثاني

### أنواع السندات<sup>(١)</sup>

تقسم السندات إلى عدة أنواع بناء على معايير عدة أهمها<sup>(٢)</sup>:

#### أولاً: نوع الضمان:

عادة ما تقوم الشركات بإصدار سندات مضمونة، وهنا نفرق بين نوعين أساسيين هما:

« سندات مضمونة بأصول (كالأراضي، المباني...) »:

وفي حالة تصفية الشركة أو عدم وفائها بالتزاماتها يحق لحملة السندات التصرف بالأصول من أجل استيفاء حقوقهم. وهي طريقة تلجأ إليها بعض الشركات لاجتذاب رؤوس الأموال عن طريق تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض.

« سندات غير مضمونة بأصول معينة »:

والضمانات الفعلية في هذه الحالة هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي.

(1) There are many types of bonds that can be issued, each of which is tailored to the specific needs of either the issuer or investors. The large number of bond variations is needed to create the best possible match of funding sources and investment risk profiles.» <http://www.accountingtools.com/types-of-bonds>

(٢) انظر للأستاذة بلجبلية سمية، رسالة ماجستير بعنوان «أثر التضخم على عوائد الأسهم» إشراف أ.د. بوراس أحمد كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة منتور يقسنطينة ص ١٨







## ❖ ثانياً: إمكانية التداول:

حسب هذا المعيار نميز بين السندات القابلة للتداول والسندات غير القابلة للتداول:

« يكون السند لحامله :

وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء، وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للبنك المتخصص أي الأمين بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة وتعرف هذه السندات بسندات الكوبون.

« أما السند المسجل باسم المستثمر :

فالفائدة تدفع بالشيكات للشخص المسجل باسمه السند و هذا النوع من السندات يوفر مزيد من الحماية لحامله من مخاطر السرقة أو الضياع إلا أنه غير قابل للتداول.

## ❖ ثالثاً: القيمة التي تصدر بها السندات:

و نميز هنا بين ثلاث حالات:

« أن تباع السندات بالقيمة الاسمية التي أصدرت بها :

و هذا في حالة اعتقاد المستثمرين بأن معدل الكوبون لهذه السندات يتناسب مع حجم المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في تلك السندات.

« تباع السندات بخصم على القيمة الاسمية (At a discount) :

ويكون ذلك في حالة ما إذا كان معدل الكوبون لتلك السندات أقل من مثليه لسندات أخرى في ذات المستوى من المخاطر و بذلك يعتبر هذا الخصم





تعويض للمستثمر الذي سيدفع فعليا قيمة أقل من القيمة الاسمية عند الشراء و لكنه يحصل على القيمة الاسمية كاملة في تاريخ الاستحقاق.

« تباع السندات بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية (At a premium) :

وهذا في حالة كون معدل الكوبون لهذه السندات أعلى من مثيله للسندات التي على نفس المستوى من المخاطر و في هذه العلاوة تعويض للشركة.

#### رابعاً: الجهة المصدرة للسندات:

\* السندات التي تصدرها الشركات بهدف الحصول على تمويلات لاستثماراتها المتوسطة وطويلة الأجل.

\* السندات الحكومية الصادرة من الخزينة العمومية أو الهيئات العمومية الأخرى.

\* السندات الدولية، الصادرة عن المنظمات الدولية.

#### خامساً: العملة التي تحرر بها السندات

\* سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدر.

\* سندات تحرر بالعملات الأجنبية، ومثالها السندات التي تتداول في سوق العملات الأجنبية، ومثالها أيضا ما تم إصداره في الولايات المتحدة الأمريكية في النصف الثاني للستينات، حيث أن التقلبات الحادة في قيمة الدولار في تلك الفترة كانت تضعف من الإقبال على السندات الحكومية.





سادساً: الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين: ❁

بموجب هذا المعيار توجد مجموعة كبيرة من السندات يمكن تلخيص أهمها من خلال النقاط التالية:

« ١) السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

وهو امتياز يمكن حامل السند من تحويله إلى أسهم عندما يجد أن الأرباح التي يحققها حملة الأسهم تفوق الفائدة التي يحصل عليها من سندات.

« ٢) السندات المشاركة في الأرباح:

في هذا النوع يمكن أن يحصل حملة السندات على توزيعات للأرباح بعد حصولهم على الفوائد السنوية وذلك على أساس مؤشرات محددة تقررها الشركة.

« ٣) السندات بمعدل كوبون متغير (متحرك):

تقوم بعض الشركات بربط معدل الفائدة على سنداتها بالأرقام القياسية المتعلقة بمعدل الإنتاجية أو متوسط أسعار منتجاتها، وكلما ارتفعت قيمة هذه المقاييس تقوم الشركة برفع معدل الفائدة على السندات.

« ٤) السندات المرتبطة بالمعيار النقدي:

كما هو الحال بالنسبة للنوع السابق فإن معدلات الفائدة على هذه السندات مرتبطة بالتغيرات الحاصلة على مجموعة من الأرقام القياسية؛ ولكنها في هذه الحالة تخص الجانب النقدي للاقتصاد، حيث ترفع الشركة معدلات الفائدة على السندات كلما ارتفع مؤشر الأسعار أو معدل التضخم أو انخفضت القدرة الشرائية للنقود والعكس.





### سابعاً: السندات ذات العوائد المرتبطة بأسعار الذهب:

ظهرت لأول مرة في فرنسا في السبعينات، حيث كانت فائدة السندات مرتبطة مباشرة بالتغيرات في أسعار الذهب، وذلك كمحاولة لتعويض حملة السندات عن انخفاض قيمة عوائدهم في فترات التضخم.

### ثامناً: طريقة السداد:

يمكن التمييز بين نوعين من السندات:

- \* سندات تسدد عند تاريخ الاستحقاق.
- \* سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك باستدعائها من طرف الجهة المصدرة طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافآت لحملتها أو عن طريق دخول الشركة إلى سوق رأس المال مشترية لسنداتها.

### تاسعاً: أجال استحقاق السندات

- \* سندات قصيرة الأجل: لا تتجاوز العام ومن أمثلتها سندات الخزينة وغالبا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة، ويتك تداولها في سوق النقد.
- \* سندات متوسطة الأجل:
- \* سندات طويلة الأجل.

### عاشراً: أسلوب تحديد سعر الفائدة

- \* سندات ذات أسعار فائدة ثابتة.
- \* سندات ذات أسعار فائدة متحركة.





في الأخير تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد انفصال تام بين الأنواع التي وردت سابقاً، حيث يمكن أن نجد نوع من السندات يمكن تصنيفه تحت أكثر من معيار كأن يكون السند لحامله وطويل الأجل وبمعدل فائدة متحرك مثلاً.





## المطلب الثالث

### تحديد القيمة العادلة لإصدار السند وتكلفته

هناك أربعة عوامل تلعب دوراً هاماً في تحديد القيمة العادلة لسعر اصدار السند، وهذه العوامل هي<sup>(١)</sup>:

#### ١) القيمة الإسمية للسند:

وهي القيمة التي يُردُّ بها السند في تاريخ استحقاقه، وعلى أساسها يتم احتساب الفائدة التي ستدفع لحملة الأسهم.

#### ٢) معدل الفائدة السوقي:

وهو معدل الفائدة السائد في سوق رأس المال في تاريخ الإصدار.

#### ٣) مدة السند:

وهي المدة المتفق عليها في عقد الإصدار.

#### ٤) معدل الفائدة على السندات:

وهو المعدل المتفق عليه بين الشركة المصدرة للسند وحملة السندات. واستناداً لهذه العوامل هناك ثلاث قيم عادلة لإصدار السندات وهي:

#### « بيع بالقيمة الإسمية:

معدل فائدة السندات = معدل فائدة السوق.

(١) د. رضوان حلوة وآخرون، محاسبة الشركات أموال - أشخاص التأصيل النظري والتطبيق العملي، الفصل الرابع قروض السندات، دار إثراء للنشر والتوزيع - الأردن، ص ١٢٤.





« بيع بعلاوة الإصدار:

معدل فائدة السندات أكبر من معدل فائدة السوق.

« بيع بخصم إصدار:

معدل فائدة السندات أقل من معدل فائدة السوق.

وتتغير قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي إرتفاعاً أو هبوطاً بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية والأسهم، حيث هناك علاقة تبادلية بين القيمة السوقية للسند وأسعار الفائدة المصرفية فإذا إرتفعت أسعار الفائدة بشكل يزيد عن سعر الفائدة على السند تتجه القيمة السوقية للسند نحو الإنخفاض لأن حملة السندات يميلون إلى بيع مالديهم وإيداع أموالهم في البنوك للحصول على ربح أكبر وإذا إنخفضت أسعار الفائدة المصرفية ترتفع القيمة السوقية للسند ويزيد الإقبال على شرائه للحصول على فائدة أعلى وبالتالي تحقيق أرباح إضافية<sup>(١)</sup>



(١) مصطفى البيك ولطفية فرجاني، بحث بعنوان تكلفة وتركيب رأس المال إعداد قسم المحاسبة الإدارية

كلية الإقتصاد جامعة حلب ص ٩





## المطلب الرابع

### الحكم الشرعي للسندات

تم تعريف السندات على أنها أداة استثمار عن طريق الدين حيث تأخذ الشركة قروض من المستثمرين ثم ترد إليهم أموالهم عن طريق أقساط دورية أو حسب ما يتفقون عليه بالإضافة إلى فوائد ذلك المبلغ، ولذلك فإن معظم العلماء والمجامع الفقهية حرموا التعامل بالسندات لوجود شبهة الربا واضحة في السندات، ولذلك أدلة تحريم السندات هي نفسها أدلة تحريم الربا ونذكر منها:

#### ❁ أما في الكتاب:

فلقوله تعالى: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾<sup>(١)</sup>

وقوله تعالى: ﴿يَتَأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾<sup>(٢٧٨)</sup> فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾<sup>(٢٧٩)</sup>

#### ❁ وأما في السنة:

فقد صح عن رسول الله صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ فيما رواه عن جابر، قال: «لعن رسول الله صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أكل الربا، ومؤكله، وكاتبه، وشاهديه»، وقال: «هم سواء»<sup>(٣)</sup>.

(١) سورة البقرة الآية: ٢٧٥

(٢) سورة البقرة (الآية ٢٧٨-٢٧٩).

(٣) رواه الإمام مسلم كتاب المساقاة - باب لعن أكل الربا ومؤكله حديث رقم ١٥٩٠، طبعة دار إحياء التراث العربي، تحقيق الشيخ محمد فؤاد عبد الباقي.







وَعَنْ أَبِي هُرَيْرَةَ، أَنَّ رَسُولَ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ: «اجْتَنِبُوا السَّبْعَ الْمُؤْبَقَاتِ»،  
قِيلَ: يَا رَسُولَ اللَّهِ، مَا هِيَ؟ قَالَ: «الشَّرْكُ بِاللَّهِ، وَالسَّحْرُ، وَقَتْلُ النَّفْسِ الَّتِي حَرَّمَ اللَّهُ  
إِلَّا بِالْحَقِّ، وَأَكْلُ الرِّبَا، وَأَكْلُ مَالِ الْيَتِيمِ، وَالتَّوَلَّى يَوْمَ الزَّحْفِ، وَقَذْفُ الْمُحْصَنَاتِ  
الْعَافِلَاتِ الْمُؤْمِنَاتِ»<sup>(١)</sup>.

« وكذلك لما انتهت إليه المجامع الفقهية على حرمة الزيادة مقابل القرض ومنها:

- فتوى مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في  
الدورة السابعة عام ١٤٠٤ هـ: حول سوق الأوراق المالية والبضائع  
(البورصة): «رابعاً: أن العقود العاجلة والآجلة، على سندات القروض  
بفائدة، بمختلف أنواعها غير جائزة شرعاً، لأنها معاملات تجري بالربا  
المحرم»<sup>(٢)</sup>.

- «الربا من كبائر الذنوب، وهو محرم في جميع الأديانا السماوية؛ لما فيه  
من الضرر العظيم، فهو يسبب العداوة بين الناس، ويؤدي إلى تضخم  
المال على حساب سلب مال الفقير، وفيه ظلم للمحتاج، وتسلب الغني  
على الفقير، وإغلاق باب الصدقة والإحسان، وقتل مشاعر الشفقة في  
الإنسان، حيث ينطبع قلب المرابي بالأثرة، والبخل، وضيق الصدر،  
وقساوة القلب، والعبودية للمال»<sup>(٣)</sup>.

(١) سبق تخريجه.

(٢) د. سمير رضوان مرجع سابق ص ٣٨١.

(٣) د. محمد التويجري، مختصر الفقه الإسلامي في ضوء القرآن والسنة، طبعة دار أصدقاء المجتمع،

الطبعة: الحادية عشرة، ١٤٣١ هـ - ٢٠١٠ م، ص ٧٢٥





- وكذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: (٦٢ / ١١ / ٦) بشأن/ السندات إن مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من ١٧ - ٢٣ شعبان ١٤١٠ هـ الموافق ١٤ - ٢٠ آذار (مارس) ١٩٩٠ م، بعد اطلاعه على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة (الأسواق المالية) المنعقدة في الرباط ٢٠ - ٢٤ ربيع الثاني ١٤١٠ هـ / ٢٠ - ٢٤ / ١٠ / ١٩٨٩ م بالتعاون بين هذا المجمع والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، وباستضافة وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالمملكة المغربية، وبعد الاطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند، أو ترتيب نفع مشروط سواء أكان جوائز توزع بالقرعة أم مبلغاً مقطوعاً أم حسماً، قرر ما يلي:
- أولاً: إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغاً مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحاً أو ريعاً أو عمولة أو عائداً.
- ثانياً: تحرم أيضاً السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسماً لهذه السندات.





- ثالثاً كما تحرم أيضاً السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضاً أشرت فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.
- رابعاً: من البدائل للسندات المحرمة - إصداراً أو شراءً أو تداولاً - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون 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 فعلاً، ويمكن الاستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم ٣٠ (٤ / ٥) لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة<sup>(١)</sup>.



(١) انظر د. علي محيي الدين القرعة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى ١٤٢٣هـ-٢٠٠٢، ص ٣٢٨





## المبحث الثاني

### مقارنة بين الصكوك والسندات

في هذا المبحث سأحاول توضيح الفرق بين الصكوك والسندات، وقد أفردت له مبحث خاص لأهمية معرفة أهم الفروقات بينهما.

ويمكن بيان تلك الفروقات من خلال العناصر المبينة بالجدول التالي: ❁

عناصر المقارنة	الصكوك	السندات
<b>الطبيعة والشكل القانوني</b>	حصة شائعة للموجودات ، أي مشاركة في ملكية الموجودات طبق لمبدأ المشاركة في الربح والخسارة ، وتعد من الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل. والصك يمثل سهم مالي في الأصول والمنافع والحقوق.	قرض بفائدة دورية ، ومالكة لا يتحمل أية خسائر ، حيث لا يمت بصلة للأصول المالية للشركة ، ويعد من الاستثمارات طويلة الأجل ، ويمثل حصة في التمويل المالي التقليدي.
<b>آلية الإصدار والالتزام بالضوابط الشرعية</b>	الإكتتاب العام ، وتتضمن نشرة الإصدار الضوابط الشرعية التي يجب أن تلتزم بها الجهة المصدرة إلتزاماً تاماً .	الإكتتاب العام ، ولا تتضمن نشرة الإصدار أية ضوابط شرعية ، ولا تلتزم الجهة المصدرة بالقواعد الشرعية.
<b>التداول</b>	قابليتها للتداول ، مع مراعاة حالة الموجودات حيث يعد الصك دليلاً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء (استثناءً فإن صكوك البيوع لا تتداول)	قابليتها للتداول ، وتداول السند لا يعني نقل الملكية بالحصص ، بل بالمبلغ النقدي.
<b>الأجل / المدة</b>	مدة استمرارية المشروع أو النشاط المعني ، وترتبط المدة به وتنتهي بانتهائه.	المدة لا ترتبط بإنهاء المشروع أو النشاط ، وقد تزيد أو تنقص عن مدة المشروع.





## الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بدلاً عن السندات التقليدية

عناصر المقارنة	الصكوك	السندات
<b>الأرباح والعوائد</b>	الربح غير مقطوع أو غير محدد إنما قائم طبقاً لقاعدة " الغنم بالغرم " أي مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.	الفوائد دورية ومحددة مسبقاً ، بغض النظر عن تحقق أرباح للمشروع من عدمه (خسائر)
<b>القابلية للتحويل إلى أسهم</b>	غير قابلة للتحويل إلى أسهم ، لأن الصكوك عبارة عن مشروعات أو أنشطة قائمة.	قابلة للتحويل إلى أسهم.
<b>التمثيل القانوني للمالكين</b>	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك ، لتمثيلهم مع الجهات الأخرى بإعتبارهم أرباب أو أصحاب الأموال.	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات ، لتمثيلهم مع الجهات الأخرى بإعتبارهم مقرضين القيمة النقدية
<b>ضمان رأس المال</b>	لا يوجد ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ، ويمكن شرعاً أن يتبرع طرف ثالث بالضمان ، شريطة أن يكون منفصلاً في شخصيته ، مستقلاً بذمته المالية عن طرفي العقد.	تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد بغض النظر عن أية نتائج مالية تحدث للجهة المصدرة أو المشروع أو النشاط.
<b>الإطفاء</b>	يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار ، أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار ، مع مراعاة الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها ومبدأ العدل والمساواة بين حملة الصكوك.	يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار ، وفق المنصوص عليه في نشرة الإصدار.





من خلال ذلك الجدول أوضحنا أهم عناصر المقارنة بين الصكوك والسندات<sup>(١)</sup>.

« ويمكن تبسيط الفرق الأساسي بين الصك الإسلامي والسند التقليدي في التالي:

١) أن حامل الصك يملك حصة في ملكية أصول مشروع أو نشاط استثماري خاص، في حين أن حامل السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بأصول عينية.

٢) حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، سواء ربحت الشركة أم خسرت، لأن مالكة يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه، مضافاً إليها الفوائد المحددة سلفاً، بخلاف الصك الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع، ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له، فالصك يشارك في الأرباح المتحققة، ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع.



(١) انظر د. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص ٣٨





# الفصل الثالث

## الصكوك ودورها التنموي مع تجارب بعض الدول

سوف نتناول في هذا الفصل - إن شاء الله - أهمية الصكوك ودورها التنموي من خلال المباحث التالية:

❁ المبحث الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك.

❁ المبحث الثاني: تجارب الدول في إصدارات الصكوك.









## المبحث الأول

### الأهمية الاقتصادية للصكوك

للصكوك أهمية إقتصادية كبيرة خاصة مع واقع الصيرفة الإسلامية ومن الهدف المنشود من إنشاء هذه المصارف حيث تحتاج المصارف لأدوات استثمارية تغطي العملية التمويلية وكذلك تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية والصكوك تتميز بذلك أنها أداة استثمار ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وفي ذلك المبحث سوف نتعرف على الأهمية الاقتصادية للصكوك من خلال:

- \* **المطلب الأول: الصكوك وأثرها على المنشآت الصغيرة والمتوسطة.**
- \* **المطلب الثاني: أثر الصكوك في سد عجز الموازنة.**
- \* **المطلب الثالث: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي.**
- \* **المطلب الرابع: أثر الصكوك على مستوى المصارف الإسلامية.**
- \* **المطلب الخامس: أهم المؤسسات المالية الدولية التي قامت بإصدار الصكوك.**





## المطلب الأول

### الصكوك وأثرها على المنشآت الصغيرة والمتوسطة

تمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم دعائم الاقتصاد في معظم دول العالم، وأحد أهم مجالات خلق فرص العمل، وتمثل الشركات الصغيرة والمتوسطة حوالي ٩٥٪ من إجمالي الشركات في الغالبية العظمى من دول العالم، وتوفر ما بين ٤٠ إلى ٦٠٪ من مجموع فرص العمل، وتشير دراسة صادرة عن مؤسسة التمويل الدولية (IFC) إلى أن المشروعات الصغيرة والمتوسطة 'الرسمية' تساهم في ٣٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي للاقتصادات النامية، كما أنها تساهم بما يصل إلى ٤٥٪ من فرص العمل، أما في البلدان ذات الدخل المرتفع، فتساهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة بحوالي ٦٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وتؤمن ٦٢٪ من فرص العمل<sup>(١)</sup>.

ورغم هذا الدور المحوري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنها مازالت تعاني من العديد من الإشكاليات في الدول العربية وفي مقدمة ذلك إشكالية التمويل، ومن هنا يأتي دور الصكوك بما تضمنه من مزايا وتنوع، فالصكوك أداة تنقل أسلوب التمويل من أسلوب الضمان والعائد الثابت (لأن هذه المؤسسات تقتصر من البنوك فعليها سداد القرض بالإضافة إلى فوائده) إلى أسلوب المخاطرة والغرم بالغرم فلا مجال لاستفادة طرف على حساب آخر، ولن تكون هناك حاجة لكثير من المشاكل الناتجة عن تلك القروض مثل رفع الأسعار والتضخم.

(١) الموقع الرسمي لإتحاد المصارف العربية، مارس ٢٠١٧





## المطلب الثاني

### أثر الصكوك في سد عجز الموازنة

وتلجأ الدول لتغطية العجز في ميزانياتها إلى إحدى الوسائل التقليدية التالية:

#### ١) السحب من الاحتياطي العام:

حيث ينتج عن ذلك تخفيض هذه الاحتياطيات وفقدان العوائد الناتجة عن هذه الاحتياطيات.

#### ٢) الاقتراض من الأسواق الدولية:

والدولة قد لا تفضل اللجوء إلى الاقتراض من الخارج نظراً للتبعات التي قد تترتب على ذلك.

#### ٣) أسلوب الاقتراض من الأسواق المحلية:

حيث إن السوق المحلية تمثل البديل الأنسب وذلك من خلال إصدار سندات أو أذونات الخزنة.

ولما كان التعامل بالسندات وأذون الخزنة 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. ويمكن للصكوك الإسلامية أن تحل محل هذه الأدوات التقليدية، حيث تتميز الصكوك بتعدد أنواعها فمنها على سبيل المثال:





## ١) التمويل بصيغة المضاربة أو المشاركة:

وهي تناسب المشاريع المدرة للدخل أو الإيراد مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانئ وغيرها. ويمكن للدولة أن تقوم بشراء نصيب حملة صكوك المضاربة أو المشاركة بالتدريج وفق برنامج محدد وعلى مدى فترة زمنية معينة من خلال المشاركة المتناقصة.

وقد صدر في تركيا عام ١٩٨٤ نوع من صكوك المشاركة المخصصة لتمويل بناء أحد الجسور على مضيق البوسفور بمبلغ ٢٠٠ مليون دولار أمريكي وقد لاقى الإصدار قبولاً جماهيرياً واسعاً، ولاسيما من المواطنين الأتراك المغتربين خارج البلاد.

وقد استعملت حصيلة الإصدار في تمويل بناء الجسر الذي أفاد في تسهيل حركة المرور عبر شطري اسطنبول ويعطي دخلاً جيداً، حيث تعتبر ورقة المشاركة فيه من أقوى الأوراق المتداولة في بورصة اسطنبول منذ أكثر من عشر سنوات متواصلة<sup>(١)</sup>.

## ٢) التمويل بصيغة صكوك الإجارة:

تعبئة الموارد اللازمة لتمويل كثير من المشروعات والنفقات الحكومية، إذ يمكن تمويل الإنشاءات العقارية وتمويل شراء الآلات والمعدات والأجهزة والأثاث، وما شابه ذلك من أعيان ذات عمر طويل<sup>(٢)</sup>.

(١) أسامة عبد الحلیم الجورية، رسالة ماجستير بعنوان «عن الصكوك ودورها التنموي في الاقتصاد»، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية قسم الدراسات العليا، بيروت، ص ١٧٩.

(٢) د. أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص ٢٢٠.





### ٣) التمويل بصيغة صكوك السلم:

وهذا الأسلوب مناسب للدول التي لديها موارد طبيعية تبيعها كالنفط والنفوسفات<sup>(١)</sup>.

### ٤) التمويل بصيغة صكوك الاستصناع:

يمكن للمنشأة أو الحكومة أن تستفيد من صكوك الإستصناع في مجال استصناع المباني أو الحافلات أو السفن أو المصانع، وذلك من خلال إصدار صكوك الإستصناع على أساس أن يشتري المكتتبون ما يرغبون فيه، ويتعهد مصدر الصك بشراء المصنوع بالربح الذي تعرضه، وبالشروط التي تناسب مصدر الصك لتسديد الأقساط<sup>(٢)</sup>.

فمن خلال تنوع الصكوك وتعدد مجالات استخدامها يمكن أن تساهم بنسبة كبيرة في عجز الموازنة للدولة كوسيلة لجذب المدخرات وجمع الأموال وإدارة السيولة بطريقة شرعية تتناسب مع أحكام الشرع الحنيف ودون اللجوء لأدوات الدين.



(١) المرجع السابق ص ٢٢٠.

(٢) د. زياد الدماغ، ورقة علمية بعنوان «دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي»، مقدمة إلى المؤتمر الدولي للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، يونيو ٢٠١٠، ص ١٤.





## المطلب الثالث

### أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي

حيث هناك عدة عوامل تجذب مصدري الصكوك ومن أهمها<sup>(١)</sup>:

- ١) تساعد عمليات التصكيك في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يساهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها.
- ٢) 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.
- ٣) يساعد التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنه عبارة عن عمليات خارج الميزانية Off-Balance Sheet.
- ٤) يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل والتسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة، وبالتالي فإنه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.
- ٥) يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك

(١) د. فتح الرحمن على محمد صالح، ورقة بحثية بعنوان «دور الصكوك في تمويل المشروعات التنموية»، مقدمة لمتنبي الصيرفة الإسلامية - بيروت - الجمهورية اللبنانية، يوليو ٢٠٠٨، ص ١٢.





Proper Risk Management مخاطر محددة بينما تكون المخاطر أكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجوداً ضمن خارطة أصول المنشأة كلها.

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

٧) يساعد التصكيك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لان عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وادارتها كما انه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر.

هذا وتلعب أيضاً الصكوك أهمية بالنسبة للمستثمرين حيث أن الصكوك تمثل استثمار حقيقي وفرص استثمارية متنوعة سواء الأفراد أو المؤسسات أو الحكومات بصورة تمكنهم من إدارة السيولة بصورة مربحة، فهي أداة استثمار تعتمد على المشاركة في الربح أو الخسارة.





## المطلب الرابع

### أثر الصكوك على مستوى المصارف الإسلامية

تعد الصكوك أداة محورية في نشاط المصارف الإسلامية حيث يمكن من خلالها:

( ١ ) تطوير هيكل الموارد والاستخدامات، وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي، وتقليل المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة، فالميزة الفريدة لصكوك مصرفياً أنها تربط الموارد باستخداماتها في الآجال فتتخفف المخاطر الناتجة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات، وبالغرض من النشاط الممول، فترتفع الكفاءة لسهولة المراقبة ومتابعة الأداء، مع مصداقية في توزيع العائد الناتج عن فرصة ونشاط محدد، بالإضافة إلى تأثير ذلك على رفع الكفاءة، حيث أن المشروعات ذات العائد المتدني لن تتوفر لها فرصة أخرى للتمويل من موارد الصكوك التي ستوجه إلى مشروعات أخرى أكثر كفاءة، ويمكن للمصارف وفقاً للصكوك توفير فرصة الاختيار الواعي للأغراض والمجالات والمشروعات التي تخصص لها حصيلة موارد الصكوك، وما في ذلك من التنمية الإيجابية لدى المدخرين، والتعرف على تفضيلاتهم، ويمكن اعتبار المدخرين عند اقبالهم على الاكتتاب في هذا الصك دون غيره بمثابة قناة معلومات عن الأسواق والاستثمارات أو بمثابة مؤشر على تقييم الأداء في وضع قريب من المتعاملين على الأوراق المالية في البورصات<sup>(١)</sup>.

(١) د.أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية،







٢) الصكوك تستخدمها المصارف الإسلامية في تلطيف المخاطرة أي تدنيها والتعامل معها بكفاءة من خلال: التنوع في الصكوك (أجلاً، استخداماً) وبالترابط بين هيكل الأصول والخصوم فتنخفض مخاطرة اختلاف الآجال وتكون الاستخدامات ممولة بمصادر منسجمة في خصائصها وطبيعتها مع خصائص وطبيعة الاستخدامات وبمعدلات الربحية الناتجة عن التوظيف في الاقتصاد الحقيقي واختلاف القيم الحقيقية للأصول الاستثمارية والنمو في الناتج<sup>(١)</sup>.

وهكذا نرى أن استخدام آلية الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية في جذب المدخرات سيستج عنها التفاعل بين المصارف والمستثمرين وتوظيف أكفأ وأكثر فاعلية، مع تخفيض المخاطر التي تتعرض لها هذه المصارف في تعاملها مع آلية الودائع القابلة للسحب، وسوف توفر موارد طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل دون أن يكون هناك أعباء على هيكل الموارد في المصارف الإسلامية.



(١) المرجع السابق، ص ١٠٥





## المطلب الخامس

### أهم المؤسسات المالية الدولية التي قامت بإصدار الصكوك

#### أولاً: البنك الإسلامي للتنمية:

يقوم البنك الإسلامي للتنمية بتمويل المشروعات والبرامج المنتجة في القطاعين العام والخاص في الدول الأعضاء. فهو يستثمر أمواله في مشاريع البنية الأساسية الاقتصادية والاجتماعية، ويقدم المساعدة الفنية إلى الدول الأعضاء، كما يساعد في تنمية التجارة الخارجية ولاسيما في السلع الرأسمالية؛ كما يساعد المجتمعات المسلمة في الدول غيرالأعضاء. كما يقوم البنك بإجراء الدراسات والبحوث الشرعية في الاقتصاد الإسلامي والمعاملات البنكية الإسلامية عن طريق الصناديق الخاصة التي تُنشأ لهذا الغرض، كما يمول البنك مشروعات التنمية في الدول الأعضاء بعدد من أشكال التمويل المتوافقة مع أحكام الشريعة (كالقروض والإجارة والبيع لأجل والمساهمة في رأس المال واعتمادات التمويل والصكوك وغيرها)، كما يقوم بتنمية التجارة بين الدول الأعضاء عن طريق برامج تمويل التجارة، كعمليات تمويل تجارة الواردات، وبرنامج تمويل الصادرات ومحفظة البنوك الإسلامية وصندوق حصص الاستثمار وغيرها<sup>(١)</sup>.

ويقول الدكتور بشير فضل الله: «إن البنك الإسلامي للتنمية هو إحدى المؤسسات المالية الدولية القلائل ضمن منظومة مؤسسات التمويل متعددة الأطراف التي تقوم بعمليات تمويل التجارة وذلك لمساعدة الدول الأعضاء في

(١) <http://www.isdb-pilot.org/> (موقع البنك الإلكتروني)





جهودها التنموية عن طريق تقديم التسهيلات التي تمكنها من استيراد سلع ذات طبيعة تنموية، وعن طريق تمويل الصادرات لدعم موازينها التجارية وموازن المدفوعات، وللحصول على النقد الأجنبي الذي دائماً ما تكون هي في أمس الحاجة إليه. كما إن البنك هدف من هذا البرنامج إلى تعزيز التعاون التجاري والاقتصادي بين الدول الأعضاء عن طريق تشجيع التبادل السلعي بينها ودعمًا لذلك التعاون وتحفيزاً لها للبحث عن فرص التكامل بين اقتصاداتها، وقد طوّر البنك أدوات تمويلية عديدة تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية لهذا الغرض، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر، برنامج تمويل الواردات وبرنامج تمويل الصادرات والمرابحة على مرحلتين وأنماط مختلفة من هيكلية التمويل وتقديم خطوط الائتمان قصيرة الأجل للبنوك التجارية في الدول الأعضاء وتقديم تسهيلات مالية بضمان عائدات التصدير. وكما هو معروف، فإن البنك قد أنشأ المؤسسة الإسلامية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات لتكون ذراع الرئيس في عملية حفز الاستثمار وزيادة التبادل التجاري بين دوله الأعضاء»<sup>(١)</sup>.

### ❁ إصدارات البنك للصكوك<sup>(٢)</sup>:

- ١) أطلق البنك أول إصداراته من الصكوك في يوليو من عام ٢٠٠٣ م.
- ٢) كان الإصدار الأول المبدئي بمبلغ ٣٠٠ مليون دولار أمريكي، ولكن

(١) د. بشير عمر محمد فضل الله، ورقة علمية بعنوان «تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية»، مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الثلاثاء ١٣ ربيع الأول ١٤٢٧هـ الموافق ١١ أبريل ٢٠٠٦م، ص ١٠

(٢) أسامة عبد الحليم الجورية، بحث رسالة ماجستير صكوك الإستثمار ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق ص ١٨٤.





وفي ضوء الطلب القوي من المستثمرين فقد تمت زيادة حجم الإصدار إلى ٤٠٠ مليون دولار، والإصدار مدته خمس سنوات، وهو أول إصدار في سوق مال إسلامي من جهة غير سيادية عقب عروض ماليزيا والبحرين، وثاني إصدار سندات دولية كسند إسلامي.

٣) تعهد البنك بعرض كبير للصكوك (يغطي الشرق الأوسط وآسيا وأوروبا)، وقد وزعت العملية بصورة جيدة وكان معظم الطلب من الشرق الأوسط كما تحقق التوزيع في الشرق الأقصى وأوروبا.

٤) نجح البنك في توسعة نوع المستثمرين لهذه الأصول وكانت العملية أصلاً إصداراً إسلامياً، إلا أنها اجتذبت مشتريين تقليديين، فقد جاء نحو ٧٠% من الطلبات من السوق التقليدية.

٥) نجح الغرض من العملية في تطوير أسواق مال إسلامية، فقد كان هناك عدد من المستثمرين من قطاع التمويل الإسلامي الذين اشترى سندات قابلة للتعامل لأول مرة، وحقق البنك أهدافه في إشراك البنوك المركزية التي تمثل نحو ٤٠% تقريبا من طلبات الشراء.

٦) شارك البنك، كمدير مشارك، في إصدار صكوك قطرية بمبلغ ٦٠٠ مليون دولار أمريكي عام ٢٠٠٣

٧) يكتتب البنك أيضاً في عدد من عروض الصكوك من حكومة البحرين.

٨) يقوم البنك حالياً بجهود لتطوير سوق الصكوك وذلك بإيجاد سندات قابلة للتعامل تتسق وأحكام الشريعة.





٩) حصل البنك على تصنيف (AAA)<sup>(١)</sup> بواسطة «Standard Poor's» للتصنيف الائتماني في ديسمبر ٢٠٠٣ م في خطوة مهمة لتعبئة الموارد من السوق الدولية كأول مؤسسة في العالم الإسلامي تحصل على هذا التصنيف.

١٠) اعترفت لجنة بازل في يونيو ٢٠٠٤ م بأن البنك بنك تنموي متعدد الأطراف معدل الخطر المرجح لديه صفر، وقد سهل هذا التصنيف دخول البنك إلى السوق الدولية (لتعبئة موارد إضافية بغية تلبية الاحتياجات المالية المتزايدة للدول الأعضاء

١١) وتجدر الإشارة إلى أن النجاح الذي قابله البنك في إصداره الأول دفعه إلى الموافقة على الإصدار الثاني في ٢٠٠٥ م بمبلغ مليار دولار تكون الشريحة الأولى منه ٥٠٠ مليون دولار

١٢) تعتبر صكوك البنك أول أوراق مالية تقليدية تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

### ثانياً: مركز إدارة السيولة (LMC)

مركز إدارة السيولة هو شركة مساهمة بحرينية تأسست في ٢٠٠٢، وحصلت على ترخيص كمصرف استثمار إسلامي يهدف إلى تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال استثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، ومعالجة مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى تلك المؤسسات باستخدام صكوك الاستثمار وتشجيع التعامل مع مركز إدارة

(١) هو يعني أن قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته ممتازة ووزن المخاطرة ٠.٠٪. (تصنيف مؤسسة موديز).





السيولة. كما يساهم المركز في إعداد خطط إستراتيجية لإدارة السيولة والموازنة بين موارد البنوك مع السيولة واستخداماتها<sup>(١)</sup>.

### بعض إصدارات مركز إدارة السيولة

وفيما يلي هذه بعض إصدارات الصكوك<sup>(٢)</sup>:

١) قام مركز إدارة السيولة المالية بإصدار الصكوك الإسلامية للعديد من البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية كما فعل مع (بنك الاستثمار الإسلامي الأول) بطرح أول إصدار له من الصكوك الإسلامية بقيمة ٧٥ مليون يورو في ٣/١٠/٢٠٠٦ والذي عرف باسم «يورو فرسان» مشيراً إلى أن الاكتتاب في الصكوك فاق التوقعات بقيمة ٢٥ مليون يورو، خاصة فيما يتعلق بكونها صكوكاً إسلامية توافق أحكام الشريعة الإسلامية.

٢) اختار مرفأ البحرين المالي «مركز إدارة السيولة المالية» لإدارة عملية تمويل المرحلة الأولى من مشروع المرفأ والتي تشمل البرجين والمجمع المالي وبيت المرفأ والبالغة تكلفتها ٢٥٠ مليون دولار، حيث سيقوم المركز بإدارة وتنظيم عملية التمويل الإسلامي، حيث تم إصدار صكوك إجارة لمدة خمس سنوات تستحق الدفع في ٢٠١٠ م، وتقدم عائدات فصلية ل ٢٥٠ نقطة أساس وفقاً ل (LIBOR).

(1) <http://www.lmcbahrain.com/about-corporate-profile.aspx>

(الموقع الرسمي لمركز إدارة السيولة)، تاريخ الدخول مارس ٢٠١٧.

(٢) حكيم براضية، بحث رسالة ماجستير «التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية»، جامعة حسيبة بن بو علي الشلف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير عام ٢٠١٠-٢٠١١، ص ١٥٦.





٣ ) كما زاد المركز ومصرف الإمارات الإسلامي القوة الهامة لعائدات صكوك أريبكو لشركة مشروع الأهلية للعقارات، وهي صكوك مستمرة لسنتين مع معدل ربح ٨٪ واجب الدفع كل نصف سنة.

٤ ) نظم المركز عرض صكوك مشاركة مدينة (لاكون)، كجزء من مشروع مدينة (خيران بيرل) الأوسع.

٥ ) أعلن المركز اختتام أضخم إصدار في الكويت في ٢٨ كانون الأول ٢٠٠٦ لصالح الشركة القابضة الأهلية التابعة لمدينة (لاكون) والبالغة ٢٠٠ مليون دولار.





## المبحث الثاني

### تجارب الدول في إصدارات الصكوك

وفي ذلك المبحث سوف نستعرض التجارب لدولة ماليزيا والإمارات والمملكة العربية السعودية وبريطانيا من خلال المطالب التالية :

- \* **المطلب الأول: التجربة الماليزية.**
- \* **المطلب الثاني: تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة.**
- \* **المطلب الثالث: تجربة دولة المملكة العربية السعودية**
- \* **المطلب الرابع: تجربة الدول الأوروبية (بريطانيا)**







## المطلب الأول

### التجربة الماليزية

#### ماليزيا وتفوقها في إصدار الصكوك :

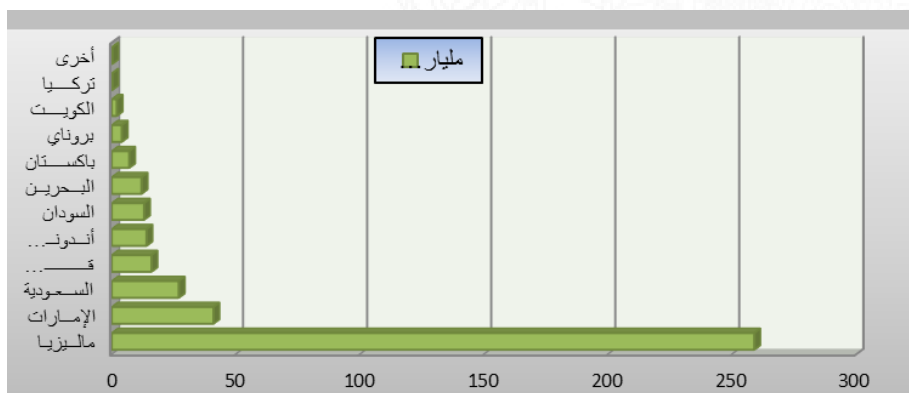
عرف سوق الصكوك الإسلامية الماليزية نشاطاً ملحوظاً في نهاية القرن العشرين، وهذا تم عن طريق عدة إصدارات مختلفة ومتنوعة للصكوك جعل منها رائدة في هذا الميدان سواء للحكومة الماليزية، أو للشركات الخاصة، وبالعملة المحلية أو الأجنبية، فقد تصدرت ماليزيا قائمة البلدان المصدرة للصكوك الإسلامية في سوق الإصدار الأولي بحسب القيمة والعدد على طول الفترة الممتدة من سنة ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٢ مقارنة بباقي البلدان الأخرى، فهي تمثل أكبر سوق للصكوك في العالم حيث تم إصدار ٢٧٨,٠٨ مليار دولار أي ما نسبته ٦٥% من مجموع الإصدارات العالمية<sup>(١)</sup>.

(١) د. قوريش نصيرة، أ. بدروني هدى، ورقة علمية بعنوان «أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل بعض المؤشرات الاقتصادية للتنمية المستدامة - بالإشارة إلى حالة التجربة الماليزية»، منشورة في مجلة إقتصاديات شمال أفريقيا، العدد العاشر، ص ١٠٢





### إجمالي حجم إصدارات الصكوك العالمية خلال الفترة من (٢٠٠١-٢٠١٢) (١)



يتضح من الشكل أنّ ماليزيا تتقدّم وتتصدّر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث سيطرت خلال الفترة الممتدة من سنة ٢٠٠١ إلى سنة ٢٠١٢ بعدد كبير من الإصدارات المتنوّعة بلغت قيمتها أكثر من ٢٦٠ مليار دولار تمثل أكثر من ٧٠٪ من إجمالي قيم الإصدارات العالمي.

### نموذج على تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك :

« تجربة رهن مطار كوالالمبور مقابل إصدار صكوك بنحو ١٠٠ مليار دولار :

وما حدث في عملية مطار كوالالمبور هو أنه تم إصدار الصكوك مقابل بيع المطار لجماعة حملة الصكوك لمدة عشر سنوات ثم توقيع عقد شراء المطار مرة أخرى - في نفس اللحظة وبنفس قيمة البيع لإعادته إلى ملكية الدولة ولكن بعد عشر سنوات وخلال هذه السنوات العشر تذهب عائدات تشغيل المطار

(١) أ.كتاف شافية، ورقة علمية بعنوان «أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية»، تم نشرها في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد ١٤، ص ٩٥.





إلى حملة الصكوك وإذا تحققت خسائر في أي من هذه السنوات يتحملها حملة الصكوك أيضاً، وفي نهاية المدة تقوم الدولة بسداد قيمة هذه الصكوك لأصحابها وبنفس قيمتها بعد أن تكون قد استخدمت هذه الحصيلة في بناء مشروعات جديدة طيلة السنوات العشر والاستفادة من فروق التضخم في الأسعار العالمية، وهكذا نجحت ماليزيا في تنفيذ العديد من المشروعات العملاقة في مدي زمني قصير للغاية مما صنع ما يسميه البعض بالمعجزة الماليزية<sup>(١)</sup>.

وهكذا استطاعت الدولة بناء مطار ضخمة وعملاق دون أن تنتظر عشرات السنوات لتوفير السيولة الكافية لتكلفة ذلك المشروع، مع العلم أنه ترتفع أسعار المواد الخام والمدخلات في الأسواق العالمية بشكل شبه يومي، وبالتالي فإن الصكوك الإسلامية وفرت على ماليزيا الكثير من الوقت وفروق التكلفة، وبذلك استطاعت ماليزيا بالاعتماد على إصدارات الصكوك تحقيق نهوض اقتصادي واجتماعي قوي.

(١) المرجع السابق ص ١٠٩





## تتبع مراحل الصكوك في ماليزيا:

« يمكن تتبع مراحل اصدار الصكوك فى ماليزيا على النحو التالي :

العام	أهم المراحل	م
1990	أصدرت شركة Shell MDS Sdn Bhd أول السند الإسلامي	١
1997	شركة Khazanah الوطنية أطلقت مرابحة سندات Khazanah وكان على صفر كبون على أساس المرابحة وبيع الدين. وكان هذا السند قد أصدر من قبل الحكومة من أجل إيجاد سند بديل لسوق السندات المحلية.	٢
2000	من الضوابط التي قررتها لجنة مراقبة عمليات البورصة على مصدري السندات الإسلامية تعيين المستشارين الشرعيين المستقلين.	٣
2002	أصدرت شركة Kumpulan Guthrie Bhd أول صكوك الإجارة بمبلغ US\$150 million وهو أول الصكوك الإسلامية التابعة لشركة إعتبارية في التاريخ وكان الإصدار مدرجة في قائمة Labuan الدولي للتبادل (LFX) وكان من الطبقة الأولى التي كونت مشروع صكوك الإجارة الذي كان بمبلغ US\$395 million قد أطلقت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة المشهورة (الصكوك الماليزية الدولية) بمبلغ US\$600 million حيث أصبحت بهذا الإصدار أول دول العالم تصدر الصكوك الحكومية الدولية. قد سمحت الحكومة الماليزية خصم مصرفات إصدارات الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفدرالية سنة 2003 وكان الإصدار على مبادئ شرعية من الإجارة والمضاربة والمشاركة	٤
2003	حل شامل لمشاكل الضريبة في السندات الإسلامية كما هو الحال في السندات التقليدية وقد أعلن عن هذا في الميزانية الفدرالية سنة 2004. إن الحكومة الماليزية قد سمحت بخصم مصرفات إصدار السندات الإسلامية التي أصدرت على مبدأ الإستصناع من ميزانيتها الفدرالية سنة 2004.	٥





العام	أهم المراحل	م
	<p>أصدر البنك الدولي السندات الإسلامية التي يحل أجلها في 2010 بمبلغ RM 760 million وهذا الإصدار من رنجت هو أكبر عمليات سوق السندات على رنجت تشمل دولاً متعددة.</p> <p>شركة Ingress الإعتبارية أصدرت أول السندات الإسلامية الإعتبارية بنموذج الصكوك الماليزية الدولية. صكوك Sarawak الإعتبارية التي تم بموجبها إنشاء الكيان ذات الأغراض الخاصة من قبل الإعتبارية الإقتصادية للتنمية التابعة لـ Sarawak (SEDC) والتي أطلقت أول صكوك الإجارة الدولية لمدة خمس سنوات بمبلغ US\$350 million وأصدرت على شكل قيمة سندات ترست الجارية يحل أجلها في سنة 2009 وهذه الصكوك مدرجة وتباع في LFX الإعتبارية المالية الدولية (IFC) ، جناح من أجنحة البنك الدولي للقطاع الخاص أصدرت السندات الإسلامية بمبلغ RM 500 million التي كانت أول الإصدار الإسلامي على رنجت من قبل الإعتبارية ذات التعامل بالدول المتعددة.</p>	٦
	<p>أصدرت لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية وكان إصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التيسيري في إصدار السندات الإسلامية والتنمية جوانب الابتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.</p> <p>شركة مشاركة واحد لرأس المال Bhd أصدرت RM2.5 billion الذي هو أول صكوك مشاركة. وكان الإصدار موضوع على انتزاع مستحقات من حقوق وملكية والربا ومنافع تسوية ذمم حكومة ماليزيا في صالح TIME System Integrators Sdn Bhd.</p> <p>أول سندات بيع وبناء العقار أصدرت على مستوى دولي وكان الإصدار من قبل Cagamas MBS Bhd على مبدأ المشاركة. وسميت هذه الأداة صكوك المشاركة وكان الإصدار على توريق مجموعة من موظفي الحكومة في التمويل الإسلامي للسكن وكان المبلغ RM2.05 billion.</p> <p>أول سندات المضاربة بقيمة RM80.0 million الذي أصدر من قبل PG Municipal Assets Bhd. ومثل هذا الإصدار أول الإصدار يكون منظماً على ضرائب الممتلكات يجيبها الجهة المحلية - Pihak Berkuasa Tempatan Pasir Gudang. وهو كذلك أول إصدار الدولة للسندات الإسلامية على مبدأ عقد المضاربة حسب ضوابط التي أصدرتها لجنة مراقبة عمليات البورصة في يوليو سنة 2004 .</p>	٧

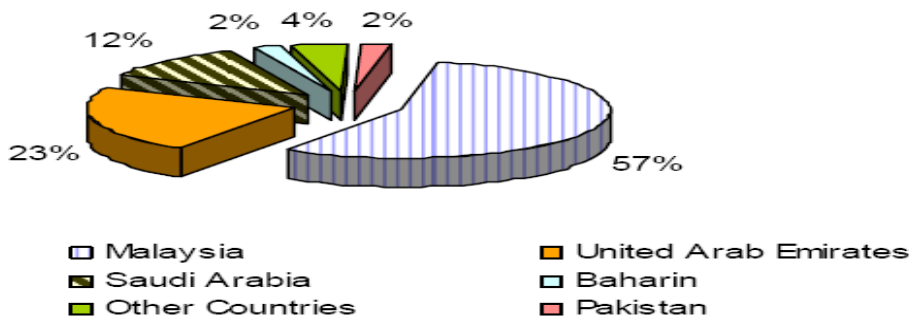




العام	أهم المراحل	م
	<p>أول مؤشر دولي للصكوك أطلق في كولالبور وعرف هذا المؤشر بـ Dow Jones Citigroup وهذا المؤشر يزن عمل السندات الإسلامية ذات الإيرادات الثابتة ذات ضوابط الاستثمار الشرعي والسبب الأساسي لإنشاء هذا المؤشر هو المستثمرون الذين يريدون التعرف على استثمارات الإيرادات الثابتة الشرعية. إثنان من سبعة صكوك متكونة من المؤشرات من ماليزيا. وهما صكوك دولية تابعة لحكومة ماليزيا وصكوك Sarawak تابعة لإقليمية Sarawak</p> <p>Khazanah Nasional Berhad أطلقت أول صكوك المشاركة الموافقة للشرعية القابلة للتبادل إضافة إلى كونها مدرجة في شركة Labuan الدولية للتبادل المالي وقد أدرج كذلك في بورصة ، Hong Kong Ltd (HKSE) وبهذا أصبح أول الصكوك أدرجت في قائمة بورصة HKSE</p>	٧

(المصدر .د نور الدين أنجدمون، محاضرة عن تطوير الصكوك في ماليزيا،  
مركز الملك فهد للمؤتمرات بالرياض ٢٥ أكتوبر ٢٠٠٨)

### Sukuk Issued By Country



إحصائية توضح حجم اصدار الصكوك عام ٢٠٠٧ حسب البلاد ويوضح تفوق ماليزيا في اصدار الصكوك حيث بلغت نسبتها ٥٧% من حجم الإصدار العالمي (المصدر د نور الدين أنجدمون،  
محاضرة عن تطوير الصكوك في ماليزيا، مركز الملك فهد للمؤتمرات بالرياض ٢٥ أكتوبر ٢٠٠٨).





## المطلب الثاني

### تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة في إصدار الصكوك

في دولة الإمارات فقد تصدر بنك دبي الإسلامي<sup>(١)</sup> المركز الأول لإصدارات الصكوك على مستوى العالم منذ بداية عام ٢٠١١ وحتى منتصف سبتمبر عام ٢٠١١ حيث قام البنك بإدارة إصدارات صكوك بقيمة ١,٧٧٥ مليار دولار ليستحوذ بذلك على نسبة ٢٠,٨% من حصة السوق لإصدارات الصكوك في العالم، كما حصل البنك على تفويض من مركز دبي للسلع والمعادن لإدارة وترتيب إصدار صكوك مرتبطة بالذهب وهو أول إصدار لصكوك مرتبطة بالذهب، أيضاً أدار البنك صكوكاً بقيمة ٥٠٠ مليون دولار لمصلحة البنك الإسلامي للتنمية، ذلك إلى جانب مشاركته في إدارة أول إصدار صكوك لمصلحة حكومة باكستان بقيمة ٦٠٠ مليون دولار، وأدار صكوكاً أخرى لمصلحة حكومة ماليزيا بقيمة ٦٠٠ مليون دولار، ووفقاً لبيانات صدرت عن دراسة على هامش المؤتمر العالمي للمصارف الإسلامية عام ٢٠١٢ في سنغافورة فدولة الإمارات احتلت المركز الثاني بعد ماليزيا بصكوك تربو قيمتها الإجمالية ٣٩ مليار دولار<sup>(٢)</sup>.

### تطور الصكوك في دبي:

وتشير الإحصائيات أنه: «في نهاية ٢٠١٣، بلغت القيمة الإسمية للصكوك

(١) هو بنك تم تأسيسه عام ١٩٧٥ كأول بنك إسلامي متكامل الخدمات، أصبح بنك دبي الإسلامي رائداً في مجال الخدمات والمنتجات المصرفية الإسلامية، وهو يرسى المعايير في هذا المجال مع زيادة الطلب على المنتجات والخدمات المصرفية الإسلامية في المنطقة والعالم.

(٢) د.أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية، مرجع سابق ص ١١٢.





المدرجة في سوق دبي المالي ٣, ١٣ مليار دولار مع ١٠ إدراجات جديدة، وفي نهاية عام ٢٠١٤، شهدت دبي ١٨ إدراجاً جديداً وصلت قيمتها الإجمالية إلى ١, ٢٤ مليار دولار، أما في العام ٢٠١٥، فشهدت ١٢ إدراجاً جديداً لتبلغ القيمة الإجمالية للصكوك ٧, ٣٦ مليار دولار. وفي ٢٠١٦ بلغت القيمة الإسمية للصكوك المدرجة في بورصة ناسداك أكثر من ٤١ مليار دولار، مقابل ٥٦, ٤٤ مليار دولار لإجمالي إدراجات الصكوك الحالية في سوق دبي المالي<sup>(١)</sup>.

### نموذج على إصدار الصكوك في دولة الإمارات:

« صكوك جفزا:

وهي المنطقة الحرة لجبل علي حيث أصدرت الشركة في عام ٢٠٠٧ صكوك مشاركة بقيمة ٧٥٠٠ مليون درهم إماراتي تستحق في عام ٢٠١٢، ويأتي الإدراج بعد نجاح عملية الاكتتاب بالصكوك الإسلامية وتغطيتها بالكامل حيث تم إصدارها بالعملة المحلية (الدرهم) في بورصة دبي العالمية، واقتصر الاكتتاب بها على الشركات والمؤسسات، ورتب لعملية إصدار الصكوك الإسلامية بنك دبي الإسلامي و«باركليز كابيتال» و«دويتشه بنك» و«ليمان برادرز»<sup>(٢)</sup>.



(١) الموقع الرسمي لمركز دبي للإقتصاد الإسلامي:

[http://www.iedcdubai.ae/page/view/2/about\\_the\\_centre](http://www.iedcdubai.ae/page/view/2/about_the_centre)

(٢) د. معبد الجارحي، مع د. عبد العظيم جلال أبو زيد، ورقة علمية بعنوان «أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها»، مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقديم) والمقامة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة من ٢٤-٢٦ مايو ٢٠١٠، بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامية، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية، ص ٣٣٢.







## المطلب الثالث

### تجربة المملكة العربية السعودية في إصدار الصكوك

بدأت المملكة في إصدار الصكوك عام ٢٠٠٤م، لإصدار صكوك مؤسسية لصالح إحدى الشركات لتأجير السيارات وتم تسميتها «صكوك القافلة»، وهي عبارة عن صكوك إجارة مدتها ثلاث سنوات بعائد متغير يدفع للمستثمرين على أساس شهري<sup>(١)</sup>.

ثم توالى بعد ذلك إصدار صكوك شركة سابك وصكوك الشركة السعودية للكهرباء، كما ساهم البنك الإسلامي للتنمية بجدة بإصدار صكوك إجارة واستصناع ومرابحة، وبلغت إصدارات المملكة في النصف الأول من عام ٢٠١٣ حوالي تسعة مليارات دولار محتملة بذلك المرتبة الثانية بعد ماليزيا.

### نموذج على إصدار المملكة العربية السعودية للصكوك :

أصدرت الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري<sup>(٢)</sup> صكوك مرابحة بقيمة ٣،٩٠٠،٠٠٠،٠٠٠ ريال في عام ٢٠١٥م تنتهي في عام ٢٠٢٢م، وكان وكيل حملة الصكوك هو شركة إتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة، واتفاقية المرابحة تقوم على أن الشركة (بصفتها المشتري) وشركة إتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة بصفتها البائع، هما طرفان في اتفاقية المرابحة الرئيسية والتي

(١) د. أحمد شعبان محمد، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص ٢٣٤.

(٢) شركة سعودية مساهمة تأسست بموجب أنظمة المملكة العربية السعودية، بموجب المرسوم الملكي رقم م/٥ بتاريخ ١٢/٢/١٣٩٨هـ الموافق ١/٢٢/١٩٧٨م،





بموجبها يستفيد المشتري من التسهيلات التمويلية المبنية على المربحة التي سيوفرها له البائع، ومع مراعاة شروط وأحكام اتفاقية المربحة الرئيسية يوافق البائع على بيع السلع التي تم شرائها من الموردين المرشحين إلى المشتري بالأسعار التي تم التفاوض عليها بين البائع والمشتري، وذلك نيابة عن المصدر وحملة الصكوك وعلى أساس المربحة بمجرد أن يحوز البائع على السلع<sup>(١)</sup>.

والجدول التالي يوضح الصكوك المدرجة في سوق الصكوك والسندات السعودية سنة ٢٠١٣ :

المصدر	اسم الصك	النوع	القيمة (مليون ريال)	تاريخ الإصدار	تاريخ الإستحقاق
شركة أوركس السعودية للتأجير التمويلي	صكوك أوركس السعودية	صكوك استثمار	240	2012-12-26	2015-12-26
البنك السعودي الهولندي	صكوك الهولندي 2	صكوك المضاربة	725	2009-12-30	2019-12-31
الشركة السعودية العالمية للبنكوكيماويات	صكوك سبكيم	صكوك المضاربة	1800	2011-7-6	2016-7-6
شركة صدارة للخدمات الأساسية	صكوك صدارة	صكوك استصناع وإجارة مع مشاركة	7500	2013-4-2	2028-12-15
شركة ارامكوتوتوال العربية للخدمات	صكوك ساتورب	صكوك استصناع وإجارة مع مشاركة	3749	2011-10-9	2025-12-20

(١) هيئة السوق المالية <https://cma.org.sa> بتاريخ ٣/٧/٢٠١٧ .





## الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية

المصدر	اسم الصك	النوع	القيمة (مليون ريال)	تاريخ الإصدار	تاريخ الإستحقاق
الشركة السعودية للكهرباء	صكوك كهرباء السعودية 2	صكوك استثمار	7000	2009-7-6	2029-7-6
الشركة السعودية للكهرباء	صكوك كهرباء السعودية 3	صكوك استثمار	7000	2010-5-10	2030-05-10

المصدر (أ/كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية، ورقة علمية مقدمة لمجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد ١٤ لسنة ٢٠١٤، ص ٧٩)





## المطلب الرابع

### تجربة الدول الأوروبية في اصدار الصكوك

سوف أكتفى في ذلك البحث بالتجربة البريطانية حيث هناك عدة إصدارات من بعض الدول الأوروبية مثل ألمانيا وتركيا وغيرهما،

#### التجربة البريطانية:

بعد عام ٢٠٠٨، أصدرت الحكومة البريطانية قرارات جديدة خصت بمنح إعفاءات ضريبية على الصكوك الإسلامية، وهو ما اعتبره الخبراء الماليون في لندن أهم اجراء تتخذه السلطات البريطانية لتشجيع نمو المصارف الإسلامية وجذب رؤوس الأموال، تم إصدار صكوك إسلامية في ٢١ أكتوبر ٢٠٠٩ بقيمة ١٠٠ مليون دولار ببورصة البحرين ودبي من طرف المؤسسة المالية الدولية SFI وهي فرع للبنك الدولي، وتتميز هذه الصكوك أنها بدون مدفوعات مسبقة وبآجال إستحقاق خمس سنوات، وكان بنك جيتهاوس Gatehouse Bank قد اصدر صكوك إسلامية بقيمة مليار دولار بداية سنة ٢٠١١، في أول خطوة للتعامل بالصكوك الإسلامية ببريطانيا<sup>(١)</sup>.

وكان أول صك إسلامي تم إصداره UScorporate و Kuveyt sukuk turk من طرف بنك أروبي، وتعد هذه العملية الأولى من نوعها، أما عن النوع الآخر من الصكوك الإسلامية فكانت صكوك المشاركة التي تم إصدارها سنة ٢٠١٠ من

(١) د. نوال سمرد، ورقة علمية بعنوان «دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية-الصكوك الإسلامية نموذجاً»، مقدمة إلى المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، في الجامعة الأردنية، ٢٨ - ٣٠ / ٧ / ٢٠١٥، ص ١٩

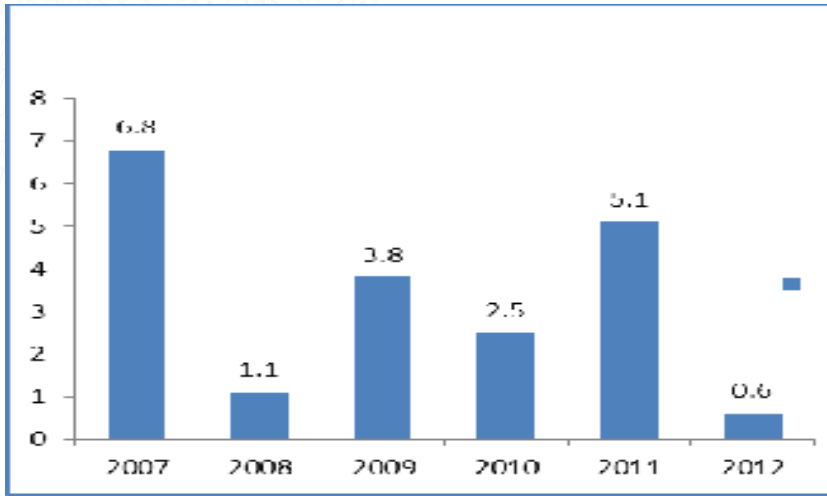




## الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية

طرف IIT international innovate technologies، كما قامت بورصة لندن LSE بإدراج صك GEcapital سنة ٢٠٠٩م<sup>(١)</sup>.

والشكل التالي يوضح تطور حجم التعامل بالصكوك في بريطانيا :



(Source : islamic finance،financials markets series، march 2012)



(١) - المرجع السابق ص ١٩.





## المبحث الثالث

### التطبيقات الحديثة للصكوك

وفي ذلك المبحث سوف أقوم بتوضيح بعض المشاكل الشرعية التي تواجه مصدري الصكوك وتقييمها مع إعطاء نموذج عملي على إصدار أحد الشركات للصكوك ووجود مشاكل شرعية في ذلك الإصدار، وسوف يكون ذلك من خلال:

- \* **المطلب الأول: تقييم التطبيقات الحديثة للصكوك.**
- \* **المطلب الثاني: أهم التحديات التي تقف أما تطوير سوق الصكوك الإسلامية.**





## المطلب الأول

### تقييم التطبيقات الحديثة للصكوك

يقول د. محمد تقى العثماني: «فإن إصدار الصكوك المبنية على أحكام الشريعة الإسلامية الغراء كان من أهم أهداف العمل المصرفي الإسلامي ومن أعظم الوسائل المرموقة لتنمية الاقتصاد الإسلامي في المجتمع، بشرط أن تراعى في آلياتها جميع المبادئ الأساسية التي تميز الاقتصاد الإسلامي من غيره. وإن النظام الربوي السائد في العالم اليوم متعود بإصدار السندات القائمة على أساس الفائدة الربوية للمشاريع الكبيرة التي تقتضي أموالاً جمّة وتُدِرّ ربحاً أو دخلاً كبيراً. ولكن حاملي السندات لا يتجاوزون من أن يكونوا مقرضين لأصحاب هذه المشاريع على أساس الفائدة، ولا دخل لهم في ملكية أصول المشروع ولا في الربح أو الدخل الذي ينتج من هذه المشاريع، وإنما يستحقون الفائدة على قروضهم بنسبة متوافقة مع سعر الفائدة في السوق. أما ربح المشاريع بعد التكاليف، ومنها الفائدة المدفوعة، فكله يرجع إلى أصحاب المشاريع. وكانت الفكرة الأساسية من وراء إصدار الصكوك الإسلامية: أن يشارك حملة الصكوك في ربح المشاريع الكبيرة أو الدخل الناتج منها»<sup>(١)</sup>.

**ولكن مع التطبيق العملي للصكوك هناك بعض القصور فمثلاً:**

(١) د. محمد تقى العثماني، ورقة علمية، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مقدمة لمجمع الفقه الإسلامي





## ١ ملكية حملة الصكوك لموجوداتها:

يقول الشيخ محمد على التسخيري: «إن معظم الصكوك تختلف فيها من السندات الربوية اختلافاً واضحاً، فإن الصكوك في عامة الأحوال تمثل حصة شائعة في أصول تُدرّ ربحاً أو دخلاً، مثل الأعيان المؤجرة، أو مشروع تجارى أو صناعى، أو وعاء استثمارى يحتوى على عدة من المشاريع. وهذه هى النقطة الوحيدة التى تميزها عن السندات الربوية، غير أنه ظهرت فى الآونة الأخيرة بعض الصكوك التى يُشكّ فى كونها ممثلة للملكية.

« فمثلاً:

قد تكون الأصول الممثلة بالصكوك أسهم الشركات بدون ملكيتها الحقيقية، وإنما تخوّل حملة الصكوك حقاً فى عوائدها، وليس هذا إلا شراء عوائد الأسهم، وهو لا يجوز شرعاً.

وكذلك انتشرت بعض الصكوك على أساس خلطة من عمليات الإجارة والاستصناع والمرابحة التى دخل فيها بنك من البنوك، فتباع هذه الخلطة إلى حملة الصكوك، ليحصلوا على عوائد هذه العمليات. وإدخال عمليات المرابحة فى هذه الخلطة لا يخلو من شبهة بيع الدين، وإن كانت نسبتها قليلة بالنسبة إلى عمليات الإجارة والمشاركة والاستصناع، ويحتاج إلى إعادة النظر فى الموضوع»<sup>(١)</sup>.

(١) الشيخ محمد على التسخيري- الأمين العام للمجمع العالمي للتقريب بين المذاهب الإسلامية، ورقة علمية بعنوان «الصكوك المعاصرة وحكمها»، مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامى الدولى، إمارة الشارقة - دولة الإمارات العربية المتحدة، ص ٢







## ٢) التوزيع الدوري على حملة الصكوك:

يقول الشيخ محمد تقي العثماني: «معظم الصكوك المصدرة قد اكتسبت فيها خصيصة السندات الربوية سواء بسواء من حيث إنها توزع أرباح المشروع بنسبة معينة مؤسسة على سعر الفائدة الليبور (هو سعر الفائدة المعروف بين البنوك في لندن - وهو عبارة عن متوسط سعر الفائدة على المدى القصير والذي تقوم عنده البنوك بإقراض واقتراض الأموال من بعضها البعض لتخفيف مراكزها التي تؤثر على السعر لأموال أخرى).

ومن أجل تبرير ذلك وضعوا بندا في العقد يصرح بأنه إذا كان الربح الفعلي الناتج من الاستثمار زائداً على تلك النسبة المبنية على سعر الفائدة، فإن المبلغ الزائد كله يدفع إلى مدير العمليات (سواء أكان مضارباً أو شريكاً أو وكيل الاستثمار) على كونه حافظاً له على حسن الإدارة، حتى أنى رأيت في هيكله بعض الصكوك أنها لا تصرح بكون الزائد مستحقاً للمدير كحافز، بل تكتفي بقولها إن حملة الصكوك يستحقون نسبة معينة مؤسسة على أساس سعر الفائدة في التوزيع الدوري (فكأن كون الزائد حافظاً ثبت تقديراً أو اقتضاء).

أما إذا كان الربح الفعلي ناقصاً من النسبة المذكورة المبنية على سعر الفائدة، فإن مدير العمليات يلتزم بدفع الفرق (بين الربح الفعلي وبين تلك النسبة) إلى حملة الصكوك على أساس قرض بدون فائدة يقدم إلى حملة الصكوك. وإن هذا القرض يسترده المدير المقرض إما من المبالغ الزائدة على سعر الفائدة في فترات لاحقة، وإما من تخفيض ثمن شراء الموجودات عند إطفاء الصكوك»<sup>(١)</sup>.

(١) د. محمد تقي العثماني، ورقة علمية بعنوان الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة، مرجع سابق، ص ٤.





### ٣) ضمان استرداد رأس المال:

يقول د. فهد المرشدي: «غنم الربح الحقيقي في الشريعة الإسلامية يتبع الغرم دائماً، فكان الأصل في الصكوك أن لا يضمن فيها رأس المال لحملتها، وإنما يستحقون القيمة الحقيقية للأصول، سواء أزدت من قيمتها الإسمية أم نقصت، ولكن الصكوك الرائجة اليوم كلها تضمن رأس المال لحملة لصكوك بطريق غير مباشر، وذلك أن مدير الصكوك يتعهد تجاه حملتها بشراء الأصول التي تمثلها الصكوك بالقيمة الإسمية عند نهاية مدتها، بقطع النظر عن قيمتها الحقيقية يومئذ، ومعنى ذلك أنه عند إطفاء الصكوك يرجع لحملة الصكوك رأس مالهم مضموناً لا غير، فإن كان المشروع أصيب بخسران فإنه يتحملة المدير، وإن كان فيه ربح فإنه يحوزه المدير بالغاً ما بلغ، ولا حق لحملة الصكوك إلا في استرداد رأس مالهم، كما في السندات الربوية تماماً»<sup>(١)</sup>.

### نموذج على عدم شرعية بعض الصكوك:

« صكوك شركة دانة غاز تم صدورها في ٨ مايو ٢٠١٣ بقيمة ٧٠٠ مليون دولار مستحقة في ٣١ أكتوبر ٢٠١٧:

بناء على التطور المستمر الذي طرأ على أدوات التمويل الإسلامية نتيجة المراجعات التي تمت خلال السنوات القليلة الماضية، تلقت الشركة مؤخرًا نصيحة قانونية تفيد بأن صكوك المضاربة بصيغتها الحالية لا تتوافق مع أحكام الشريعة وتخالف أحكام قانون دولة الإمارات العربية المتحدة. ونتيجة لذلك،

(١) د. فهد بن بادي المرشدي، الصكوك أحكامها وضوابطها وإشكالاتها، طبعة دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية-الرياض، الطبعة الأولى، ١٤٣٥هـ-٢٠١٤م، ص ٨٩.





فإن إعادة هيكلة الصكوك، الحالية أمر ضروري لضمان توافقها مع القوانين المرعية ذات الصلة لما فيه مصلحة جميع الأطراف.

وعليه، تقترح الشركة استبدال الصكوك بأداة جديدة قابلة للتنفيذ ومتوافقة مع أحكام الشريعة، وأن تكون مدة استحقاقها ٤ سنوات وتمنح حقوقاً بتوزيعات أرباح بنسبة تقل عن نصف نسبة الأرباح الحالية من دون خيار التحويل، على أن تشمل دفعيات الأرباح الجديدة مدفوعات نقدية ومدفوعات عينية.

وبما أنه يتعذر التكهّن بمواعيد استلام مستحقات الشركة المتأخرة وتعويضات الأضرار المرتقبة تقترح دانة غاز أن يكون لها بموجب الصكوك الجديدة حق السداد المبكر إما كلياً أو جزئياً بسعر الإصدار قبل موعد الاستحقاق من دون أي غرامة، الأمر الذي يتيح لحملة الصكوك الاسترداد بشكل مبكر.

ونظراً لأن الصكوك الحالية لا تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية فإنه لا يمكن دفع توزيعات الأرباح في ٣١ يوليو ٢٠١٧، ٣١ أكتوبر ٢٠١٧، إلا أنه سيتم احتساب هذه التوزيعات كجزء من الصكوك الجديدة المتوافقة مع القوانين المرعية<sup>(١)</sup>.

وهنا اعترفت الشركة بعدم شرعية الصكوك التي أصدرتها في عام ٢٠١٣، ولم تصرح لماذا هي غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؟ وكان ينبغي على الشركة توضيح لماذا هذه الصكوك غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية،

(١) الموقع الرسمي لشركة دانة غاز بتاريخ ١٣ يونيو ٢٠١٧

<http://www.danagas.com/ar-ae/Investors/20170613%20Dana%20Gas%20out-lines%20broad%20terms%20announcement%2013%20June%20-Ar.pdf>





فحملة الصكوك لهم الحق في معرفة ذلك وكذلك الباحثين والمهتمين بالصكوك والصيرفة الإسلامية حتى يتم معالجة هذه الجزئية، ولماذا الشركة منذ مايو ٢٠١٣ حتى يونيو ٢٠١٧ لم تعلم أن هذه الصكوك غير متوافقة مع أحكام الشريعة أي بعد مضي ٤ أعوام تقريباً ومع قرب موعد الاستحقاق فالتوقيت أيضاً مبهم. ولكن هذا نموذج على أن هناك بعض الإشكالات الشرعية التي تواجه مصدري الصكوك ولعل ذلك يعتبر أكبر التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية.





## المطلب الثاني

### تحديات تطوير الصكوك الإسلامية

رغم التطور الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية في العديد من النواحي، وتزايد الطلب محلياً ودولياً على تداول الصكوك الإسلامية، فإن هناك كثير من التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية، ولعل أبرزها:

#### ١) الإشكالات الشرعية:

كما أوضحنا في ذلك البحث أن هناك بعض الإشكالات الشرعية مثل ضمان استرداد رأس المال وغيرها، فيجب العمل على إيجاد الحلول الشرعية السليمة لتلك الإشكاليات.

#### ٢) غياب الإطار التشريعي والتنظيمي:

ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.

#### ٣) التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية:

لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة<sup>(١)</sup>.

(١) د. نوال بن عمارة، بحث بعنوان: الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية، مرجع سابق ص ٢٥٨.





#### ٤ ( نقص الشفافية في بعض الإصدارات :

الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني التي ذكرناها سابقاً، وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات<sup>(١)</sup>.

#### ٥ ( نقص الموارد البشرية المؤهلة :

لقد شهدت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطوراً سريعاً، وخاصة الصكوك إلا أنها تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدربة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه إن ضعف العاملين سيعيق إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية.



(١) المرجع السابق ص ٢٥٨.





## الخاتمة

بعد أن بينا في هذا البحث أهمية وأنواع الصكوك ودورها التنموي وكذلك مجالات توظيفها وتجارب بعض البلدان وكذلك السندات وخصائصه وأنواعها والحكم الشرعي لها فسوف نذكر أهم النتائج والتوصيات والتي أسأل الله عزَّوَجَلَّ أن يجعلها خالصة لوجهه الكريم ونافعة لعموم المسلمين في مشارق الأرض ومغاربها:

### أولاً: نتائج البحث:

١) هناك مبادئ أساسية تحكم التمويل الإسلامي أهمها: الالتزام بالضوابط الشرعية للمعاملات المالية في الإسلام ومنها: تحريم الربا، تحريم الاكتناز، استثمار المال في الطيبات، الالتزام بالأخلاق الإسلامية في المعاملات المالية.

٢) تقوم الصكوك على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الشرعية «الغُنْم بالغُرْم» أي المشاركة في الربح والخسارة، وهي متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تم ابتكارها لتكون بديلاً عن السندات التقليدية التي تعتمد في فلسفتها على الربا المحرم شرعاً.

٣) على الرغم من النظر عموماً إلى الصكوك بصفتها أداة مالية إسلامية معاصرة إلا أن استخدامها يعود إلى القرن الأول بعد الهجرة في عهد الخلافة الأموية.





٤) الصكوك تليبي احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلا من الإعتماد على سندات الخزينة والدين العام، كما تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية.

٥) الصكوك كانت البوابة للدخول للسوق الأوروبية فهناك بعض الدول اتجهت لإصدار الصكوك بعض الأزمات العالمية في عام ٢٠٠٨ مثل بريطانيا وألمانيا.

٦) للصكوك مجالات استخدام متعددة ويرجع ذلك لتعدد أنواع الصكوك من إجارة وسلم واستصناع ومرابحة ومزارعة ومساقاة وكل من هذه الأنواع لها مجالات استخدامها وتوظيفها فمثلاً صكوك السلم: يمكن الاستفادة منها في مجال النفط والغاز والثروة الحيوانية والزراعية إذ يمكن للحكومة الاستفادة منها في عدم الموازنة العامة أو دعم المشاريع التنموية، فمثلا تستطيع الحكومة إصدار صكوك البترول بسلم بصفتها منتجة وقادرة على تسليم البترول وذلك من خلال بيع الصكوك للجمهور إذ يمثل الصك كمية محددة من البترول ويستحق لأجل محددة وتدفع قيمته عند شراء الصك من المستثمرين، وعليه تستلم الحكومة رأس مال السلم (قيمة الصك) واستعماله في المشروعات التنموية، وعند استحقاق السلم تقوم الحكومة بقبض البترول المبيع، وبيعه وكالة عن حامل الصك، ودفع القيمة له، ويكون ربح حامل الصك الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع .

٧) تعرف السندات على أنها أداة استثمار عن طريق الدين حيث تأخذ الشركة قروض من المستثمرين ثم ترد إليهم أموالهم عن طريق أقساط







دورية أو حسب ما يتفقون عليه بالإضافة إلى فوائد ذلك المبلغ، ولذلك فإن معظم العلماء والمجامع الفقهية حرموا التعامل بالسندات لوجود شبهة الربا واضحة في السندات.

٨ ( يزداد سوق إصدارات الصكوك عاما بعد عام حيث أنها أتاحت للحكومات والشركات الحصول على تمويلات مشروعة تساعدها في التوسع في نشاطاتها ومشاريعها وتمويل العجز في الموازنة.

٩ ( مع أن الصكوك أحكامها تتوافق مع الشريعة الإسلامية إلا أنه هناك بعض الإشكالات الشرعية عند التطبيق مثل ملكية حملة الصكوك لموجوداتها، التوزيع الدوري لحملة الصكوك وكذلك مسألة ضمان استرداد رأس المال، ولذلك تحتاج لمزيد من الأبحاث وعلاج لهذه الإشكاليات الشرعية.

١٠ ( هناك العديد من التجارب العالمية الناجحة في مجال إصدار الصكوك تُؤكِّد قدرتها على تمويل المشروعات التنموية الكبرى في مختلف دول العالم، حيث سعت عدة دول لوجود إطار قانوني منظم لإصدارات الصكوك بحيث توفر غطاءً لازماً ومشجعاً للمؤسسات المستثمرة في الصكوك، وأيضاً للجهات المستفيدة منها، وهو ما أدى إلى تحقيق معدلات نمو غير مسبوق للصكوك كأحد أهم الأدوات المالية التي تشهد معدلات نمو متسارعة، ونجاحاً في عدة مناطق على المستوى العالمي، سواء على مستوى البلدان الإسلامية في منطقة شرق آسيا مثل: ماليزيا واندونيسيا، وكذلك منطقة الخليج العربي والشرق الأوسط مثل: الإمارات والسعودية وقطر، أو حتى على مستوى الدول الغربية





مثل: ألمانيا وإنجلترا والولايات المتحدة، إضافة إلى دول في مناطق أخرى من العالم.

### ثانياً: التوصيات: ❁

- ١) اعتماد المنهج الإسلامي كبديل للعمل المصرفي التقليدي.
- ٢) زيادة الوعي عن الأدوات الاستثمارية الإسلامية مثل الصكوك وغيرها لدى العملاء من خلال التثقيف والندوات العلمية.
- ٣) السعي لتطوير آليات إصدار الصكوك الإسلامية لجذب المستثمرين الذين لا يزالون يحجمون عن التعامل بها.
- ٤) ضرورة تبني دول أخرى غير ماليزيا فكرة الصكوك لنشرها على نطاق أوسع.
- ٥) إتباع الأساليب الحديثة في إدارة المصارف الإسلامية.
- ٦) ضرورة البحث عن بدائل أخرى للتمويل الإسلامي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.
- ٧) توفير مراكز معلومات للبحث عن الفرص الاستثمارية وربحيتها والمستثمرين 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.
- ٨) طرح صكوك تلبي الاحتياجات الأساسية لأفراد المجتمع.





٩) طرح صكوك للقطاعات النفعية والخيرية، من خلال الاستفادة من الأفكار المتعلقة بالزكاة والوقف والصدقات في المصادر الفقهية وتطبيقها في الواقع العملي، حتى تتميز في خدمة المجتمع وتلبية حاجاته الروحية.

١٠) ضرورة وجود بنى تشريعية تنظم عمل الصكوك.

١١) ضرورة وجود هيئات ومنظمات تقييم إصدار الصكوك على المستوى العالمي.

١٢) ضرورة الإلتزام بقرارات مجمع الفقه الإسلامي والهيئات الشرعية حيال الصكوك لتتم الاستفادة من هذه الهيئات.

١٣) توفير الرقابة في كافة عمليات اصدار الصكوك وحتى عملية الإطفاء.





## المصادر والمراجع

### القرآن الكريم. ❁

١. محمد بن إسماعيل أبو عبد الله البخاري، صحيح البخاري، دار طوق النجاة، تحقيق محمد زهير بن ناصر الناصر.
٢. مسلم بن الحجاج أبو الحسن القشيري النيسابوري، صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي - بيروت، تحقيق محمد فؤاد عبد الباقي.
٣. مالك بن أنس بن مالك بن عامر الأصبحي المدني، الموطأ، طبعة مكتبة الصفا للنشر والتوزيع، مراجعة الشيخ طه عبد الرؤوف سعد.
٤. سليمان بن أحمد بن أيوب بن مطير اللخمي الشامي، أبو القاسم الطبراني (المتوفى: ٣٦٠هـ)، مكتبة ابن تيمية - القاهرة، تحقيق حمدي بن عبدالمجيد السلفي.
٥. محمد بن مكرم بن علي، أبو الفضل، جمال الدين ابن منظور الأنصاري الرويفعي الإفريقي (المتوفى: ٧١١هـ)، لسان العرب، طبعة دار صادر - بيروت، الطبعة الثالثة - ١٤١٤ هـ.
٦. الإمام بن مسعود البغوي (صاحب التفسير المعروف)، التهذيب في فقه الإمام الشافعي، طبعة دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى ١٤١٨هـ - ١٩٩٧م.
٧. أحمد بن فارس بن زكرياء القزويني الرازي (المتوفى: ٣٩٥هـ)، معجم





- مقاييس اللغة، طبعة دار الفكر، تحقيق عبد السلام محمد هارون.
٨. أبو نصر إسماعيل بن حماد الجوهري الفارابي (المتوفى: ٣٩٣هـ)،  
الصحاح تاج اللغة وصحاح العربية، دار العلم للملايين - بيروت، تحقيق  
أحمد عبد الغفور عطار.
٩. جمال الدين أبو الفرج عبد الرحمن بن علي بن محمد الجوزي  
(المتوفى: ٥٩٧هـ)، نزهة الأعين النواظر في علم الوجوه والنظائر، المتوفى  
٥٩٧هـ، طبعة مؤسسة الرسالة - لبنان/ بيروت، الطبعة الأولى ١٤٠٤هـ -  
١٩٨٤م، تحقيق محمد عبد الكريم كاظم الراضي.
١٠. إبراهيم بن موسى بن محمد اللخمي الغرناطي الشهير بالشاطبي (المتوفى:  
٧٩٠هـ)، الموافقات في أصول الشريعة، طبعة دار بن عفان، تحقيق أبو  
عبيدة مشهور بن حسن آل سلمان.
١١. المعجم الوسيط المؤلف: مجمع اللغة العربية بالقاهرة، الإدارة العامة  
للمعجمات وإحياء التراث، مكتبة الشرق الدولية، الطبعة الرابعة  
١٤٢٩هـ - ٢٠٠٩م.
١٢. د. محمد عبد الحليم عمر، ورقة علمية بعنوان «الأدوات المالية الإسلامية  
للتمويل الحكومي»، مقدم إلى ندوة الصناعة المالية الإسلامية التي  
عقدتها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - التابع للبنك الإسلامي  
للتنمية، في الفترة ١٥-١٨ أكتوبر ٢٠٠٠م - بالإسكندرية.
١٣. د. سهيل أحمد فضل حوامده، رسالة دكتوراة بعنوان «الوساطة المالية





في المصارف الإسلامية»، جامعة اليرموك-كلية الشريعة قسم الإقتصاد والمصارف الإسلامية ١٤٣٢هـ الموافق ٢٠١١م.

١٤. د. محمد البلتاجي، ورقة علمية بعنوان «صيغ مقترحة لتمويل المنشآت الصغيرة والمعالجة المحاسبية لصيغة المشاركة المنتهية بالتملك»، مقمة للمؤتمر السنوي الثاني عشر للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ٢٩-٣١ مايو ٢٠٠٥، عمان-الأردن.

١٥. النظام المالي الإسلامي المبادئ والممارسات ترجمة كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية.

١٦. سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، طبعة المكتب الإسلامي، الطبعة الأولى ٢٠٠٢م.

١٧. د. رفيق يونس المصري، التمويل الإسلامي، طبعة دار القلم للنشر والتوزيع، دمشق، الطبعة الأولى

١٨. د. أحمد شعبان محمد علي (خبير مصرفي إسلامي)، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية مفهومها-أنواعها-آليات التعامل بها- الرقابة عليها-المخاطر وعلاجها- دورها التنموي-سبل تحقيقها، طبعة دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع-الإسكندرية.

١٩. المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها حتى صفر ١٤٣٧هـ-ديسمبر ٢٠١٥، الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة





للمؤسسات المالية الإسلامية (الأيوبي)، ومقرها المنامة-البحرين، طبعة دار الميمان للنشر والتوزيع-الرياض-المملكة العربية السعودية.

٢٠. د. علاء الدين زعتري (أمين الفتوى؛ إدارة الإفتاء العام، وزارة الأوقاف السورية عضو الهيئة الاستشارية الشرعية لمجلس النقد والتسليف - مصرف سورية المركزي-عضو اللجنة الاستشارية الشرعية للإشراف على أعمال التأمين التكافلي -هيئة الإشراف على التأمين)، ورقة علمية بعنوان «الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية» مقدّمة لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، بعمان-الأردن، بتاريخ ١٨ - ٢٠١٠/٧/١٩.

٢١. د. عبد القوي ردمان محمد عثمان، ورقة علمية بعنوان «الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة»، مقدمة إلى المؤتمر الرابع للمصارف الإسلامية سورية-دمشق ٢٠٠٩.

٢٢. د. زياد الدماغ، ورقة علمية بعنوان «دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة من منظور إسلامي»، مقدمة للمؤتمر الدولي للمالية الإسلامية من ١٥-١٦ يونيو ٢٠١٠.

٢٣. د. نوال بن عمارة، ورقة علمية بعنوان «الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية -تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين «تم نشرها في مجلة الباحث العدد التاسع - عام ٢٠١١».

٢٤. د. أدهم إبراهيم جلال الدين (باحث في الاقتصاد الإسلامي)، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، طبعة





- دار الجوهرة للنشر والتوزيع-القاهرة-جمهورية مصر العربية، ٢٠١٤.
٢٥. د. سامي عبید محمد والباحث عدنان هادي، ورقة علمية بعنوان «الدور التمويلي للمصارف الإسلامية (التمويل بالصكوك) تجربة ماليزية»، منشورة في مجلة العلوم الاقتصادية العدد ٣٨ عام ٢٠١٥ ص ١١٥، وأصل البحث رسالة ماجستير للباحث عدنان هادي بعنوان «الدور التنموي للمصارف الإسلامية-تجارب في بلدان مختارة - السعودية - ماليزيا-العراق.
٢٦. د.محم عثمان بشير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، طبعة دار النفائس للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة السادسة عام ١٤٢٧هـ-٢٠١٧م.
٢٧. أ/ بلجبلية سمية، رسالة ماجستير بعنوان «أثر التضخم على عوائد الأسهم» إشراف أ.د بوراس أحمد كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة منتور يقسنطينة،الجزائر.
٢٨. د. رضوان حلوة وآخرون، محاسبة الشركات أموال-أشخاص التأصيل النظري والتطبيق العملي، دار إثراء للنشر والتوزيع-الأردن، الطبعة الأولى عام ٢٠٠٩.
٢٩. أ/ مصطفى البيك وأ/ لطيفة فرجاني، بحث بعنوان تكلفة وتركيب رأس المال إعداد قسم المحاسبة الإدارية كلية الاقتصاد جامعة حلب .
٣٠. د. محمد التويجري، مختصر الفقه الإسلامي في ضوء القرآن والسنة،







- طبعة دار أصداء المجتمع، الطبعة: الحادية عشرة، ١٤٣١ هـ - ٢٠١٠ م.
٣١. د.علي محيي الدين القرّة داغي، بحوث في الاقتصاد الإسلامي، دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى ١٤٢٣ هـ - ٢٠٠٢.
٣٢. أسامة عبد الحلّيم الجورية، رسالة ماجستير بعنوان «عن الصكوك ودورها التنموي في الاقتصاد»، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية قسم الدراسات العليا، بيروت، الجمهورية اللبنانية.
٣٣. د.فتح الرحمن على محمد صالح، ورقة علمية بعنوان «دور الصكوك في تمويل المشروعات التنموية»، مقدمة لمتتدي الصيرفة الإسلامية - بيروت - الجمهورية اللبنانية، يوليو ٢٠٠٨.
٣٤. د.بشير عمر محمد فضل الله، ورقة علمية بعنوان «تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية»، مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الثلاثاء ١٣ ربيع الأول ١٤٢٧ هـ الموافق ١١ ابريل ٢٠٠٦ م.
٣٥. حكيم براضية، رسالة ماجستير «التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية»، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير عام جامعة حسيبة بن بو على الشلف - الجزائر، ٢٠١٠ - ٢٠١١.
٣٦. د.قوريش نصيرة، أ.بدروني هدى، ورقة علمية بعنوان «أهمية الصكوك الإسلامية في تمويل بعض المؤشرات الاقتصادية للتنمية المستدامة - بالإشارة إلى حالة التجربة الماليزية»، منشورة في مجلة إقتصاديات





شمال أفريقيا، العدد العاشر.

٣٧. أ/ كتاف شافية، ورقة علمية بعنوان «أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية»، تم نشرها في مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (مجلة متخصصة في الدراسات والأبحاث الاقتصادية) تصدرها كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر، العدد ١٤ عام ٢٠١٤.

٣٨. تريحان ترميجان، رسالة ماجستير بعنوان «الغرر وتطبيقاته في المعاملات المالية المعاصرة» جامعة سوراكرتا المحمية - أندونيسيا، عام ٢٠١٥.

٣٩. د. معبد الجارحي، مع د. عبد العظيم جلال أبوزيد، ورقة علمية بعنوان «أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الإرتقاء بها»، مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية والمقامة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة من ٢٤-٢٦ مايو ٢٠١٠، بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامية، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية.

٤٠. د. أحمد جابر بدران، مقال بعنوان «الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق» منشور في مجلة المسلم لمعاصر العدد ١٥٢ عام ٢٠١٤.

٤١. د. نور الدين أنجدمون، محاضرة بعنوان «تطوير الصكوك في ماليزيا»، مركز الملك فهد للمؤتمرات بالرياض ٢٥ أكتوبر ٢٠٠٨.

المواقع الإلكترونية:





٤٢. الموقع الرسمي لمجلة الاقتصاد الإسلامي

<http://giem.kantakji.com/>

٤٣. الموقع الرسمي لمجلة البنوك الإسلامية الصادرة عن الإتحاد الدولي

للبنوك الإسلامية

<http://www.isegs.com/forum/showthread.php?t=3698>

٤٤. الموقع الرسمي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي

<http://www.iiifa-aifi.org/>

٤٥. الموقع الرسمي للمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية،

مركز أخبار الصناعة المالية الإسلامية

<http://www.cibafi.org/NewsCenter/Details.aspx?Id=638&Cat=8&RetId=2>.

٤٦. الموقع الرسمي د.أحم سالم ملحم، مستشار شرعي للمؤسسات المالية

والإسلامية

[http://www.drahmadmelhem.com/p/blog-page\\_58.html](http://www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_58.html)

٤٧. الموقع الرسمي لإتحاد المصارف العربية، مارس ٢٠١٧

<http://www.uabonline.org/ar/>

٤٨. الموقع الرسمي للبنك الإسلامي للتنمية

<http://www.isdb-pilot.org/>

٤٩. الموقع الرسمي لمركز دبي للإقتصاد الإسلامي

[http://www.iedcdubai.ae/page/view/2/about\\_the\\_centre](http://www.iedcdubai.ae/page/view/2/about_the_centre)





٥٠. الموقع الرسمي لمركز إدارة السيولة

<http://www.lmc Bahrain.com/about-corporate-profile.aspx>

٥١. هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية

<https://cma.org.sa/Pages/default.aspx>





## الفهرس

٥	■ إهداء
٦	■ تقديم
١١	■ مقدمة
١٧	■ الفصل الأول: الصكوك نشأتها وعلاقتها بالتمويل الإسلامي
١٩	« المبحث الأول: مفهوم التمويل ومبادئه في الاقتصاد الإسلامي
١٩	* المطلب الأول: مفهوم التمويل ومبادئه
٢٣	* المطلب الثاني: المبادئ الأساسية التي تحكم عملية التمويل في الاقتصاد الإسلامي
٢٣	- أولاً: تحريم الربا
٢٦	- ثانياً: الغرر في المعاملات
٢٩	- ثالثاً: تجنب اكتناز المال
٣١	- رابعاً: إنفاق واستثمار المال في الطيبات
٣٣	* المطلب الثالث: الضوابط العامة للتمويل الحكومي
٣٥	« المبحث الثاني: الصكوك
٣٥	* المطلب الأول: تعريف الصكوك
٣٩	* المطلب الثاني: فكرة ونشأة الصكوك الإسلامية
٣٩	- الفرع الأول: فكرة الصكوك
٤٠	- الفرع الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية
٤٤	* المطلب الثالث: الصكوك وأهميتها وأنواعها ومجالات استخدامها
٤٤	- الفرع الأول: أهمية الصكوك
٤٥	- الفرع: أنواع الصكوك الإسلامية





- ٥٢ ..... - الفرع الثالث: مجالات استخدام الصكوك
- ٥٦ ..... \* المطلب الرابع: ما يراعى في نشرة إصدار الصك
- ٥٩ ..... ■ **الفصل الثاني: الصكوك والسندات**
- ٦١ ..... « **المبحث الأول: السندات**
- ٦٢ ..... \* المطلب الأول: تعريف السند وخصائصه
- ٦٤ ..... \* المطلب الثاني: أنواع السندات
- ٦٤ ..... - أولاً: نوع الضمان
- ٦٥ ..... - ثانياً: إمكانية التداول
- ٦٥ ..... - ثالثاً: القيمة التي تصدر بها السندات
- ٦٦ ..... - رابعاً: الجهة المصدرة للسندات
- ٦٦ ..... - خامساً: العملة التي تحرر بها السندات
- ٦٧ ..... - سادساً: الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين
- ٦٨ ..... - سابعاً: السندات ذات العوائد المرتبطة بأسعار الذهب
- ٦٨ ..... - ثامناً: طريقة السداد
- ٦٨ ..... - تاسعاً: أجال استحقاق السندات
- ٦٨ ..... - عاشراً: أسلوب تحديد سعر الفائدة
- ٧٠ ..... \* المطلب الثالث: تحديد القيمة العادلة لإصدار السند وتكلفته
- ٧٢ ..... \* المطلب الرابع: الحكم الشرعي للسندات
- ٧٦ ..... « **المبحث الثاني: مقارنة بين الصكوك والسندات**
- ٧٩ ..... ■ **الفصل الثالث: الصكوك ودورها التنموي مع تجارب بعض الدول**
- ٨١ ..... « **المبحث الأول: الأهمية الاقتصادية للصكوك**
- ٨٢ ..... \* المطلب الأول: الصكوك وأثرها على المنشآت الصغيرة والمتوسطة





- \* المطلب الثاني: أثر الصكوك في سد عجز الموازنة ..... ٨٣
- \* المطلب الثالث: أهمية الصكوك بالنسبة للمصدر الأصلي ..... ٨٦
- \* المطلب الرابع: أثر الصكوك على مستوى المصارف الإسلامية ..... ٨٨
- \* المطلب الخامس: أهم المؤسسات المالية الدولية التي قامت بإصدار الصكوك ..... ٩٠
- أولاً: البنك الإسلامي للتنمية ..... ٩٠
- ثانياً: مركز إدارة السيولة (LMC) ..... ٩٣
- « المبحث الثاني: تجارب الدول في إصدارات الصكوك ..... ٩٦
- \* المطلب الأول: التجربة الماليزية ..... ٩٧
- ماليزيا وتفوقها في إصدار الصكوك ..... ٩٧
- نموذج على تجربة ماليزيا في إصدار الصكوك ..... ٩٨
- تجربة رهن مطار كوالالمبور مقابل إصدار صكوك بنحو ١٠٠ مليار دولار ..... ٩٨
- تتبع مراحل الصكوك في ماليزيا ..... ١٠٠
- \* المطلب الثاني: تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة في إصدار الصكوك ..... ١٠٣
- تطور الصكوك في دبي ..... ١٠٣
- نموذج على إصدار الصكوك في دولة الإمارات ..... ١٠٤
- صكوك جفزا ..... ١٠٤
- \* المطلب الثالث: تجربة المملكة العربية السعودية في إصدار الصكوك ..... ١٠٥
- نموذج على إصدار المملكة العربية السعودية للصكوك ..... ١٠٥
- \* المطلب الرابع: تجربة الدول الأوروبية في إصدار الصكوك ..... ١٠٨
- التجربة البريطانية ..... ١٠٨
- « المبحث الثالث: التطبيقات الحديثة للصكوك ..... ١١٠
- \* المطلب الأول: تقييم التطبيقات الحديثة للصكوك ..... ١١١





١١٧	.....	* المطلب الثاني: تحديات تطوير الصكوك الإسلامية
١١٩	.....	■ الخاتمة
١١٩	.....	« أولاً: نتائج البحث
١٢٢	.....	« ثانياً: التوصيات
١٢٤	.....	■ المصادر والمراجع
١٣٣	.....	■ الفهرس



التصميم الداخلي للكتاب

Tharwat Sultan@yahoo.com

Tharwat Sultan

للتواصل: 00201019530152

