



الجامعة الأردنية  
كلية الشريعة  
قسم المصارف الإسلامية

عنوان البحث  
دور الصكوك الإسلامية في السياسة النقدية  
إعداد  
دعاء محمد عطية الرفوع  
المشرف  
الدكتورة هيام الزيدانين

قدم هذا البحث استكمالاً لمتطلبات مادة مشروع تخرج  
الفصل الدراسي الثاني 2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الإهداء

إلى والدي... رمز افتخاري أطال الله في عمره وأمدّه بالصحة والعافية.

إلى والدتي... منبع الحنان والتضحية.

إلى أخوتي... سندي وعضدي.

إلى أختي... شقيقة روعي.

إليكم جميعاً أهدّي هذا الجهد المتواضع والحمد لله رب العالمين.

## الشكر

أقدم بجزيل الشكر والتقدير وعظيم الامتنان لكل من ساعدني وساندني بالنصح والإرشاد في كتابة هذا البحث.

## الفهرس

رقم الصفحة	الموضوع
ب	البسمة
ج	الإهداء
د	الشكر
هـ،و	الفهرس
ز	الملخص
1	المقدمة
1	مشكلة البحث
1	أهداف البحث
2	أهمية البحث
2	منهج البحث
2	الدراسات السابقة
3	خطة البحث
4	المبحث الأول: الصكوك الإسلامية
5،4	المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها.
8،7،6	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.
10،9	المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
11	المبحث الثاني: السياسة النقدية
12،11	المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وأنواعها وأهدافها.
14،13	المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية.
15	المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية كبديل شرعي عن السندات التقليدية
17،16،15	المطلب الأول: السندات التقليدية والفرق بينها وبين الصكوك الإسلامية.

19،18	المطلب الثاني: استخدام الصكوك الإسلامية في السياسة النقدية والتحديات التي تواجه صناعتها.
21،20	الخاتمة
23،22	قائمة المصادر والمراجع

## الملخص

هدف هذا البحث إلى معرفة دور الصكوك الإسلامية في السياسة النقدية كبديل شرعي عن السندات التقليدية الربوية ببيان الجانب النظري للصكوك الإسلامية والجانب النظري للسياسة النقدية وكيفية استخدام الصكوك الإسلامية كأداة للسياسة النقدية وما يواجه صناعة الصكوك الإسلامية من تحديات.

وقد خلص هذا البحث إلى بيان ماهية الصكوك الإسلامية وهي وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، لها خصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية منها: أن الصكوك الإسلامية ورقة مالية مضبوطة بالضوابط الشرعية، وتمثل أصول حقيقية مملوكة لحملة الصكوك، ثم بين البحث ماهية السياسة النقدية وهي الإجراءات والأساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة، وتستخدم لتحقيق أهدافها مجموعة من الأدوات تنقسم إلى أدوات كمية مثل عمليات السوق المفتوحة، وأدوات نوعية مثل النسب الانتقائية للاحتياطي القانوني للبنوك، وأدوات مشتركة مثل الإقناع الأدبي والجزاءات، ثم بين البحث كيفية استخدام الصكوك الإسلامية للتحكم في حجم المعروض النقدي كبديل عن السندات التقليدية عن طريق بيع وشراء الصكوك الإسلامية لسحب أو ضخ السيولة من الاقتصاد بما يتناسب مع سياساتها الانكماشية والتوسعية.

وأوصى البحث إلى ضرورة اهتمام البنوك المركزية بالصكوك الإسلامية كبديل شرعي عن السندات التقليدية، والنظر في التجارب الرائدة والاستفادة من خبراتها، وضرورة إيجاد سوق مالي إسلامي يروج للمنتجات الإسلامية ويساعد على نموها، وتدريب الكوادر البشرية لابتكار المزيد من المنتجات الإسلامية، وضرورة الالتزام بالضوابط الشرعية في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

## المقدمة

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ والحمد لله رب العالمين القائل في محكم كتابه المبين: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الزِّبَا﴾ (سورة البقرة: آية 275)، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين أما بعد:

تعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي اتسع إصدارها في الدول الإسلامية وغير الإسلامية وتعتبر الصكوك الإسلامية بديل شرعي عن التعامل بالسندات التقليدية الربوية مما يمكن جعلها أداة للسياسة النقدية ولكن بحكم جدة الصكوك الإسلامية فما زال تطبيقها على أرض الواقع محدود وما زالت صناعتها تواجه تحديات.

وقد جاء البحث ليبين ماهية الصكوك الإسلامية وخصائصها وأنواعها وضوابطها الشرعية وماهية السياسة النقدية وأهدافها وأدواتها وبيان استخدام الصكوك الإسلامية كأداة للسياسة النقدية وما يواجه الصكوك الإسلامية من تحديات.

### مشكلة البحث:

تظهر مشكلة هذا البحث في الإجابة عن الأسئلة التالية:

1. ما هي الصكوك الإسلامية وخصائصها؟
2. ما هي أنواع الصكوك الإسلامية؟
3. ما هي الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية؟
4. ما هي السياسة النقدية وما أنواعها وأهدافها؟
5. ما هي أدوات السياسة النقدية؟
6. ما هي السندات التقليدية والفرق بينها وبين الصكوك الإسلامية؟
7. كيفية استخدام الصكوك الإسلامية كبديل عن السندات التقليدية وما التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية؟

### أهداف البحث:

تكمن أهداف هذا البحث في النقاط التالية:

1. معرفة ماهية الصكوك الإسلامية وخصائصها .
2. معرفة أنواع الصكوك الإسلامية.
3. معرفة الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
4. معرفة ماهية السياسة النقدية وأنواعها وأهدافها .
5. معرفة ماهية أدوات السياسة النقدية .
6. معرفة ماهية السندات التقليدية والفرق بينها وبين الصكوك الإسلامية
7. معرفة كيفية استخدام الصكوك الإسلامية والتحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية.



## أهمية البحث:

تتبع أهمية هذا البحث من:

1. أهمية الصكوك الإسلامية كأداة تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
2. الإقبال المتزايد على الصكوك الإسلامية خاصة، ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية عامة.
3. دور الصكوك الإسلامية في السياسات النقدية كبديل عن السندات التقليدية الربوية.

## منهج البحث:

اتبعت في هذا البحث المنهج الاستقرائي والوصفي والتحليلي حيث قمت باستقراء وتتبع ما يتعلق بالصكوك الإسلامية ودورها في السياسة النقدية، ووصفه كما هو في الواقع ودراسته وتحليله بغية الوصول إلى نتائج سليمة.

## الدراسات السابقة:

1. بوكار، عبد العزيز، عبيد، عبد الباسط، صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية: الواقع والتحديات، مجلة التكامل الاقتصادي، مج8، ع1، 2020.

مناقشة الدراسة: تناولت هذه الدراسة ماهية الصكوك الإسلامية وأهميتها على المستوى الكلي والجزئي، وأنواع الصكوك الإسلامية، وواقع الصكوك الإسلامية على مستوى الدول العربية، والتحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية. ولوحظ على هذه الدراسة عدم تناولها لخصائص الصكوك الإسلامية والضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، ودور الصكوك الإسلامية في السياسة النقدية.

2. حمزة، غربي، الجبلاحي، وفاء، الصكوك الإسلامية أنواعها وإدارة مخاطرها، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، ع3، 2018.

مناقشة الدراسة: تناولت الدراسة الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية، وأنواعها، ومخاطر التعامل بها وإدارة هذه المخاطر، ومخالفات التطبيقات العملية للصكوك الإسلامية. ولوحظ على هذه الدراسة عدم تناولها لخصائص الصكوك والضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية ودور الصكوك في السياسة النقدية.

3. عبادة، إبراهيم عبد الحليم، السياسة النقدية ضوابطها وموجهاتها في اقتصاد إسلامي، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، الجزائر، 2011.

مناقشة الدراسة: تناولت الدراسة ماهية السياسة النقدية من منظور الاقتصاد الإسلامي ومقارنتها بالاقتصاد الوضعي، ووظائفها في اقتصاد وضعي وإسلامي، وأسس السياسة النقدية وأهدافها، وأهم الانتقادات الموجهة للسياسات النقدية التقليدية ووضع الحلول والبدائل المقترحة لأساليب السياسة النقدية التقليدية. ولوحظ على هذه الدراسة عدم تناولها للصكوك الإسلامية ضمن البدائل المقترحة لأساليب السياسة النقدية التقليدية. ومن هنا، يسعى هذا البحث إلى استكمال الجهود السابقة من خلال ما يأتي:

1. بيان ماهية الصكوك الإسلامية وخصائصها وأنواعها والضوابط الشرعية لإصدارها وتداولها.
2. بيان ماهية السياسة النقدية وأنواعها وأهدافها وأدواتها.
3. بيان دور الصكوك الإسلامية كبديل شرعي عن السندات التقليدية يمكن استخدامه في السياسة النقدية.

## خطة البحث:

يشتمل البحث على مقدمة وثلاثة مباحث وخاتمة على النحو التالي:

المقدمة: ستتناول مشكلة البحث وأهدافه وأهميته.

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية

المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها.

المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

المبحث الثاني: السياسة النقدية

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وأنواعها وأهدافها.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية.

المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية كبديل عن السندات التقليدية

المطلب الأول: التعريف بالسندات التقليدية والفرق بينها وبين الصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: كيفية استخدام الصكوك الإسلامية كأداة للسياسة النقدية والتحديات التي تواجه صناعتها.

## المبحث الأول: الصكوك الإسلامية

### المطلب الأول: تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها.

#### تعريف الصكوك الإسلامية:

أطلقت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الصكوك الإسلامية اسم (صكوك الاستثمار)؛ تمييزاً لها عن الأسهم وسندات القرض، وعرفت بها بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.<sup>1</sup> عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها: حق ملكية نسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلطة من الموجودات، أو في موجودات مشروع محدد أو نشاط استثماري.<sup>2</sup> عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره بشأن سندات المقارضة بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.<sup>3</sup> عرفها الدكتور اشرف 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>4</sup>

#### خصائص الصكوك الإسلامية:

للصكوك الإسلامية خصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية منها:

1. أن الصكوك الإسلامية ورقة مالية مضبوطة بالضوابط الشرعية والقواعد المرعية، أثمرتها جهود خيرة في سبيل توسيع قاعدة المنتجات المالية الإسلامية، وعلى هذا؛ فلا يجوز إصدار صكوك تمويل لمشاريع ذات أغراض محرمة شرعاً؛ كمشاريع تخدم بنوك ربوية أو شركات تأمين تقليدية أو مصانع المسكرات والمخدرات والقمار وما إلى ذلك.<sup>5</sup>
2. الصكوك الإسلامية تمثل أصولاً حقيقية مملوكة لحملة الصكوك بنسب متساوية القيمة، وهذه الملكية تخول حامل الصك الحق في الرقابة ونحوها، كما تخوله حق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين، والحق في الأرباح، والاحتياطيات، والتنازل عن الصك، والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون أو التزم به من خلال نشرة الإصدار، وله كذلك حق الشفعة، وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.
3. الصك يمثل ملكية في حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، ويملك حملة الصكوك من موجودات المشروع بقدر ما تمثله الصكوك، ولا يقتصر ملكهم على العائد أو الأرباح التي يدرها

<sup>1</sup> المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار رقم (17) ص 467.

<sup>2</sup> مسودة مشروع متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية ص 3.

<sup>3</sup> مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة، القرار الخامس، العدد الرابع، ص 2159، نقلاً عن دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ص 17.

<sup>4</sup> دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ص 20.

<sup>5</sup> العنزي، الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، ص 20.

المشروع، وإنما يتحملون تبعات الهلاك وما يصيب المشروع. وهذه الملكية مستمرة طوال فترة تنفيذ المشروع من بدايته إلى نهايته، وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه؛ من بيع وهبة وإرث وغير ذلك.

٤. تحمل أعباء الملكية: الأصل في الصكوك بما أنها تمثل ملكية أعيان موجودة أن يتحمل حملتها الأعباء والتبعات المترتبة على ملكيتهم للموجودات الممثلة في الصك، سواء كانت الأعباء مصاريف إدارية أو هبوط قيمة، وكذا تحمل أعباء الصيانة الأساسية للموجودات العينية، وكذا التأمين والضرائب، وليس على المستفيد من الموجودات التي يمثلها الصك، إلا إذا كانت المصاريف تشغيلية أو دورية منضبطة، فإنها يمكن اشتراطها على المستفيد من تلك الموجودات.<sup>٦</sup>

٥. يتم تداول الصكوك بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً وقانوناً، حيث أن لمالك الصك حق نقل ملكيته أو رهنه أو هبته أو نحو ذلك من التصرفات المالية من خلال شركات الوساطة المالية أو غيرها مما يجيزها القانون.

٦. تتمثل أطراف عقد الصكوك الإسلامية في الجهة المصدرة للصكوك، (شركة ذات شخصية معنوية) وتمثل رب العمل، أي الجهة المنوطة بإدارة الصكوك وفقاً لفقهاء المشاركة ويطلق عليها الشريك بالعمل. وكذا المشاركون في الصكوك، ملاك الصكوك ويمثلون الشركاء بالمال، ويطلق عليهم المستثمرون أو حملة الصكوك. وقد تستعين الجهة المصدرة للصكوك بالخبراء والاستشاريين من التخصصات المختلفة في مجال إصدار الصكوك وتسويقها والتأمين ضد مخاطرها، ونحو ذلك من الأمور الموجبة لإنجاح إصدار وتداول الصكوك في الأسواق المالية.<sup>٧</sup>

٧. تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها في تنمية الموجودات الممثلة بالوحدة الاستثمارية من متاجرة أو إجارة أو غيرها.<sup>٨</sup>

٨. عدم قبول التجزئة: لا يقبل الصك التجزئة في مواجهة الشركة، في حال أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.

٩. الصك عبارة عن ورقة مالية لإثبات الحق وليس مالاً متقوماً بذاته، ولكنه وثيقة بالحق ودليل عليه، ويقوم مقامه في الحياة والقبض والتداول.

١٠. تختلف الصكوك الإسلامية من حيث آجالها، فمنها قصيرة الأجل، ومنها المتوسطة، ومنها طويلة الأجل، كما أنها تختلف حسب صيغتها، فمنها المضاربة، والمشاركة، والإجارة، والمرابحة، والسلم، والاستصناع وغير ذلك.<sup>٩</sup>

<sup>٦</sup> العنزي، الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، ص21.

<sup>٧</sup> حمزة وجبلاحي، الصكوك الإسلامية أنواعها وإدارة مخاطرها، ص138.

<sup>٨</sup> العنزي، الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، ص22.

<sup>٩</sup> المرجع السابق ص23.

## المطلب الثاني:

### أنواع الصكوك الإسلامية.

تتنوع الصكوك الإسلامية تبعاً للمعايير المعتمد عليها في التصنيف، فقد تصنف حسب الموجودات التي تمثلها أو على حسب آجالها أو الجهة المصدرة لها أو صيغ التمويل الإسلامي وسيتم اعتماد تصنيف الصكوك حسب صيغ التمويل الإسلامي على النحو التالي:

#### الصكوك الإسلامية القائمة على عقود المشاركة:

##### ١. صكوك المضاربة ( المقارضة).

المضاربة هي عقد شركة في الربح بمال من جانب وعمل من جانب آخر وصكوك المضاربة عبارة عن تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية، وقد يتم تقديمه بواسطة طرف واحد أو أن يتعدد مقدموه. وهي صكوك ذات عائد مالي غير محدد ولكنه متوقع وذلك بقرءة نشاط الحركة المصدرة لها من خلال ميزانياتها المعروضة عبر السنوات الماضية وكذلك مؤشرات الصكوك.<sup>10</sup>

##### ٢. صكوك المشاركة.

تمثل وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تمويل نشاط على أساس المشاركة أو المضاربة، وهي مشابهة كثيراً لصكوك المضاربة ولكن الاختلاف الأساسي بينهما يتمثل في أن أصحاب صكوك المشاركة لهم الحق في الإدارة.

##### ٣. الصكوك الزراعية (صكوك المزارعة و صكوك المغارسة وصكوك المساقاة).

- صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروعات للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.<sup>11</sup>
- صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمرة.<sup>12</sup>
- 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>13</sup>

#### الصكوك الإسلامية القائمة على عقود البيوع:

##### ١. صكوك المرابحة.

هي وثائق يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، أو الوسيط المالي الذي ينوب عنه، بعد تملك البائع وقبضه لها، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتتب فيها البائعون

<sup>10</sup> الحنيطي، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، ص556، 555.

<sup>11</sup> صالح ومونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، ص281.

<sup>12</sup> فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، ص92.

<sup>13</sup> المرجع السابق، ص93.

لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة.<sup>14</sup>

٢. صكوك السلم.

هي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم والغرض منه تمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل وبعد ذلك يتم بيعها، والعائد على الصكوك يتمثل في الربح الناتج عن البيع، وهي غير قابلة للتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، يعني ذلك استلام السلعة وقبل بيعها.

٣. صكوك الاستصناع.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض استخدام حصيلة الاكتتاب فيها لتصنيع سلعة معينة ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك.<sup>15</sup>

**الصكوك الإسلامية القائمة على عقود الإجارة:**<sup>16</sup>

١. 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 الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

٢. صكوك ملكية المنافع (صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة وصكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة).

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها، بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

٣. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين.

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

**أنواع أخرى للصكوك الإسلامية:**

١. صكوك صناديق الاستثمار.

صناديق الاستثمار هي أوعية الأموال المقدمة من المستثمرين لجهة معينة، كالمصارف وشركات الاستثمار، بقصد تشغيلها في مشروعات كبرى في فترة زمنية محددة، فهي بمثابة آلية لتجميع الأموال عن طريق الاكتتاب في صكوك صناديق الاستثمار بغرض استثمارها في مجال استثماري محدد في نشرة الاكتتاب، وقد ساهمت هذه الصناديق بأنشطة اقتصادية متعددة، بعد تجميع المدخرات المالية، وتصدر هذه الصناديق لأجل وإحجام معينة (الصناديق

<sup>14</sup> حمزة وجبلاحي، الصكوك الإسلامية أنواعها وإدارة مخاطرها، ص142.

<sup>15</sup> مريم، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ص41.

<sup>16</sup> المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معيار رقم (17) ص468، 469.

المغلقة) أو لآجال وإحجام غير محددة (الصناديق المفتوحة) وتكيف معظمها شرعاً على أساس صيغ المضاربة المقيدة وصكوك الصناديق المغلقة هي التي تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، أما صكوك الصناديق المفتوحة فهي غير قابلة للتداول.<sup>17</sup>

٢. صكوك القرض الحسن.

لا يكون الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما تستخدم لتحقيق حاجات عامة وتصدر عن الحكومة أو البنك المركز، لدعوة الأفراد القدرين للقيام بدورهم الاجتماعي، ويمكن أن يبيعها البنك المركزي لبعض البنوك، كما يمكن أيضاً أن تصدرها بعض البنوك وتخصص مواردها للقرض الحسن، وهي صكوك لا تستحق عائد، ويضمن مصدري صكوك القرض الحسن سواء كان الحكومة أو البنك المركزي أو البنوك قيمتها عند انتهاء الأجل ولها دور مهم في توفير الاحتياجات التمويلية فهذه الصكوك أداة تمويلية تحقق أغراض اجتماعية وإنسانية وتكافلية، ليس كغيرها من الصكوك الأخرى فغايتها الحصول على الربح من استثمار مواردها اقتصادياً.<sup>18</sup>

٣. الصكوك الوقفية.

وثائق متساوية القيمة قابلة للتداول تمثل المال الموقوف، فهي تصدر لجميع الأموال الموقوفة سواء أكانت هذه الأموال أصولاً ثابتة كالعقارات أو أصولاً منقولة كالنقود والطائرات والسيارات، حيث تخصص حصيلة الاكتتاب فيها للأعمال الخيرية.<sup>19</sup>

<sup>17</sup> مريم، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ص42.

<sup>18</sup> المرجع السابق، ص42.

<sup>19</sup> المرجع السابق، ص43.

## المطلب الثالث:

### الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

#### الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية:

توجد عدة ضوابط شرعية تحكم عملية إصدار الصكوك، يوصي بها المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أن تلتزم به المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية وتتمثل أهم هذه الضوابط فيما يلي:<sup>20</sup>

١. يجب أن تمثل الصكوك القابلة للتداول ملكية حملة الصكوك بجميع حقوقها والتزاماتها، في موجودات حقيقية من شأنها أن تمتلك وتباع شرعاً وقانوناً، سواء أكانت أعيان أو منافع أو خدمات وفقاً لما جاء في المعيار الشرعي رقم (17) ويجب على مدير الصكوك إثبات نقل ملكية الموجودات في سجلاته وألا يبقوها في موجوداته.
٢. لا يجوز أن تمثل الصكوك القابلة للتداول الإيرادات أو الديون، إلا إذا باعت جهة تجارية أو مالية جميع موجوداتها، أو محفظة لها ذمة مالية قائمة لديها ودخلت الديون تابعة للأعيان والمنافع غير مقصودة في الأصل.
٣. لا يجوز لمدير الصكوك سواء كان مضارباً أو شريكاً أو وكيلاً بالاستثمار أن يلتزم بأن يقدم إلى حملة الصكوك قرضاً عند نقص الربح الفعلي عن الربح المتوقع، ويجوز أن يكون احتياطي لتغطية حالة النقص بقدر الإمكان بشرط أن يكون منصوباً عليه في نشرة الاكتتاب.
٤. لا يجوز للمضارب أو الشريك أو الوكيل بالاستثمار أن يتعهد بشراء الأصول من حملة الصكوك أو ممن يمثلهم بقيمتها الاسمية عند إطفاء الصكوك في نهاية مدتها، ويجوز أن يكون التعهد بالشراء على أساس صافي قيمة الأصول أو القيمة السوقية أو القيمة العادلة أو بثمن يتفق عليه عند الشراء، علماً أن مدير الصكوك ضامن لرأس المال بالقيمة الاسمية في حالات التعدي أو التقصير و مخالفة الشروط سواء كان مضارباً أو شريكاً أو وكيلاً بالاستثمار.
٥. يجوز للمستأجر في التعهد في صكوك الإجارة شراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على أن لا يكون شريكاً أو مضارباً أو وكيلاً بالاستثمار.
٦. يتعين على الهيئات الشرعية ألا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكله الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة وتراقب طريقة تطبيقها وتتأكد من أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقاً للمعايير الشرعية.
٧. يمكن استخدام الإيرادات المجتمعة من إصدار الصكوك لإغراض تمويلية ما دامت الأدوات المستخدمة موافقة للشريعة الإسلامية وكذلك أن غرض التمويل يجب أن يكون في المشاريع والأنشطة المسموح بها من قبل الشريعة الإسلامية.

<sup>20</sup> مريم، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ص44.



### الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية:

أما أبرز الضوابط الشرعية لعملية التداول فيمكن حصرها فيما يلي:<sup>21</sup>

١. يجوز وتداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
٢. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها في ما لا يخالف الشرع مثل القيد في السجلات أو الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها.
٣. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
٤. لا يجوز تداول صكوك ملكية الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين جاز تداول الصكوك
٥. يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجازة تلك الخدمات فإذا أعيدت الإجازة كان الصك ممثلاً للأجرة.
٦. لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
٧. يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

<sup>21</sup> الخطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، ص23،22.

## المبحث الثاني: السياسة النقدية

### المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية وأنواعها وأهدافها.

#### تعريف السياسة النقدية:

- السياسة النقدية التقليدية:

هي عبارة عن التحكم في كمية النقود المتاحة للتداول، وهي الإجراءات والأساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني لتحقيق أهداف الدولة الاقتصادية والاجتماعية والسياسة المالية.<sup>22</sup>

- السياسة النقدية الإسلامية:

هي مجموعة من القواعد والقرارات والإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات الاقتصادية و النقدية بغرض التأثير و التحكم في حجم الكتلة النقدية، ويهدف تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع بما يتفق مع الأحكام والمبادئ الواردة في القرآن الكريم، وسنة النبي صلى الله عليه وسلم وإجماع علماء المسلمين.<sup>23</sup>

#### أنواع السياسة النقدية:<sup>24</sup>

1. السياسة النقدية التوسعية: يهدف هذا النوع من السياسة النقدية إلى زيادة عرض النقود لتحقيق مستويات أعلى من الدخل و العمالة خاصة عندما يسود الركود أو الانكماش في الاقتصاد من أجل القضاء على الفجوة بين الطلب الكلي المنخفض والعرض الكلي الذي يفوقه وهذا يعني أن التدفق الحقيقي أكبر من التدفق النقدي.
2. السياسة النقدية الانكماشية: تهدف هذا السياسة إلى علاج الحالة التضخمية التي يعاني منها اقتصاد بلد ما وبالتالي فان هدف السياسة النقدية اتجاه التضخم هو الحد من خلق أدوات نقدية أي الحد من خلق النقود وتخفيض المعروض النقدي وبالتالي يتم الحد من إنفاق الأفراد والمؤسسات على شراء السلع والخدمات.

#### أهداف السياسة النقدية:

1. تحقيق الاستقرار الاقتصادي للمجتمع والتحكم في التقلبات عن طريق المحافظة على ثبات الأسعار، وهو هدف له الأولوية في البلاد المتخلفة.
2. تحقيق معدل معقول للتنمية وتخفيف البطالة، وهو هدف يهتم البلاد المتقدمة في الدرجة الأولى.<sup>25</sup>
3. تحقيق توازن ميزان المدفوعات واستقرار سعر الصرف الخارجي لصالح الاقتصاد الوطني.
4. توفير السيولة اللازمة للاقتصاد والتمويل اللازم لخطط التنمية الطموحة.<sup>26</sup>

<sup>22</sup> الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي، ص145.

<sup>23</sup> حجاج، أثر تطبيق أدوات السياسة النقدية على أداء المصارف الإسلامية، ص34.

<sup>24</sup> المرجع السابق، ص34، 35.

<sup>25</sup> محمد، المصرفية الإسلامية السياسة النقدية، ص19.

<sup>26</sup> الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي، ص161.

### أهداف السياسة النقدية في ظل اقتصاد إسلامي:

تهدف السياسات النقدية بشكل عام إلى تحقيق عدة أهداف رئيسية هي : تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، والمحافظة على مستوى عال من العمالة، والعمل على تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، وخدمة أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتوفير التمويل اللازم لها ، ويمكن إجمال أهداف السياسة النقدية التي يمكن تحقيقها في اقتصاد الإسلامي ما يلي:<sup>27</sup>

1. تحقيق الاستقلال النقدي: تعيش البلدان النامية ومنها الدول الإسلامية وضعية اقتصادية فقدت معالم سيادتها النقدية، وأصبحت تعاني من ازدواجية السوق النقدية، فهناك السوق الرسمية التي تتم تغطية معظم معاملاتها بالنقود الوطنية، وهناك السوق الموازية التي تقيم فيها الصفقات المهمة بالعملة الأجنبية.
2. تحقيق الاستقرار النقدي: إن استقرار قيمة النقود وتوازن عرض النقود مع الطلب عليها يعد هدفاً جوهرياً خصوصاً في ظل نظام المشاركة القائم على التعادل في الحقوق والواجبات وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم؛ لأن المنهج الإسلامي يقوم على العدل والأمانة في جميع المعاملات الإنسانية عامة والاقتصادية على وجه الخصوص فالاضطراب في قيمة النقود يؤدي إلى تعطيل وظيفتها الحسابية، وتصبح معياراً غير صحيح في المدفوعات الآجلة والحالة أيضاً، وتصبح مستودعاً للقيمة غير موثوق به. ومن هنا يبدأ تظالم الناس وشكواهم وخصوصاً في حالة انخفاض القوة الشرائية للنقود.
3. ضمان السيولة اللازمة لتمويل التنمية: إن يمكن أن تساهم إجراءات السياسة النقدية في تحقيق السيولة وضمان التمويل اللازم للمشاريع التنموية من خلال التحكم في حجم الائتمان المقدم من قبل البنوك وتعبئة المدخرات واستغلالها بشكل سليم لاستخدام الصيغ الشرعية المساعدة في ذلك، ومنها المشاركة والمضاربة التي يمكن لها أن تكون أكثر كفاءة من حيث توفير التمويل اللازم والذي يؤدي إلى تحقيق الاستقرار النقدي.

<sup>27</sup> عبادة، السياسة النقدية ضوابطها وموجهاتها في اقتصاد إسلامي ص7.6.

## المطلب الثاني:

### أدوات السياسة النقدية.

تستخدم البنوك المركزية عدداً من الأدوات النقدية كأسلحة لها لتمكنها من التدخل لمراقبة العمليات الائتمانية للبنوك التجارية وكذا لإدارة المعروض النقدي للدولة وفقاً للأهداف المطلوب تحقيقها. وعلى الرغم أن مجموع الأدوات التي تستخدمها البنوك يعتبر محدوداً، إلا أن الباحثين في مجال النظرية النقدية اعتادوا تصنيف كل منها تحت مسميات مختلفة. فعلى سبيل المثال قد يتم تصنيف هذه الأدوات إلى أدوات كمية وأخرى نوعية. وقد يتم هذا التقسيم إلى أدوات إلزامية من قبل السلطات وأخرى خاضعة لقوى السوق وأخيراً هناك التقسيم الحديث لهذه الأدوات الذي يفرق بينها من حيث طبيعة كل منها فيقسمها إلى أدوات غير مباشرة وأدوات مباشرة.<sup>28</sup>

#### أولاً: الأدوات الكمية.

تستهدف هذه الأدوات التأثير على حجم النقد والائتمان المصرفي وبالتالي على الكميات المعروضة في الاقتصاد يطلق على هذا النوع من الوسائل عادة التقليدية لأنها نمت مع نمو المصارف المركزية واستعملت ولا تزال تستعمل على نطاق واسع في البلدان المتقدمة اقتصادياً وأهم هذه الأدوات:

١. سياسة معدل إعادة سعر الخصم: تتمثل هذه السياسة في تغيير سعر إعادة الخصم، وهو سعر الفائدة الذي يتقاضاه المصرف المركزي عندما تلجأ إليه المصارف التقليدية بغرض زيادة احتياطياتها. وذلك للحصول على موارد نقدية إضافية، والهدف من سياسة الخصم هو إما التأثير على العرض النقدي أو التأثير على معدل الفائدة قصيرة الأجل. ولا تتحكم في الاثنين معاً.<sup>29</sup>
٢. عمليات السوق المفتوحة: يقصد بها قيام البنك المركزي بشراء أو بيع أدوات الخزانة والسندات الحكومية، أو المضمونة من الحكومة، والأوراق المالية بصفة عامة، قصيرة أو طويلة الأجل، سواء مباشرة أو من خلال سوق رأس المال، وذلك بالتعامل مع البنوك والأفراد والشركات. أما الأهداف المنتظر تحقيقها من جراء استخدام هذه الأداة فتتحدد في بعدين أساسيين هما: أولاً: التأثير على حجم الاحتياطيات الفائضة لدى البنوك التجارية بالزيادة أو النقص مما يؤثر على كل من حجم الائتمان وحجم المعروض النقدي والطلب على الاستثمار بالشكل الذي يتماشى مع الأهداف الاقتصادية للدولة. ثانياً: محاولة إيجاد علاقة مستقرة بين سعر الفائدة في كل من السوق النقدي.<sup>30</sup>
٣. سياسة الاحتياطي النقدي الإجمالي: تعد هذه الوسيلة ذات تأثير قوي على عرض النقد، لأنها تؤثر في كل من مقدار الوديعة الحرة لدى البنوك التجارية، وكذلك على حجم المضاعف؛ فإذا كان لدى البنوك التجارية ودائع نقدية مقدارها 10 مليون دينار، وكانت نسبة الاحتياطي النقدي الإجمالي هي 20% فإن أقصى حد يمكن لهذه البنوك أن تولده هو 50 مليون ديناراً، فلو قام البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي إلى 25%

<sup>28</sup> فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، ص14، 15.

<sup>29</sup> حجاج، أثر تطبيق أدوات السياسة النقدية على أداء المصارف الإسلامية، ص42.

<sup>30</sup> فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، ص15.

فإن أقصى حد يمكن توليده هو 40 مليون ديناراً، بينما لو قام البنك المركزي بخفض هذه النسبة إلى 10% فإن أقصى ما يمكن للبنوك التجارية توليده من النقد (الودائع) هو 100 مليون دينار.<sup>31</sup>

#### ثانياً: الأدوات الكيفية أو النوعية.

وهي وسائل تستخدم نفس الأدوات الكمية، ولكن توجه إلى استخدامات معينة للائتمان، في حين أن الوسائل الكمية تؤثر في الحجم الكلي للائتمان. ومن هذه الأساليب:<sup>32</sup>

1. فرض أسعار إعادة خصم انتقائية، فيخفض البنك المركزي مثلاً فائدة القروض الصناعية والزراعية والإسكان، ويرفعها على القروض التجارية أو استيراد الكماليات، أو يضع غطاءً عالياً لاستيرادها.
2. وضع قيود على إقراض المستهلكين للسلع المعمرة، كرفع مقدم الثمن أو إنقاص مقدار الائتمان أو مدة السداد.
3. النسب الانتقائية للاحتياطي القانوني للبنوك، كأن يستبدل جزء من الاحتياطي النقدي في خزينة البنوك بأنواع معينة من الاستثمار.
4. وضع سقف ائتمانية لا يتخطاها الائتمان بالنسبة لإقراض قطاعات محددة أو وضع حد أقصى لنمو الائتمان.
5. اشتراط موافقة البنك المركزي في بعض العمليات.
6. تحديد آجال مختلفة لاستحقاق القروض حسب أوجه استخدامها.

#### ثالثاً: الأدوات المشتركة للسياسة النقدية.

بفعل الصعوبات التي واجهت الأدوات الكمية والنوعية وعدم قدرتها على حل المشكلات في بعض البلدان وتحقيق كامل للأهداف المرجو، بدأت المصارف المركزية في البحث عن أساليب أخرى تستطيع من خلالها معالجة الحالات غير المرغوب فيها التي تصيب الاقتصاد ومن هذه الأدوات:

1. الإقناع الأدبي: قيام المصرف المركزي بشرح الحالة الاقتصادية للمؤسسات النقدية بصفة عامة والمصارف التجارية بصفة خاصة، وإقناعها بالسياسة المناسبة والتأثير في هذه المؤسسات كي تتبع سياسة اختيارية تتناسب مع ما تقتضيه الظروف الاقتصادية السائدة.<sup>33</sup>
2. التعليمات: يفترض نظرياً في حال تعذر استجابة البنوك التجارية لأسلوب الإقناع السابق أن يلجأ البنك المركزي إلى إصدار التعليمات لإلزام البنوك التجارية ضمن سياسته لإدارة النقد في الاقتصاد، ومن أجل أن تكون هذه التعميمات ذات أثر فعال يلجأ إلى الرقابة المباشرة والجزاءات.<sup>34</sup>
3. التفتيش على الحسابات والأصول المملوكة للبنوك وتقييم طرق الإدارة المتبعة.
4. أخيراً يقوم البنك بإجراءات مباشرة كمنع إقراضها أو رفع تكلفة الإقراض إلى إجراء إيقاف نشاط البنك أو وضع مفوض عليه.<sup>35</sup>

<sup>31</sup> عبادة، السياسة النقدية ضوابطها وموجهاتها في اقتصاد إسلامي ص9.

<sup>32</sup> محمد، المصرفية الإسلامية السياسة النقدية، ص24.

<sup>33</sup> حجاج، أثر تطبيق أدوات السياسة النقدية على أداء المصارف الإسلامية، ص46.

<sup>34</sup> عبادة، السياسة النقدية ضوابطها وموجهاتها في اقتصاد إسلامي، ص10.

<sup>35</sup> محمد، المصرفية الإسلامية السياسة النقدية، ص25.

## المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية كبديل عن السندات التقليدية.

### المطلب الأول: السندات التقليدية والفرق بينها وبين الصكوك الإسلامية.

#### أولاً: السندات التقليدية:

##### تعريفها:

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة أو المؤسسات أو الدول وهي الصكوك القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو المؤسسات ويمثل هذا الصك قرضاً طويلاً الأجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام.<sup>36</sup> وعرف جليل قسطو السندات الاستثمارية التي تصدرها الدولة بأنها ما تعرض للجمهور لغرض استثمار رؤوس أموالهم فيها مقابل فائدة نسبية مضمونة، ويعين إطفائها بإعادة رأس المال والفوائد في موعد محدد.<sup>37</sup>

##### خصائصها:

١. تصدر السندات بقيمة متساوية لجميع المستثمرين.
٢. السندات تمثل التزاماً على الشركات الصادرة.
٣. لحامل 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.<sup>38</sup>

##### أنواعها:

- من حيث نوع الضمان: سندات مضمونة بأصول (كالأراضي والمباني)، وسندات غير مضمونة بأصول معينة.<sup>39</sup>
- من حيث إمكانية التداول: سند لحامله، وسند مسجل باسم المستثمر.<sup>40</sup>
- من حيث القيمة التي تصدر بها السندات: سندات تباع بالقيمة الاسمية التي أصدرت بها، وسندات تباع بخصم على القيمة الاسمية<sup>41</sup>، وسندات تباع بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية.<sup>42</sup>
- من حيث الجهة المصدرة للسندات: السندات التي تصدرها الشركات، والسندات الحكومية، والسندات الدولية.
- من حيث العملة التي تحرر بها السندات: سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدر، وسندات تحرر بالعملة الأجنبية.<sup>43</sup>

<sup>36</sup> صالح، مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية، ص279.

<sup>37</sup> قسطو، معجم المصطلحات الاقتصادية، ص166، 165، نقلاً عن شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي ص213.

<sup>38</sup> كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، ص63.

<sup>39</sup> المرجع السابق، ص64.

<sup>40</sup> المرجع السابق، ص65.

<sup>41</sup> المرجع السابق، ص65.

<sup>42</sup> المرجع السابق، ص66.

<sup>43</sup> المرجع السابق، ص66.

- من حيث الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين:
  ١. السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.
  ٢. السندات المشاركة في الأرباح.
  ٣. السندات بمعدل كوبون متغير (متحرك).
  ٤. السندات المرتبطة بالمعيار النقدي.<sup>٤٤</sup>
- السندات ذات العوائد المرتبطة بأسعار الذهب.
- من حيث طريقة السداد: السندات التي تسدد عند تاريخ الاستحقاق، والسندات التي تسدد قبل تاريخ الاستحقاق.
- من حيث الأجل: سندات قصيرة الأجل، وسندات متوسطة الأجل، وسندات طويلة الأجل.
- من حيث سعر الفائدة: سندات ذات أسعار فائدة ثابتة، وسندات ذات أسعار فائدة متحركة.<sup>٤٥</sup>

#### حكمها:

قرر مجمع الفقه الإسلامي الدولي في مؤتمره السادس المنعقد في جدة 14-20/3/1990

ما يلي بما يخص السندات:

**أولاً:** إن السندات التي تمثل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروع 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 ربيعاً 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 اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.<sup>٤٦</sup>

#### ثانياً: الفرق بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية:

بمقارنة الصكوك الإسلامية بالسندات التقليدية يتبين أن هذه الأخيرة لا يتحمل حاملها أي خسارة تلحق بالأصول التي تملكها الجهة المصدرة، وأنها لا تمثل حصة في التمويل النقدي على أساس الربا. وأن تداول السند لا يستلزم نقل حصة ملكية تلك الأصول (التي تصبح حقاً خالصاً للجهة المصدرة) بل ينتقل المبلغ النقدي. وأن مدة السندات لا ترتبط بالمشروع الممول من مبالغ الاكتتاب. فقد تزيد المدة عن مدة المشروع أو تنقص عنه لعدم ارتباطها به ولا تراعي أي ضوابط شرعية في إصدارها أو إدارتها أو تداولها.<sup>٤٧</sup>

<sup>44</sup> كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، ص67.

<sup>45</sup> المرجع السابق، ص68.

<sup>46</sup> موقع مجمع الفقه الإسلامي الدولي، <https://www.iifa-aifi.org/1813.html>.

<sup>47</sup> دوابه، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ص25 و26.

الصكوك الإسلامية غير قابلة للتحويل إلى أسهم لأن الصكوك عبارة عن مشروعات أو أنشطة قائمة، أما السندات قابلة للتحويل إلى أسهم.<sup>48</sup>

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.<sup>49</sup>

من حيث الأرباح والعوائد فالربح في الصكوك الإسلامية غير مقطوع أو غير محدد وإنما قائم طبقاً لقاعدة الغنم بالغرم أي مبدأ المشاركة بالأرباح والخسائر، أما السندات فالربح فيها على شكل فوائد دورية ومحددة مسبقاً بغض النظر عن تحقق أرباح للمشروع من عدمه (خسائر).<sup>50</sup>

في الصكوك الإسلامية تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم أرباب أو أصحاب الأموال، أما السندات فتنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم مقرضين القيمة النقدية.<sup>51</sup>

في الصكوك الإسلامية 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، أما السندات فتضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد بغض النظر عن أية نتائج مالية تحدث للجهة المصدرة أو المشروع أو النشاط.<sup>52</sup>

في الصكوك الإسلامية يمكن أن يكون الإطفاء كلياً في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها ومبدأ العدل والمساواة بين حملة الصكوك، أما السندات يمكن أن يكون كلياً في نهاية مدة الإصدار أو جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفق المنصوص عليه في نشرة الإصدار.<sup>53</sup>

48 كمال، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، ص77.

49 المرجع السابق، ص78.

50 المرجع السابق، ص77.

51 المرجع السابق، ص77.

52 المرجع السابق، ص77.

53 المرجع السابق، ص77.



## المطلب الثاني:

استخدام الصكوك الإسلامية في السياسة النقدية والتحديات التي تواجه صناعتها.

لقد تمكن عدد من الباحثين والمؤسسات المصرفية بفضل من الله خلال السنوات القليلة الماضية من استحداث عدد من الصكوك كان من ضمن أغراضها الاستخدام كبديل للسندات الحكومية الربوية المتعامل بها في الأسواق النقدية كأدوات للتحكم في حجم المعروض النقدي. ومن أمثلة هذه الصكوك: صكوك المضاربة، وأسهم المشاركة في شركات استثمارية وصكوك للمشاركة في عمليات إجارة على أصول عينية متنوعة، حيث تختلف الأنشطة الصادرة على قوتها حسب القطاع الاقتصادي (صناعي، زراعي، خدمي)، وحسب نوع السلعة (نهائية، وسيطة، مواد خام).<sup>54</sup>

**نشأة فكرة الصكوك الإسلامية:** طرح بعض الباحثين سندات المقارضة كبديل للسندات وشهادات الاستثمار وهو اصطلاح مستحدث قدمه الدكتور سامي محمود عند وضع مشروع قانون البنك الإسلامي في الأردن عام 1977 وكان المقصود<sup>55</sup> منها إيجاد البديل الإسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة الربوية. وقد طورت هذه الفكرة حينما عرضت على وزارة الأوقاف في الأردن للاستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف.<sup>56</sup> وقد عرفها القانون الأردني الخاص بها بأنها الوثائق المحددة القيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح.<sup>57</sup>

**استخدام الصكوك في السياسات النقدية، صكوك القراض المركزية:**

تحتاج السلطات النقدية في كل دولة إلى وسيلة لتحقيق عدة أغراض، منها:

١. سهولة انتقال الأموال فيما بين البنوك.

٢. سهولة التحكم في معدلات التوسع النقدي.<sup>58</sup>

ولتحقيق كلا الغرضين يمكن تصميم نوع من الأدوات المالية مختلفة الأجل على نفس الأسس التي تصمم عليها الصكوك يمكن أن نسميها الصكوك المركزية، تتمتع بالخصائص التالية:<sup>59</sup>

١. يصدرها البنك المركزي في الدولة.

٢. تباع للجمهور وللبنوك.

٣. توضع حصيلتها كودائع استثمارية لدى البنوك الإسلامية (على أساس المضاربة و القراض) وعلى النسق

التالي:

أ. ودائع ادخارية يمكن السحب منها والإضافة إليها في أي وقت.

ب. ودائع استثمارية مطلقة بأجل تتراوح بين شهر ومضاعفاته.

ت. ودائع استثمارية مقيدة في محافظ خاصة، يمكن السحب منها والإضافة إليها في مواعيد محددة (مرة

كل شهر مثلاً) .

<sup>54</sup> فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، ص43.

<sup>55</sup> شبير، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، ص226.

<sup>56</sup> المرجع السابق، ص227.

<sup>57</sup> المرجع السابق، ص227.

<sup>58</sup> الجارحي وأبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ص43.

<sup>59</sup> المرجع السابق، ص44،43.

٤. نظراً لأن حصيلة صكوك القراض المركزية سوف تستثمر في أنشطة عينية، فإنها تمثل حصصاً في ملكية موجودات يغلب عليها أن تكون أعياناً، وبذلك يحل تملكها وتداولها.

٥. يؤسس البنك هيئة خاصة مستقلة تمثل مصالح حملة الصكوك، ويقوم بإدارتها ممثلون عن كبار حملة الصكوك.

٦. تقوم الهيئة الخاصة بما يلي:

- أ. بيع الصكوك وتوزيع حصيلتها على البنوك الإسلامية.
  - ب. تحصيل الأرباح عند توزيعها، ومن ثم سدادها لملاك الصكوك بما يتناسب مع فترات حياة كل مالك من صك معين.
  - ت. صناعة السوق بالنسبة للصكوك، من خلال تلقي عروض البيع والشراء للإصدارات القائمة وإعلانها، والتوفيق بينها، وإجراءات سداد الثمن وتحويل الملكية.
- مما سبق يتبين أن الصكوك تصبح أداة يمكن أن يقصر أجلها إلى أيام، ويطول إلى سنوات، فتكون صكوك المضاربة المركزية قصيرة الأجل أداة نقدية جيدة. تستخدم لنقل الأموال فيما بين البنوك لفترات قصيرة. كما أنها أدوات مالية جيدة لجمع الأموال واستثمارها من خلال مؤسسات التمويل الإسلامي. وفي كلا الحالتين يحقق استثمار حصيلة الصكوك مورداً تنموياً جيداً.<sup>٦٠</sup>
- كم أنه من الممكن للبنك المركزي استخدام صكوك القراض المركزية كأداة للتحكم في معدلات التوسع النقدي، كما يلي:<sup>٦١</sup>

١. في حالة الرغبة في زيادة معدل التوسع النقدي: يقوم البنك المركزي بضخ الأموال في الاقتصاد عن طريق شراء كمية من الصكوك من الهيئة الخاصة، وبالتالي تقوم الهيئة بوضع الحصيلة تحت إشراف البنوك الإسلامية لاستثمارها مباشرة في الاقتصاد.

٢. في حالة الرغبة في خفض معدل التوسع النقدي: يقوم البنك المركزي ببيع كمية من الصكوك التي يحتفظ بها لديه إلى الجمهور لكي يمتص جزءاً من السيولة المتداولة.

**أهم التحديات التي تواجه صناعة الصكوك الإسلامية:<sup>٦٢</sup>**

١. غياب الإطار التشريعي والتنظيمي، خصوصاً مع الاختلافات الشرعية حول شرعية بعض المنتجات.
٢. عدم تصنيف مثل هذه الأوراق من الناحية الائتمانية مما ساهم في خفض العوائد المتوقعة منها وضعف رقابة المؤسسات المالية الدولية التي تحظى بها.
٣. غياب سوق إسلامي على مستوى الدول العربية يضمن تسويق مثل هذه المنتجات.
٤. نقص الكوادر البشرية التي تحمل عبء تطوير هذه الصناعة رغم الانتشار الواسع الذي عرفته الصيرفة الإسلامية.

<sup>60</sup> الجارحي وأبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ص44.

<sup>61</sup> المرجع السابق، ص44.

<sup>62</sup> بوكار، بن عبيد، صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية: الواقع والتحديات، ص336.

## الخاتمة:

يمكن ذكر أهم نتائج البحث وتوصياته من خلال ما يأتي:

أولاً: النتائج:

١. يمكن تعريف الصكوك بأنها: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك ونقل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.
٢. تقوم الصكوك على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل وفقاً للقاعدة الشرعية الغنم بالغرم 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. للصكوك الإسلامية خصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية منها: أن الصكوك ورقة مالية مضبوطة بالضوابط الشرعية، وتمثل أصول حقيقية مملوكة لحملة الصكوك.
٤. توجد عدة ضوابط شرعية تضبط عملية إصدار وتداول الصكوك صدرت عن مجالس شرعية معروفة مثل المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
٥. يمكن تعريف السياسة النقدية بأنها: الإجراءات والأساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني لتحقيق أهداف الدولة الاقتصادية والاجتماعية والسياسة المالية.
٦. تستخدم السياسة النقدية العديد من الأدوات لتحقيق أهدافها وتنقسم هذه الأدوات إلى ثلاث مجموعات: أدوات كمية، نوعية، ومشاركة.
٧. يكمن تعريف السندات بأنها: ورقة مالية تصدرها الشركات والمؤسسات قابلة للتداول وتمثل قرض طويل الأجل وتعقد عن طريق الاكتتاب العام.
٨. هناك فروقات جوهرية تفصل بين الصكوك الإسلامية والسندات منها: 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.
٩. يمكن للبنك المركزي استخدام صكوك القراض المركزية للتحكم في حجم المعروض النقدي.
١٠. هناك تحديات تواجه صناعة الصكوك الإسلامية منها الاختلافات الشرعية حول شرعية بعض المنتجات وغياب سوق إسلامي على مستوى الدول العربية يسوق لمثل هذه الأوراق المالية.

ثانياً: التوصيات:

١. تفعيل دور الصكوك الإسلامية كبديل شرعي عن السندات التقليدية .
٢. إيجاد سوق إسلامي يساعد على نمو وازدهار منتجات الهندسة المالية الإسلامية عامة والصكوك الإسلامية خاصة.
٣. زيادة الوعي الاستثماري بخصوص الأوراق المالية الإسلامية مثل الصكوك والإسلامية وغيرها.

٤. الاطلاع على التجارب السابقة لاستخدام الصكوك الإسلامية في السياسة النقدية والاستفادة من خيراتها.
٥. ضرورة العمل على تكوين كوادر بشرية متخصصة لدعم صناعة الصكوك الإسلامية.
٦. ضرورة وجود قوانين فعالة تنظم عمل الصكوك الإسلامية.
٧. ضرورة الالتزام بالضوابط الشرعية التي تنظم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
٨. صناعة صكوك إسلامية تناسب احتياجات المجتمع الإسلامي المختلفة.

## قائمة المصادر والمراجع

١. الجارحي، معبد، أبو زيد، عبد العظيم جلال، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، ورقة علمية مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية المقامة في جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 2010.
٢. الحنيطي، هناء، دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة)، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، مج43، ع2، 2015.
٣. العنزري، سعود بن ملح، الصكوك الإسلامية ضوابطها وتطبيقاتها المعاصرة، الجامعة الأردنية- كلية الدراسات العليا، قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الدكتوراه في الفقه وأصوله، 2010.
٤. الكفراوي، عوف محمود، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي (دراسة تحليلية مقارنة)، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، ط1، 1997.
٥. المعايير الشرعية، النص الكامل للمعايير الشرعية التي تم اعتمادها نوفمبر 2017، الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
٦. بوكار، عبد العزيز، عبيد، عبد الباسط، صناعة الصكوك الإسلامية في الدول العربية: الواقع والتحديات، مجلة التكامل الاقتصادي، مج8، ع1، 2020.
٧. حجاج، ياسمين، أثر تطبيق أدوات السياسة النقدية على المصارف الإسلامية- دراسة حالة الجزائر - ، جامعة العربي بن المهدي/ أم البواقي ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل ماجستي أكاديمي، 2019/2018.
٨. خطاب، كمال توفيق، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول المقام في دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 2009.
٩. حمزة، غربي، جبلاحي، وفاء، الصكوك الإسلامية أنواعها وإدارة مخاطرها، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، ع3، 2018.
١٠. دوابه، أشرف محمد، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر، القاهرة، ط1، 2009.
١١. شبير، محمد عثمان، المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، ط6، 2007.
١٢. صالح، مفتاح، مونية، سلطان، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، ع13، 2013.
١٣. عبادة، إبراهيم عبد الحليم، السياسة النقدية ضوابطها وموجهاتها في اقتصاد إسلامي، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، الجزائر، 2011.
١٤. فهمي، حين كمال، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، بحث رقم 63، 2006.

١٥. فيجل، عبد الحميد، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال- التجربة الماليزية أنموذجاً-، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: الأسواق المالية والبورصات، 2015/2014.
١٦. كمال، رامي محمد، الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلاً عن السندات التقليدية، دار طيبة الخضراء للنشر والتوزيع، مكة المكرمة، ط1، 2019.
١٧. محمد، يوسف كمال، المصرفية الإسلامية السياسة النقدية، دار النشر للجامعات، القاهرة، ط1، 1998.
١٨. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، مسودة مشروع متطلبات كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية، 2007.
١٩. مريم، هرامزة، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية -دراسة حالة الاقتصاد السعودي- ، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، 2013/2012.
٢٠. الموقع الرسمي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي: <https://www.iifa-aifi.org/> .