

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات
الباحثة/ نيرمين زكريا الجندي

أولاً: موضوع البحث :

الحمد لله رب العالمين وبه نستعين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين وعلى آله وصحبه أجمعين ومن اهتدى بهداهم وسار على نهجهم إلى يوم الدين ، وبعد:

- هذا البحث موضوعة: «الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات».

إن المعاملات المالية من أهم مجالات الحياة اليومية، كما أنها أكثرها نشاطاً وتطوراً، إذ تتجدد وتتطور صور وأوجه هذه المعاملات تبعاً لنشاط وتشعب الحياة الحديثة، ومن أحدث وأبرز هذه التطورات ظهور عملية «التصكيك» بين المؤسسات المالية الإسلامية في سائر أنحاء العالم.

في هذا البحث، أتناول موضوع «الصكوك» من حيث مفهومه، دوافعه، وأنواعه، وأساليبه، لأنتهى إلى محاولة التكييف الاقتصادي لهذه العملية، وأركانها، وأصولها، وضوابطها، والمخاطر التي تواجهها وفقاً للإطار الفقهي الذي استنبطه الفقهاء، كخطوة أولى نحو التعريف بمدى الاستفادة من «الصكوك الإسلامية» كأداة تمويلية شرعية ذات كفاءة اقتصادية لتمويل مشروعات البنية التحتية، في مقابل النظم المعاصرة.

ثانياً: أهداف البحث وأهميته :

لقد أجازت مجامع الفقه الإسلامي صكوك الاستثمار الإسلامية، ووضعت لها مجموعة من الضوابط الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها، كما استنبط فقهاء المؤسسات المالية الإسلامية معايير قياس عوائدها (أرباحها) التشغيلية والرأسمالية، وكيفية توزيع تلك العوائد بين أصحاب هذه الصكوك (المشاركين) وبين الجهة المصدرة لها (المضارب)

وبين أي جهة أخرى قد تكون ساهمت في عمليات إصدار الصكوك وتداولها من حيث الترويج والتسويق وتقديم الضمانات، وغير ذلك من موجبات التعامل بها.

يهدف البحث إلى الوقوف على: {ماهية «الصكوك الإسلامية» وموقعها من الاقتصاد الإسلامي وبيان أنواعها ومشروعيتها} من خلال تناول الآتي:

١. تقديم عرض متكامل ومختصر للجانب النظري «للصكوك الإسلامية» من حيث التعريف بالمعنى في معاجم اللغة واصطلاح الفقهاء، ومغزى نعتها «بالإسلامية» تميزاً لها عن الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، مع مقارنتها مع الأسهم والسندات وما ينتج عن ذلك من خصائص مميزة لها بما ينسجم مع مقاصد الشريعة الإسلامية الرامية لتحقيق العدالة «الاقتصادية والاجتماعية».
٢. التعريف بأنواع «الصكوك الإسلامية» ومشروعيتها في النظام الاقتصادي الإسلامي كتشريع وتنظيم قابل للتنفيذ، من خلال الوقوف على الضوابط الشرعية لتداولها، استردادها، الرقابة الشرعية عليها.
٣. التعريف بالتجارب التطبيقية «الصكوك الإسلامية» في الدول التي طبقتها وسبل الإفادة منها.
٤. التعريف بالمخاطر التي تواجهها «الصكوك الإسلامية»، وآليات مواجهتها.

ثالثاً: تساؤلات البحث :

يطرح البحث تساؤلاً رئيسياً ساعياً إلى الإجابة عليه وهو: ماهية الصكوك الإسلامية ومشروعيتها، من خلال الكشف عن التشريعات الإسلامية العاملة على هذا الموضوع، ودلالاتها الاقتصادية والاجتماعية.

وفي ضوء هذا التساؤل العام، فإن التساؤلات الفرعية هي:

- التساؤل الأول: ماهية الجانب النظري للصكوك الإسلامية ومشروعيتها في النظام

الاقتصادي الإسلامي كتشريع وتنظيم قابل للتنفيذ، من خلال الوقوف على الضوابط الشرعية لتداولها - استردادها، الرقابة الشرعية عليها..

- **التساؤل الثاني:** التجارب التطبيقية «للصكوك الإسلامية» وفقاً للمنهج الإسلامي في الدول التي طبقتها وسبل الإفادة منها.

- **التساؤل الثالث:** حول وجود مخاطر للصكوك وآليات معالجة تلك المخاطر.

ويري البحث كل تساؤل من التساؤلات السالفة موضعاً للمناقشة، يعمل على إجابته في البحث المائل.

رابعاً: منهج البحث

لم يعمل البحث على الدليل لاستنباط الحكم الفقهي منه، وإنما أخذ البحث الأحكام الفقهية التي قال بها الفقهاء لفهم النصوص الشرعية، وفي كل عنصر من العناصر التي بحثت، جمعت الآراء المتعلقة بالعنصر «بما تيسر للباحث من قراءات»، وحيث اعتبرت هذه الآراء هي المفردات، ومن المفردات، عمل البحث على استنتاج التوظيف الاقتصادي لهذه الأحكام، وعلى هذا فإن المنهج الذي أُعمل في هذا البحث هو المنهج الاستقرائي في التعرف على فقه هذا الموضوع وأعمل المنهج الاستنباطي في التوظيف الاقتصادي لهذا الفقه.

خامساً: خطة البحث:

سيتم تناول البحث كالاتي:

المبحث الأول مفهوم الصكوك: المفهوم والمشروعية والأنواع والخصائص

الاقتصادية.

أولاً: الصكوك الإسلامية، المفهوم ومغزى وصفها بالإسلامية

ثانياً: في فقه الصكوك

ثالثاً: الصكوك الإسلامية، الأنواع و الأطراف و مراحل التصكيك
رابعاً: الصكوك الإسلامية، الخصائص وأوجه التمايز عن الأسهم والسندات.
نتائج المبحث الأول.

المبحث الثاني: تجارب تطبيقية لإصدار الصكوك

أولاً: التجربة الباكستانية.

ثانياً: التجربة الماليزية .

ثالثاً: تجربة الإمارات العربية المتحدة .

رابعاً: التجربة السعودية

خامساً: التجربة البحرينية .

سادساً: التجربة القطرية.

سابعاً: التجربة السودانية.

ثامناً: التجربة الإيرانية.

تاسعاً: التجربة التركية.

عاشراً: التجربة الألمانية.

نتائج المبحث الثاني.

المبحث الثالث: مخاطر الصكوك الإسلامية

أولاً: مفهوم المخاطر وأنواعها.

ثانياً: قياس المخاطر.

ثالثاً: المخاطر والصكوك الإسلامية.

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات
الباحثة/ نيرمين زكريا الجندي

رابعاً: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وآلياتها.

نتائج المبحث الثالث.

الخاتمة مشتملة على النتائج والتوصيات.

المراجع.



المبحث الأول

الصكوك: المفهوم والمشروعية والأنواع والخصائص الاقتصادية

* يستهدف هذا المبحث، الإجابة على تساؤل رئيسي وهو: ماهية الجانب النظري للصكوك الإسلامية ومشروعيتها.

وفي ضوء هذا التساؤل العام، فإن التساؤلات الفرعية هي:

- ما هو مفهوم الصكوك الإسلامية، ومغزى وصفها بالإسلامية.

- ما هو الإطار الفقهي للصكوك الإسلامية من حيث: {التداول- الاسترداد- الرقابة الشرعية} «في فقه الصكوك».

- ما هي أنواع الصكوك الإسلامية وما هي أطراف عملية التصكيك ومراحلها.

- ما هي خصائص الصكوك الإسلامية، وما ينتج عنها من سمات مميزة لها عن الأوراق المالية التقليدية.

خطط الباحث لجعل إجابة كل تساؤل من التساؤلات السالفة، موضع مناقشة في فقرة من الأربع فقرات التالية:

أولاً: الصكوك الإسلامية، المفهوم ومغزى وصفها بالإسلامية.

ثانياً: في فقه الصكوك.

ثالثاً: الصكوك الإسلامية، الأنواع والأطراف ومراحل التصكيك.

رابعاً: الصكوك الإسلامية، الخصائص وأوجه التمايز عن الأسهم والسندات.

وفيما يلي تناول الباحث للعناصر السالفة.

أولاً: الصكوك الإسلامية، المفهوم ومغزى نعتها «بالإسلامية»:

لإيضاح مفهوم «الصكوك الإسلامية»، ينبغي معرفة معناه اللغوي

والاصطلاحي، وآراء العلماء والمجامع الفقهية بهذا الشأن، ويعرض الباحث لذلك

كما يلي:

١) الصكوك لغة: لو شئنا تصفح كلمة «الصكوك الإسلامية» في مختلف المصادر لوجدنا الآتي:

جمع (صك)، وهي كلمة فارسية معرّبة، وتعني شهادة أو وثيقة أو مستند^(١)، وثيقة بهال أو نحوه، والصك لفظ معرب ويراد به: وثيقة اعتراف بهال مقبوض أو نحوه، وفي اللغة العربية يقال: صكه صكا: أي دفعه بقوة^(٢)، وفي القرآن الكريم: ﴿فَصَكَّتْ وَجْهَهَا﴾ [الذاريات: ٢٩]، أي لطمته تعجباً، وصكت الباب: أي أغلقته. الذي يهمننا في هذا البحث هو المعنى الأول: «وثيقة بهال أو نحوه».

٢) الصكوك اصطلاحاً:

ظهر مفهوم التصكيك في العصر الحديث في الولايات المتحدة عام ١٨٨٠م، وقصد منه في البداية تصكيك الديون والرهنات ثم تحولت عملية التصكيك لتشمل كافة الأصول المالية، وأطلق البعض على هذه العملية مسمى «السنددة» أو «التوريق» وذلك بتحويل الديون أو الأصول الإنتاجية إلى صكوك يتم تداولها في سوق ثانوية^(٣).

يلاحظ أن كلمة «التصكيك» والتوريق والتسنيّد تستعمل كمفردات لمسمى واحد، أي تشير إلى نفس المعنى. إلا أن مصطلح الصكوك قد انصب في عقول الجمهور على خصوص الاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول وأحكام الشريعة الغراء. وأما

(١) من الصك ظهرت كلمة (check) باللغة الانجليزية، وكلمة (cheque) باللغة الفرنسية، وأشبهاهما في اللغات الأخرى.

(٢) انظر: - مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، القاهرة، مصر، ط ١٩٩٢، مادة (صك)، ص ٣٦٧.

- ابن منظور، لسان العرب، دار إحياء التراث العربي، بيروت، ١٩٩٤م، مادة (صك)، (١٠/ ٤٥٧)

- الرازي، مختار الصحاح، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، ص ٣٦٧.

(٣) د. محمد محمد الغزالي، الصكوك الإسلامية وشبهات حول المشروعية، بحث مقدم في مؤتمر عن الاقتصاد الإسلامي: (الفلسفة - النظام - التطبيقات المعاصرة)، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، في الفترة من ٢٠ - ٢١ أبريل ٢٠١٣م، ص ٧٢٠.

«التوريق» أو «التسنيد» فلا يشتهر استعمالهما عند الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لارتباطهما بالاستثمار التقليدي^(١).

وفي ضوء ما سلف، فإن التصكيك هو:

- عرفه قرار مجمع الفقه الدولي: رقم {١٣٧/٣/١٥} بأنه: (يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلاً)، وبهذا التعريف تخرج السندات التقليدية التي تمثل ديوناً وفوائد، والتي صدر بحرماتها قرار رقم {٦٢/١١/٦} من مجمع الفقه الدولي^(٢).

- {تقسيم ما يمثله الصك من أعيان ومنافع وحقوق وأنشطة إلى حصص متساوية، ثم إصدار صكوك بقيمتها، فهذا التقسيم والتجزئة لا يتعارضان مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها، بل يتفقان مع مبدأ الحصص الشائعة وجواز المشاركة فيها، بل إن الشركة - عقد أو ملكاً - تعني هذه البيوع، وأن كل شريك مشترك مع شريكه الآخر أو شركائه في الملك أو في المشروع بنسبة شائعة، فما الأسهم، أو صكوك الاستثمار إلا تعبير عن هذه النسبة الشائعة من موجودات الشركة، أو من العين المملوكة على سبيل شركة الملك، ولذلك صدر قرار المجمع بجواز ذلك فنص على أن: (وصكوك الاستثمار تبع للعقد الأساس بنظمه والموجودات التي يتمثل بها، لذلك تطبق على الصك أحكام موجوداته، فإذا كانت موجوداته مما يجوز تداولها جاز تصكيك الصكوك لها، وإن لم تكن كذلك مثل الديون فلا يجوز تصكيكها لأجل التداول، ولكن تصكيكها من حيث هو لا مانع منه شرعاً وحينئذ تطبق عليها أحكام التصرف في الديون)^(٣).

(١) د. أختري زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص ٢.

(٢) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي العدد (٣٠٩/٢/١٥).

(٣) د. علي محيي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي، الأول، الأردن، ٢٠١٠م.

وعليه، فإن المفهوم الاصطلاحي لكلمة الصك هو:

أ - عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك في ضوء الاستثمار الإسلامي: «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»^(١).

ب- عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي 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»^(٢).

ومن ملاحظة التعريفين السابقين يتضح اتفاقهما فيما يعبر عن جوهر الصكوك، من حيث كونها وثائق مالية متساوية، ومن حيث كونها تمثل حصصاً شائعة في ملكية ما هي معدة له من أعيان أو خدمات ونحو ذلك.

*** ويتميز تعريف هيئة المحاسبة ببيان ثلاثة أمور لا يتم اعتبار الصك بدونها لأهميتها وهي^(٣):

- (١) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، ٢٠٠٧م، البند ٢ من المعيار الشرعي رقم ١٧، ص ٢٨٨.
- (٢) انظر: مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الرابعة، القرار الخامس، العدد الرابع، المجلد الثالث، ١٩٨٨م، ص ٢١٥٩.
- (٣) د. حمزة بن حسين العفر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقويم، بحث مقدم إلى جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ٢٤-٢٥ مايو ٢٠١٠م، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات، ص ٢٦٨-٢٦٩.

الأمر الأول: تحصيل قيمة الصك: لأن مقصود الصك أن يكون أداة لتحصيل المال

به، ولا يتم ذلك إلا بعد تحصيل القيمة، وبدونها، فهو ورقة عارية عن مضمونها.

الأمر الثاني: قفل باب الاكتتاب: لأنه ما لم يقفل باب الاكتتاب، فإن الصك لا

يترتب عليه المقصود منه، إذ القيمة المحددة للمشروع أو النشاط موزعة بالتساوي على عدد الصكوك، ولا بد من تحصيل المبلغ المطلوب ببيع جميع الصكوك، وإلا لم يتحقق المطلوب، وربما تم إلغاء الاكتتاب في حالة عدم التمكن من بيعها، علاوة على أنها وقت الاكتتاب لا تتمتع بخاصية التداول، وبالتالي لا يمكن الاستفادة من حصيلتها فيما أعدت له.

الأمر الثالث: بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله، وهذا هو ما يدل على أن

حصيلة الصكوك قد تحولت إلى استثمار حقيقي يؤهلها إلى التداول.

- وقد عرفها البعض بالقول: {الصكوك هي: 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.. عملاً بقاعدتي (الغنم بالغرم) و(الخراج بالضمان).

فالقاعدة الأولى: (الغنم بالغرم): تقضي بأن العائد أو الربح على رأس المال (حصيلة

إصدار الصكوك) أي الغنم، لا يجلب إلا إذا كان صاحب رأس المال (حملة الصكوك) قد عرضه للمخاطرة، أي عرضه للغرم.

أما القاعدة الثانية: (الخراج بالضمان) فتقضي بأن الخراج، وهو العائد أو الغلة لا

يجلب إلا في مقابل تحمل الضمان، وهو التعرض للمخاطر، أي تحمل تبعه الهلاك والتلف والخسارة إن وقعت^(١).

(١) أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، بحث مقدم إلى المؤتمر الأول للجمعية <

وما سلف، يتبين للباحث أن من عناصر مفهوم الصك ما يلي :

- يتم إصدار الصكوك على شكل أوراق مالية بمقتضى عقد شرعي يبين أطرافها، ويحدد شروط تداولها وإدارتها .
 - استناد الصكوك في إصدارها إلى أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية، من مشاركة واستصناع وإجارة ونحو ذلك.
 - لا تمثل الصكوك ديناً لحاملها على مُصدرها، كما هو الحال في السندات. بل تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات تدر عائداً عن استثمار شرعي.
 - استحقاق حملة الصكوك نسبة الربح المتفق عليها والمحددة في نشرة الإصدار، ويتحملون الخسائر على قدر قيمة صكوكهم.
 - تعتمد قابليتها للتداول على ما يمثله الصك من ملكية في الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو الحقوق المالية، أو الخليط من ذلك.
- ***** وعليه يمكن تعريف صكوك الاستثمار بأنها: «وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في ملكية موجودات معينة، مباحة شرعاً، وموجودة فعلاً، أو قيد الإنشاء من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم والالتزام بالضوابط الشرعية».
- (٣) نعت الصكوك بصفة «الإسلامية»:

(أ) ذهب رأي إلى القول: «إن إطلاق اسم الصكوك الإسلامية» ضروري للأسباب الآتية^(١):

=المصرية للتمويل الإسلامي، بعنوان «التمويل الإسلامي وآفاق التنمية في مصر»، ١٤٣٣هـ-٢٠١٢م، ص ٥٨.

(١) د.كوثر عبد الفتاح الأبيجي، المقومات اللازمة لتشريع الصكوك الإسلامية كمصدر تمويل جديد في السوق المصرية، بحث مقدم إلى بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/٢٠١٢م، ص ٤.

- الإشارة لضرورة التزام الجهة المصدرة بأحكام التشريع الإسلامي وقواعد المعاملات المجمع عليها من الجمهور فتكون حجة على الجهة المصدرة مما يؤدي إلى المصدقية والالتزام مع حملة الصكوك.
 - عدم الخلط المقصود أو غير المقصود بين «الصكوك الإسلامية» وغيرها من الأوراق المالية المصدرة على غير الأساس الإسلامي ولأبناء المجتمع حرية الاختيار بما يحقق المصدقية والشفافية.
 - يثبت الواقع لهفة المجتمع العربي والإسلامي على التعامل بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية وهو ما يتأكد من نجاح قطاع التمويل الإسلامي على المستوى المحلي والإقليمي والدولي.
- ب) في حين ذهب رأي آخر إلى أن: {الصكوك بطبيعتها متطابقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فعالمياً عندما يقال «صك»، فهذا يعني أداة مالية متوافقة مع الشريعة،.. فالأمر لا يحتاج لهذه الإضافة - أي صفة الإسلامية «المعروف لا يعرف»^(١).

ج) المناقشة والترحيح:

يرى الباحث: أن مرد الجدل هو ما يثار من أن مصطلح الصكوك هو في أصله إسلامي فلا يوجد صكوك إسلامية وأخرى غير إسلامية، وعليه فإنها وجه النعت بالإسلامية هو النظر لظروف الواقع؛ حفاظاً على الخصوصية وتأكيداً على الهوية، فإذا ما ساد المنهج الاقتصادي الإسلامي، انتفت الحاجة لتخصيصها - أي الصكوك - بأي نعت.

ثانياً: في فقه الصكوك :

يحاول الباحث في هذه الفقرة النظر في فقه الصكوك، هذا الهدف يحكم البحث من

(١) الصكوك في ٣٠ سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ملحق مجلة التمويل الإسلامي، ص ٤.

حيث العناصر التي تناقش، واتجاه المناقشة، وكذا النتيجة المستهدفة من المناقشة، وما أراه ملائماً لعرض هذا الموضوع في هذا البحث هو ألا أدخل في دراسة فقهية واسعة، ذلك أن فقه الصكوك معروف، والكتابات المتاحة عنه كثيرة، سواء في كتب الفقه القديمة، أو في الكتابات الحديثة، وإنما ما أراه ملائماً لبحثنا هو أن يكون عرض الفقه لمجرد التعريف به، والإشارة إليه، أما ما ينبني على الفقه من اقتصاد فهو الذي يكون محل مناقشة تفصيلية، ومحل اقتراح، ومحاولة الوصول إلى نتائج جديدة بقصد عرضها للحوار والبحث.

وعليه، تستهدف هذه الفقرة الإجابة على تساؤل رئيسي عن ما هو الإطار الفقهي للصكوك الإسلامية من حيث {التداول - الاسترداد - الرقابة الشرعية}.

وفي ضوء هذا التساؤل العام، فإن التساؤلات الفرعية هي:

* ما هي الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية؟

* ما هي الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك الإسلامية؟

* ما هي صور الرقابة الشرعية للصكوك الإسلامية؟

خطط الباحث لجعل إجابة كل تساؤل من التساؤلات السالفة، موضع مناقشة في فقرة من الفقرات التالية:

١. الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية.

٢. الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك الإسلامية.

٣. الرقابة الشرعية للصكوك الإسلامية.

وفيما يلي تناول الباحث لما سلف.

١. الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية:

أ) تداول الصكوك:

«التصرف في الحق الشائع الذي يمثله الصك بالبيع أو الرهن.. أو غير ذلك من التصرفات الشرعية»^(١).

ب) ضوابط تداول الصكوك الإسلامية :

يخضع تداول الصكوك الإسلامية لمجموعة من الضوابط وفقاً لطبيعة الموجودات، بحيث تختلف أحكام التصرف في هذه الصكوك وفقاً لنوعية الموجودات. أوضح مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره (رقم ٣٠ «٤/٣») الضوابط الأساسية لتداول الصكوك الاستثمارية وهي (٢):

* إذا كان مال القراض المتجمع بعد الاكتتاب وقبل المباشرة في العمل بالمال ما يزال نقوداً فإن تداول صكوك المقارضة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

* إذا أصبح مال القراض ديوناً تطبق على تداول صكوك المقارضة أحكام تداول التعامل بالديون.

* إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع، أما إذا كان الغالب نقوداً أو ديوناً فتراعى في التداول الأحكام الشرعية....

(١) أنظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ٢٠٠٧، المعيار الشرعي رقم ١٧، مرجع سابق، ص ٣٠٤.
(٢) مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره رقم ٣٠ «٤/٣».

* ويبين مما سلف أن هناك ثلاث أحوال تحكم عملية تداول الصكوك :

الأولي: مال الصكوك المكتتب فيه لا يزال نقوداً، ولم يتحول بعد إلى أصول، فإن تم تداوله يأخذ حكم بيع النقد بالنقد.

الثانية: مال الصكوك تحول إلى موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والنقود والديون، فإن تداوله يأخذ حكم تداول عروض التجارة^(١).

الثالثة: إذا صار مال الصكوك ديوناً فقط، يأخذ حكم التعامل بالديون.

ج) ضوابط أخرى لتداول الصكوك: كما بينت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم ١٧ الصادر عنها ضوابط تداول الصكوك، بصورة أكثر تفصيلاً^(٢).

ووفقاً لهذه الضوابط يمكن تداول الصكوك الإسلامية القابلة للتداول وبيعها من خلال بورصة الأوراق المالية بالسعر المتراضي عليه، كما يمكن للجهة المصدرة التعهد بإعادة شراء الصكوك تشجيعاً منها للجمهور على الإقدام لشراء الصكوك^(٣).

٢. الضوابط الشرعية لاسترداد الصكوك الإسلامية^(٤):

أ) إذا كان الفقه الإسلامي يتيح لجهة الإصدار التعهد بإعادة شراء صكوكها، فإن هذا الاسترداد قد يكون: (بالقيمة الاسمية - أو السوقية - أو الحقيقية).

(١) د. فياض عبد المنعم حسانين، أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/ ٢٠١٢م، ص ٤.

(٢) انظر: المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ٢٠٠٧م، المعيار الشرعي رقم ١٧، مرجع سابق، ص ٣٠٤.

(٣) د. أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، ٢٠٠٩، ص ١٠٠.

(٤) المرجع السابق، ص ١٠٣-١٠٠ مستندا إلى قرارات مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة الرابعة، والقرار الخامس، المجلد الثالث ص(٢١٦٢)، الدورة الخامسة عشر، القرار الثالث بشأن صكوك الإجارة.

ب) التزام الجهة المصدرة بالاسترداد بالقيمة الاسمية: أمر لا يجوز شرعاً، لأنه من قبيل ضمان رأس المال.

ج) أما الاسترداد بالقيمة الحقيقية - أي: على أساس نصيب الصك في صافي الموجودات - فهو أمر يتفق مع النظر الفقهي في أن يكون ثمن بيع الحصة بقيمتها الحاضرة.

د) أما الاسترداد بالقيمة السوقية، فهو أمر جائز شرعاً، فيحق تداول الصكوك بالقيمة السوقية، لأنه من قبيل بيع حصة شائعة في موجودات بالتراضي، وقد أقر ذلك مجمع الفقه الإسلامي الدولي «يجوز تداول المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقاً لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة المتعاقدين».

٣. الرقابة الشرعية للصكوك الإسلامية:

أ) بين المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية توصياته بذات الخصوص، حيث جاء بها: «يتعين على الهيئات الشرعية أن لا تكتفي بإصدار فتوى لجواز هيكله الصكوك، بل يجب أن تدقق العقود والوثائق ذات الصلة، وتراقب طريقة تطبيقها، وتؤكد أن العملية تلتزم في جميع مراحلها بالمتطلبات والضوابط الشرعية وفقاً للمعايير الشرعية، وأن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول حصيلة تلك الصكوك إليه من موجودات بإحدى صيغ الاستثمار الشرعية»^(١).

ب) واقترح رأي اقتصادي تصوراً لدور هيئة الرقابة الشرعية بحيث تكون من مهامها^(٢):

- التكييف الشرعي للأنشطة التي تقوم بها الجهة المصدرة أو المستفيدة

(١) انظر: توصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، ١٤٢٩هـ - ٢٠٠٨م.
(٢) د. كوثر عبد الفتاح الأبي، المقومات اللازمة لتشريع الصكوك الإسلامية كمصدر تمويل جديد في السوق المصرية، مرجع سابق، ص ١١.

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات
الباحثة/ نيرمين زكريا الجندي

- مراجعة العقود الخاصة بعلاقة الجهة مصدرة الصكوك أو المستفيدة بحملة الصكوك مراجعة شرعية.

- الفتوى فيما يعن لأطراف التعاقد طيلة فترة النشاط .

- التقرير فيما يخص الأعمال عند انتهاء السنة المالية .

- التقرير عند استحقاق قيمة الصكوك وتصنيفتها في شرعية الإجراءات المتخذة .

(ج) يتضح مما سبق ما للهيئات الشرعية من دور مهم في التوجيه عند :

إنشاء الصكوك، بالإضافة إلى دورها الرقابي في المراجعة والتدقيق في مختلف مراحل عملية التصكيك، ضماناً للالتزام بالصكوك بالضوابط الشرعية.

ثالثاً: الصكوك الإسلامية، الأنواع والأطراف ومراحل التصكيك^(١):

١. أنواع الصكوك:

يمكن أن تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة باعتبار آجالها ومجالات التوظيف أو باعتبار طبيعتها، أو الجهة التي تصدرها.

ويمكن أن يميز الباحث بين الأنواع التالية من الصكوك :

(أ) بحسب الآجال: صكوك قصيرة الأجل، (ويطلق عليها البعض شهادات الإيداع أو

(١) لمزيد من التفاصيل انظر:

- د. فياض عبد المنعم حسانين، أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، مرجع سابق، ص ٤، ٥.

- أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، مرجع سابق، ص ٥٨ وما تلاها.

- د. محمد البلتاجي، صكوك الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة، بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/ ٢٠١٢م، ص ٧-١٥.

- د. أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ٢٩-٤٩.

الاستثمار) لمدة ثلاثة شهور أو ستة شهور أو سنة، وصكوك متوسطة الأجل وأخري طويلة الأجل.

ب) بحسب الصيغة: تختلف طبيعة الصكوك وتنوع وفقاً لطبيعة العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه وذلك على النحو التالي:

• صكوك الإجارة/ وهي التي تستخدم حصيلة إصدارها في شراء عين مؤجرة أو قابلة للتأجير أو شراء منفعة عين حاضرة .

• صكوك التمويل/ وهي التي تستخدم حصيلة إصدارها لشراء بضاعة بالربحة أو ثمن سلعة السلم أو تكلفة عملية الاستصناع.

• صكوك الاستثمار/ وهي التي تستخدم حصيلتها في تمويل مشروع معين بعقد المشاركة أو المضاربة أو الوكالة أو المزارعة.

ج) حسب طبيعتها: يمكن أن تكون الصكوك ذات أجل محدد (سنة أو سنتين أو ثلاث سنوات..) وصكوك دائمة، حيث يتصف النشاط الاستثماري بالاستمرارية، ويمكن أن تكون الصكوك متناقصة بمعنى أنه يتم استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، وصكوك متزايدة حيث يعاد استثمار العائد.

د) حسب القطاع الاقتصادي: صكوك تستثمر في القطاع الزراعي أو في الصناعي أو في قطاع التجارة .. الخ.

هـ) حسب التخصيص: وتنقسم الصكوك وفقاً لهذا الاعتبار إلى صكوك عامة وأخري مخصصة، والصكوك المخصصة هي التي تصدر لتمويل مشروع معين، أما العامة فتوزع حصيلتها على جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف.

وفيمالي نبذة مختصرة عن أنواع الصكوك:

* صكوك الإجارة: هي / صكوك ذات قيم متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة، ويتم

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات الباحة/ نيرمين زكريا الجندي

إصدارها وفق عقد الإجارة (بيع منفعة). تمثل حصة في أصول حكومية مؤجرة متفق عليها.

*** صكوك المشاركة:** هي / صكوك وشهادات مالية تصدر بأصول حقيقية تمثل حصص الحكومة في بعض المؤسسات والشركات المملوكة لها. يتم إصدارها وفق عقد المشاركة (هناك مشاركة متناقصة، ومشاركة مستمرة). تصدرها وزارة المالية نيابة عن الحكومة.

ومن ميزات صكوك المشاركة: (القابلية للتداول: حيث يمكن تسيلها - انخفاض المخاطر - الصدور بأجال مختلفة - الربحية المرتفعة: حيث تحتسب الأرباح وفق الأرباح الفعلية للحكومة من هذا المشروع).

*** صكوك السلم:** هي عبارة عن صكوك قصيرة الأجل تعبر عن عملية استثمارية أطرافها الحكومة (بائع السلعة أو الأصل نفظ مثلاً) والمشتري بصيغة السلم (شركة وساطة أو بنك أو من تتفق معه الحكومة) وذلك بصفته مديراً لمحفظة صكوك السلم ، ومشتري أو حاملي الصكوك حيث تقوم المحفظة باستيفاء قيمة الصكوك من المشتريين ودفع ثمن السلعة الآن للحكومة واستلام السلعة أو قيمتها لاحقاً.

*** صكوك المضاربة:** هي صكوك صادرة لتمويل مشروع معين أو نشاط خاص على أساس عقد المضاربة المقيدة مع تحديد مدة المشروع أو النشاط والعائد المتوقع وطريقة توزيعه بين المضارب وحملة الصكوك. تناسب تمويل المشاريع التي تدر دخلاً مثل محطات الطاقة الكهربائية والموانئ والمطارات .

ومن مميزات صكوك المضاربة: (قابلة للتداول - منخفضة المخاطر - أكثر فعالية في تخصيص الموارد - لا ترتب التزامات على الدولة حيث تقوم على مبدأ المساهمة في الربح والخسارة - يمكن استخدامها في كافة قطاعات الدولة الزراعية والصناعية) .

*** صكوك الاستصناع:** هي / اتفاق بين طرفين حيث يقوم الطرف الأول بالتعاقد مع الطرف الثاني لاستصناع منتجات أو بناء مشاريع عمرانية (الجسور، طرق، إنشاء محطات كهربائية، تحليه مياه وغيرها) بحيث يسدد الطرف الأول المبلغ المحدد في العقد فور إنتاج السلع أو انجاز المشروع في تاريخ لاحق يتم الاتفاق عليه وعادة ما يقوم الطرف الثاني بالتعاقد من جانبه مع المصانع أو شركات المقاولات المختصة لتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة من قبل الطرف الأول .

*** صكوك المربحة:** هي صكوك يتم إصدارها من قبل البائع لبضاعة المربحة والمكاتبون فيها هم المشترون لبضاعة المربحة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ويملك حملة الصكوك سلعة المربحة ويستحقون ثمن بيعها.

*** صكوك الوكالة بالاستثمار:** المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكاتبون هم الموكلون وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بربحها/ خسارتها ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.

*** صكوك المزارعة:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

*** صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها فيسقي الأشجار الثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة.

*** صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لغرض غرس الأشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الغرس و الأرض وفق ما حدده العقد.

(٢) التصكيك : مراحل والأطراف المشتركة فيه^(١):

كيف تتم عملية/التصكيك؟ تتم عملية التصكيك حسب الخطوات المعينة ومراحلها. وقبل الشروع في تلك الخطوات أذكر هنا:

****الأطراف المشتركة (الرئيسية والمساعدة) فيها:**

- (أ) الأطراف الرئيسية التي تشارك في هذه العملية مباشرة وهم:
- الجهة أو الشركة المنشئة لمحفظة التصكيك، يقدم محفظة حقوق مالية ويحصل على مقابلها نقداً - **Originator**
 - الجهة المصدرة أو شركة التصكيك أو المنشئة ذات الغرض الخاص المعروف بـ **Special Purpose Vehicle (SPV)**. وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين، مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار.
 - المستثمرون أي حملة سندات التصكيك أو **Bondholders or Investors** ويقوموا بسداد مقابل السندات ويستردوا أصل قيمتها بالإضافة إلى العائد على هذه السندات من حصيلة محفظة التصكيك.
 - محفظة التصكيك أو **Portfolio Asset** ويتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة السندات في تواريخ استحقاقها.

(١) لمزيد من التفاصيل أنظر: د. أختريتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مرجع سابق، ص ٤-٥.

ب) الأطراف المساعدة في عملية التصكيك، وهم:

- شركة التصنيف الائتماني **Credit Rating Agency** ووظيفتها تحديد قدرة الشركة المنشئة للسندات على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات.
- مدير ومستشار الإصدار يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.
- الجهة المسؤولة عن تحصيل محفظة التوريد **Servicer** وهي الجهة التي تتولى تحصيل الحقوق المالية والمستحقات الآجلة الدفع التي استخدمت كمحفظة تصكيك وتحصيل العائد عليها.
- أمين الحفظ **Custodian** ومهمته حماية حقوق حملة سندات التصكيك وهو الجهة المسؤولة عن حفظ المستندات واستلام المبالغ المحصلة.

**** كيف تتم عملية التصكيك؟ (مراحل التصكيك):**

تتم عملية التصكيك من خلال ثلاثة خطوات، وهي:

- مرحلة إصدار الصكوك **Issuance**
- مرحلة إدارة محفظة الصكوك **Servicing**
- مرحلة إطفاء الصكوك **Repayment to Sukuk Holders**

المرحلة الأولى: مرحلة إصدار الصكوك، وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية:

الخطوة الأولى: الشركة المنشئة تعين الأصول التي يراد تصكيكها بحصر وتجميع ما لديه من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى **SPV** وهي كيان مستقل تم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقاً للشروط والإجراءات الخاصة.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها. تقوم شركة SPV بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

المرحلة الثانية: مرحلة محفظة الصكوك :

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة SPV بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين، كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

المرحلة الثالثة: مرحلة إطفاء الصكوك:

بدفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار، حيث تقوم الجهة المصدرة لها باستردادها بالتدرج خلال سنوات الإصدار أو يكون الإطفاء كلياً مرة واحدة في نهاية الإصدار^(١).

رابعاً: الصكوك الإسلامية: الخصائص وأوجه التمايز عن الأسهم والسندات:

1. **خصائص الصكوك الإسلامية:**

يبين من تعريفات الصكوك وما أسفرت عنه المناقشة السالفة، أن من خصائص صكوك الاستثمار^(٢):

(أ) صكوك الاستثمار لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون، أو نشرة الإصدار.

(ب) صكوك الاستثمار صكوك متساوية في القيمة، وفي الحقوق والواجبات وفي ملكية الأموال الخاصة بها.

(١) أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، مرجع سابق، ص ٧٢.
(٢) د. علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مرجع سابق، ص ٩.

- (ج) صكوك الاستثمار قابلة للتداول من حيث المبدأ (وفقاً للشروط المطلوبة للتداول وكيفية).
- (د) عدم قبول الصك للتجزئة في مواجهة الشركة، وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فإنه لا بد من الاتفاق على أن من يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.
- (هـ) إن مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر بقيمة صكوكهم أي أن كل مالك صك مسئول بقدر قيمة صكه .
- (و) أن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع، ولذلك له الحق في الرقابة ونحوها، وحق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح، والاحتياطات، والتنازل عن الصك، والتصرف فيه إلا ما يمنعه القانون، أو التزم به من خلال نشرة الإصدار، وحق الشفعة، وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.
- (ز) أن مالكي الصكوك يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل واحد منهم.
- (ح) أنها تصدر على أساس عقد شرعي مثل الاستصناع، أو الإجارة، أو المضاربة... الخ بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها وبقية أحكامها وبالتالي فهي خاضعة لأحكام ذلك العقد.
- (ط) مرونتها وصلاحياتها للوساطة المالية، وتلبية حاجات تمويلية متعددة، وخضوعها لعوامل السوق.
- (ي) أن صكوك الاستثمار تصدر من جهة مالكة للأصول أو المنافع والحقوق ترغب في تسيلها عن طريق الصكوك، أو أنها تجمع حصيلتها للاستثمار، وليست للاقتراض.
- (ك) صكوك الاستثمار الإسلامية ترتب مجموعة من العلاقات، لأنها وإن كانت قائمة على

أساس عقد واحد مثل الإجارة، أو المضاربة أو الاستصناع - لكن هناك علاقات متعددة تنظمها العقود الأخرى مثل الوكالة بأجر.. إلخ، في حين أن سندات الدين أو القرض أو الخزينة ينظمها عقد واحد وهو عقد القرض.

٢) الصكوك الإسلامية والسمات المميزة لها عن الأوراق المالية التقليدية «الأسهم والسندات».

اشتمل القاموس المالي أو التمويلي على مصطلحي السهم و السند، مع شرح لمفهوم كل منهما، فالسهم مستند ملك، والسند مستند دين، ومن الناحية الشرعية، فالسهم مشروع أما السند فلا، لأنه يدخل في باب الربا^(١).

وبظهور مصطلح «الصك»، ودخوله في القاموس المالي أو التمويلي، أصبحنا أمام ثلاثة مصطلحات مالية: (السهم والسند والصك)، لكل منهم مفهومه المميز له عما عداه، رغم ما بينهم من قواسم مشتركة.

بينت في الفقرة (١) بعالية خصائص الصكوك الإسلامية. أحاول هنا بيان ما نتج عنها من سمات مميزة لها عن الأوراق المالية التقليدية.

أ) تكمن الفروق الجوهرية بين السندات والصكوك الاستثمارية فيما يأتي^(٢):

❖ السندات بجميع أنواعها تمثل ديناً في ذمة المدين مصدر الصك لصالح دائنة (حامل الصك) فالعلاقة بينها علاقة المدائنة .

(١) د. شوقي دنيا، استكمال موضوع الصكوك، حكم تأجيل الأجرة في إجارة الموصوف في الذمة، حكم تداول صكوك إجارة الموصوف في الذمة قبل تعيين محل العقد. بحث مقدم إلى مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الحادية والعشرون، ٢٠١٣م، ص ٤.

(٢) لمزيد من التفاصيل انظر:

- د. علي محي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مرجع سابق، ص ٦.
- أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، مرجع سابق، ص ٦١ وما تلاها.

- وأما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك، والمصدر هو علاقة المشاركة وليست علاقة المداينة.
- ❖ **السندات** تحدد لها فائدة ثابتة، أو متغيرة من زمن إلى آخر، ولذلك صدرت قرارات المجامع الفقهية بحرمة السندات لأن تلك الفائدة هي الربا المحرم. وأما صكوك الاستثمار فليست لها فائدة ثابتة أو متغيرة، وإنما الأمر فيها إذا تحقق لها الربح فهي تأخذ نصيبها منه، وإذا خسرت الشركة فإن الموجودات التي يمثلها الصك الاستثماري قد قلت، أي أن الصك الاستثماري خاسر بنسبة نصيبه من الخسارة. والخلاصة أن الصك الاستثماري يتأثر بموجودات المشروع سلباً وإيجاباً، ربحاً وخسارة، في حين أن السند لا يتأثر بأي شيء، وإنما يأخذ صاحبه أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.
- ❖ **بالبناء على ما جاء بالفقرة بعالية السند** يمثل حصة في التمويل المالي الربوي، في حين أن الصك يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق.
- ❖ **عند تصفية المشروع** يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الاستثماري فليس له الأولوية، وإنما تصرف له نسبته مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.
- ❖ **واستكمالاً لما جاء بالفقرة السالفة**، يمكن القول أن مدة السند لا ترتبط بالمشروع وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع، في حين أن مدة الصكوك هي مدة استثمارية المشروع المعنى أو النشاط، وترتبط بالمشروع المعنى وتنتهي بانتهائه.
- ❖ **لا تتضمن نشرة إصدار السند** ثمة ضوابط شرعية، في حين أن نشرة الإصدار في الصكوك تتضمن القواعد الشرعية، وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية وإذا خالفها يتحمل المسؤولية.

- ب) تكمن الفروق الجوهرية بين الأسهم والصكوك الاستثمارية فيما يأتي :
- ❖ فيما يخص الأسهم، فالربح أقل احتمالية، في حين أن الربح في الصكوك على الغالب مرجح و مضمون.
 - ❖ فيما يخص الأسهم، فالملكية على الشيوع في الميزانية، في حين أن الملكية على الشيوع لعين محددة في الصكوك.
 - ❖ فيما يخص الأسهم، لا يحق لحامله التصويت في الجمعية العمومية، في حين أن صاحب الصك، يحق له التصويت في الجمعية العمومية.



نتائج البحث الأول:

* ناقشت في هذا البحث الإطار النظري للصكوك الإسلامية من حيث المفهوم والأنواع والمشروعية، علاوة على آلية الإصدار والخصائص المميزة لها عن غيرها من الأوراق المالية التقليدية وانتهت إلى النتائج التالية:

١. الدافع للصكوك في نشأتها، إيجاد صيغة جديدة لتمويل الاستثمار، بجانب الصيغ القائمة، تقوم على مبدأ المشاركة في العائد والمخاطرة. وعليه يمكن تعريف صكوك الاستثمار بأنها: «وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة ومتساوية في ملكية موجودات معينة، مباحة شرعاً، وموجودة فعلاً، أو قيد الإنشاء من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم والالتزام بالضوابط الشرعية».
٢. وجه النعت بالإسلامية هو النظر لظروف الواقع؛ حفاظاً على الخصوصية وتأكيداً على الهوية، فإذا ما ساد المنهج الاقتصادي الإسلامي، انتفت الحاجة لتخصيصها - أي الصكوك - بأي نعت.
٣. تستند الصكوك في إصدارها إلى أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية، من مشاركة واستصناع وإجارة ونحو ذلك، بحيث لا تمثل الصكوك ديناً لحاملها على مصدرها، كما هو الحال في السندات. بل تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات تدر عائداً عن استثمار شرعي.
٤. تشكل المبادئ والقواعد وعقود المعاملات الإسلامية أساساً مرناً لاستحداث أدوات مالية إسلامية متنوعة، ولا تشكل هذه القواعد والأحكام أية عوائق، بل إن الالتزام بها يحقق الانضباط الشرعي للأداة الإسلامية، تلبية لطموحات قطاع كبير من المتعاملين في السوق المالية والمستثمرين الراغبين في الالتزام بمعاملات اقتصادية مشروعة، علاوة على تمتعها بالكفاءة الاقتصادية.

٥. تجمع الصك بالأدوات المالية التقليدية، قواسم مشتركة، إلا أنهم يفتقرون في جوانب عديدة.

أ) تكمن الفروق الجوهرية بين السندات والصكوك الاستثمارية فيما يأتي:

- ❖ يتأثر الصك الاستثماري بموجودات المشروع سلباً وإيجاباً، ربحاً وخسارة، في حين أن السند لا يتأثر بأي شيء، وإنما يأخذ صاحبه أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.
- ❖ يمثل السند حصة في التمويل المالي الربوي، في حين أن الصك يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق.
- ❖ عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الاستثماري فليس له الأولوية، وإنما تصرف له نسبته مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.
- ❖ لا ترتبط مدة السند بالمشروع، وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع، في حين أن مدة الصكوك هي مدة استمرارية المشروع المعنى أو النشاط، وترتبط بالمشروع المعنى وتنتهي بانتهائه.
- ❖ لا تتضمن نشرة إصدار السند ثمة ضوابط شرعية، في حين أن نشرة الإصدار في الصكوك تتضمن القواعد الشرعية، وعلى مستخدم حصيلة الإصدار مراعاة الضوابط الشرعية وإذا خالفها يتحمل المسؤولية.

ب) تكمن الفروق الجوهرية بين الأسهم والصكوك الاستثمارية فيما يأتي:

- ❖ فيما يخص الأسهم، فالربح أقل احتمالية، في حين أن الربح في الصكوك على الغالب مرجح ومضمون.

- ❖ فيما يخص الأسهم، فالملكية على الشيوع في الميزانية، في حين أن الملكية على الشيوع لعين محددة في الصكوك.
- ❖ فيما يخص الأسهم، لا يحق لحامله التصويت في الجمعية العمومية، في حين أن صاحب الصك، يحق له التصويت في الجمعية العمومية.



المبحث الثاني

تجارب تطبيقية لإصدار الصكوك

ظهر اهتمام علماء الشريعة بطرح صكوك الاستثمار الشرعية بديلاً مناسباً عن السندات الربوية حينما طرحت في المؤتمر العلمي الأول للاقتصاد الإسلامي عام (١٩٧٦)، ومن ذلك التاريخ بدأ ظهور وتطور صكوك الاستثمار الإسلامية.

يستهدف الباحث إجابة تساؤل رئيسي عن مدى وجود تجارب تطبيقية معاصرة على مستوى العالم ككل.

وفي سبيل ذلك، يستعرض الباحث - فيما تيسر له من قراءات - بعضاً من التجارب العملية المعاصرة في إصدار هذه الصكوك الإسلامية في عدد من الدول الإسلامية وغيرها^(١)، مع التركيز على أهم التطبيقات الحكومية للصكوك الإسلامية التي أصدرتها

(١) لمزيد من التفاصيل أنظر:

- د. علي محيي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، مرجع سابق، ص ٩.
- د سعيد محمد بوهراوة، د/ أشرف وجدى دسوقي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، بحث مقدم إلى جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ٢٤ - ٢٥ مايو ٢٠١٠م، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات، ص ١٠٨ - ١٠٩.
- البنك الإسلامي للتنمية، إخفاق وإعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، مرجع سابق، ص ٣٥ وما بعدها.
- د. أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ٤٩ وما تلاها.
- د. محمد محمد الغزالي، الصكوك الإسلامية وشبهات حول المشروعية، بحث مقدم في مؤتمر عن الاقتصاد الإسلامي: (الفلسفة - النظام - التطبيقات المعاصرة)، مرجع سابق، ص ٦٧٩، وما تلاها.
- د. فياض عبد المنعم حسانين، أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، بحث مقدم إلى بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مرجع سابق، ص ١٠، وما تلاها.

وتعاملت بها بعض الحكومات لتغطية احتياجاتها من الأموال بديلاً عن أدوات التمويل التقليدية والقائمة في معظمها على الدين العام بفائدة .

هذا التركيز على التطبيقات الحكومية للصكوك الإسلامية له ما يبرره، بحسبانه محوراً مرتبطاً بالمبحث التالي والذي خصصه الباحث لمناقشة دور الصكوك الإسلامية في تمويل البنية التحتية للمشروعات التنموية.

أولاً: التجربة الباكستانية:

قامت باكستان سنة ١٩٨٠ بإصدار شهادات المشاركة لأجل محددة (متوسطة وطويلة الأجل) بديلاً عن إصدار السندات بفائدة، ووظيفتها تعبئة موارد تمويلية متوسطة وطويلة الأجل بالعملة المحلية للصناعة وغيرها، ويمول شهادات المشاركة أفراد ومؤسسات وكانت تعطي عائداً كل ستة أشهر تحت الحساب لحين التسوية النهائية، وقد اتجهت باكستان لتشجيع التعامل بهذه الصكوك في السنوات الأولى من التعامل بها إلى ضمان حد أدنى من الربح لشهادات أو لصكوك المشاركة .

ومن الخصائص الأساسية لشهادات المشاركة، تمتع مالكيها بحق الحصول على الأرباح المحققة لدى جهة الإصدار قبل حملة الأسهم، وفي حالة الخسارة، يتم تغطيتها من الاحتياطيات، فإذا لم يكف هذا لتغطية الخسارة، يقسم المتبقي بين شهادات المشاركة لأجل وغيرهم من ممولي المشروع على أن تتناسب مقاسمة الخسارة مع مساهماتهم في التمويل، وثمة ضمانات لأموال شهادات المشاركة تتمثل في حق قانوني عن طريق نظام الرهن على الأصول الثابتة للشركة المستخدمة لهذه الأموال، بالإضافة إلى الغطاء المتمثل في قيمة الأصول الجارية. وثمة بعض الاعتراضات الشرعية المثارة حول هذه الشهادات. وفي السنوات الأخيرة اتجهت باكستان إلى الأخذ بصكوك أو شهادات المرابحة.

- كما أصدرت باكستان صكوك للإجارة بلغت قيمتها ٦٠٠ مليون دولار ومدتها

خمس سنوات، وتم تحديد العائد علي الصكوك علي أساس معدلات التعامل بين البنوك في لندن بالدولار الأمريكي لمدة ستة أشهر + ٢٢٠ نقطة أساسية وقد شارك بنك دبي الإسلامي في إدارة هذه الصكوك الذي شهد إقبلاً كبيراً فاق التوقعات، حيث أغلق الاكتتاب عند ١,٢ مليار دولار. وتكرر هذا الإصدار مرة أخرى بعد ذلك بحجم إصدار مستهدف كان يبلغ ٥٠٠ مليون دولار، ولكن تمت زيادته بعد الإقبال الشديد من المستثمرين.

- أما الإصدار الحكومي الثالث من قبل جمهورية باكستان الإسلامية فيقوم به بنك

HSBC .

ثانياً: التجربة الماليزية:

ترجع بداية العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا إلى عام ١٩٨٣ مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي هو بنك إسلام ماليزيا برهاد، وفي عام ١٩٩٣ دخل نظام العمليات المصرفية بدون فوائد إلى العمل، وهو النظام الذي أسس قيام سوق نقدي إسلامي في ماليزيا. وقد تضمن قانون الاستثمار الحكومي لعام ١٩٨٣ م السماح للحكومة بإصدار شهادات لا تحمل فائدة، والمعروفة باسم «شهادات الاستثمار الحكومي» من خلال البنك المركزي وتلك الشهادات لا يقتصر التعامل بها علي بنك إسلام ماليزيا ولكنها أتيحت لكافة المؤسسات الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي، بالإضافة إلى الأفراد، وتحدد الغرض من إصدار هذه الشهادات في حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على مشروعات التنمية، والعائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدماً، وتصدر هذه الشهادات وفقاً لمبدأ القرض الحسن، وشكلت لجنة تشارك فيها جهات حكومية ودينية، لتحديد عائد يوزع على حملة الشهادات، وذلك عند حلول أجل الاستحقاق، إذا كانت الشهادة لمدة عام، أو إعلان العائد بعد عام إذا كانت الشهادة لمدة أجل أكثر من العام، وتصدر الحكومة الشهادات

لمدة عام أو عامين أو خمسة أعوام، وهناك شهادات بآجال أطول، وقد تجاوز الرصيد القائم من هذه الشهادات عدة بلايين من الدولارات.

- وقد شهدت الصكوك الإسلامية الحكومية في ماليزيا تطوراً لاحقاً، وذلك بإصدار صكوك الاستثمار الشرعية في العام (١٩٩٠).

وتعتبر ماليزيا رائدة في مجال الصكوك العالمية، حيث أطلقت الإصدار الحكومي العالمي الأول للصكوك بقيمة ٦٠٠ مليون دولار أمريكي لمدة خمسة أعوام عام ٢٠٠٢م، كما تعتبر ماليزيا أكبر مصدر للصكوك في العالم، حيث أصدرت في عام ٢٠٠٦م صكوك الخزانة القابلة للتداول باعتبارها الصكوك الإسلامية الأولى القابلة للتداول في العالم، وكذلك أصدرت ٦٠٪ من الصكوك العالمية المستحقة لفترة ١٢ شهراً المنتهية في عام ٢٠٠٩م، وتعتبر شهادات الاستثمار الحكومية الإسلامية في ماليزيا البديل الإسلامي لأذون وسندات الخزانة، وفي نفس الوقت يمكن للبنك المركزي استخدامها كأداة من أدوات عمليات السوق المفتوحة، وأداة يستخدمها البنك الإسلامي لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية. وقد أخذ على بعض إصدارات الصكوك الماليزية في بداياتها أنها بنيت في الغالب على بيوع العينة المحرمة وبيع الدين. وقيل لتبرير ذلك حينئذ أن المذهب الشافعي يسمح ببيع العينة. ولكن عندما تبين أن الصكوك الماليزية لم تستطع أن تحصل على قبول دولي في الدول الإسلامية، واقتصر تداولها على الأسواق المجاورة وأسواق الدول الغربية، بدأت ماليزيا في الإقلاع عن الاعتماد على بيوع العينة والديون. ومن المنتظر أن يتم استبعاد الصكوك المبنية على كافة العقود المحرمة بالتدريج.

ثالثاً: تجربة الإمارات العربية المتحدة:

- في دبي كان الإصدار الأول للصكوك بواسطة إدارة الطيران المدني بمبلغ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٤م.

- وتوالت الإصدارات الكبيرة للصكوك في دبي خلال الفترة من يناير ٢٠٠٦م

حتى عام ٢٠٠٧م والذي يعد عاماً مشهوداً بالنسبة لإصدارات الصكوك في دبي حيث تم إصدار ما قيمته عشرة مليارات دولار أمريكي منها ما يقرب من سبعة مليارات تمت تعبئتها بواسطة إصدارات حكومية.

رابعاً: التجربة السعودية :

أنشأت السعودية هيئة سوق المال في عام ٢٠٠٤م والتي قامت بدورها بصياغة إطار سوقي تنظيمي لأسواق رأس المال والديون وفي عام ٢٠٠٩م أطلقت تداول سوق الصكوك والسندات كجزء من جهودها للنهوض بأسواق رأس المال السعودية، كما أن الشركات القيادية، كشركة سابك، والشركة السعودية للكهرباء، والبنك السعودي الهولندي، وشركة دار الأركان للتنمية العقارية، وشركات أخرى، أصدرت صكوكاً بالفعل ويتوقع رجال الصناعة أن يستمر هذا الاتجاه بشكل مضطرد في السنوات القادمة.

خامساً: التجربة البحرينية :

- بدأت أول تجربة لإصدار الصكوك الإسلامية في الخليج في مملكة البحرين، حينما أصدرت مؤسسة نقد البحرين في إصدار صكوك السلم (السندات الحكومية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية) في عام ٢٠٠١، بقيمة ٢٥ مليون دولار. ولفترة ثلاثة شهور.

- ثم أصدرت مؤسسة نقد البحرين في عام ٢٠٠٢ صكوك الإجارة طويلة الأجل، والتي انتهت فترتها في العام ٢٠٠٦.

- ثم أصدرت حكومة البحرين مجموعة متتالية من إصدارات الصكوك الإسلامية بلغت حتى أوائل هذا العام نحو أحد عشر إصداراً حكومياً في سلسلة صكوك الإجارة الصادرة عن مؤسسة نقد البحرين، ويبلغ إجمالي قيمتها ٢١,١ مليار دولار.

- وفي عام ٢٠٠٤م أصدرت البحرين صكوكاً إسلامية بقيمة ١,٣ مليار دولار.

- أعلنت حكومة البحرين أنها ستحول جزءاً من ديونها إلى سندات إسلامية، وقال مسئول لروترز: أن مؤسسة نقد البحرين قد حولت سندات تقليدية قيمتها ٣٠٠ مليون دولار

إلى صكوك تأجير في العام ٢٠٠٤م، كما تنوي إصدار سندات إسلامية لتحل محل سندات بفائدة قيمتها ١٠٠ مليون دولار حان أجل استحقاقها .

ويعتبر ذلك انتقالاً نوعياً في إصدار الصكوك لتحل محل الأدوات المالية التقليدية في خطوة مميزة، تغير من هيكل أدوات المالية العامة لتتجه إلى الأدوات المالية الإسلامية، كما تعكس صلاحية الصكوك الإسلامية ليس فقط بالنسبة لتوفير أدوات لتمويل المالية الحكومية، وإنما أيضاً للإحلال محل السندات بفائدة، في بادرة تفتح الباب واسعاً أمام التوسع في استخدام الصكوك الإسلامية لإعادة هيكل أدوات المالية العامة.

سادساً: التجربة القطرية:

- اتجهت دولة قطر إلى استخدام الصكوك الإسلامية في المالية العامة للدولة، وقد بدأ استخدام الصكوك الإسلامية الحكومية لأول مرة في عام ٢٠٠٢م، شهدت قطر في عام (٢٠٠٣) إصدار «صكوك قطر الدولية» بقيمة ٧٠٠ مليون دولار أمريكي.

سابعاً: التجربة السودانية:

أصدرت الحكومة السودانية شهادات المشاركة الحكومية لتعبئة الموارد لتمويل العجز في الموازنة، بالإضافة إلى إصدار صكوك الاستثمار الحكومية التي تم بيعها للأفراد والشركات والمؤسسات المالية بهدف تعبئة الموارد لتمويل الأصول والمشروعات الحكومية عن طريق صيغ الإجارة والمرابحة والاستصناع، وهذه الصكوك قابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقيمة الصك تتوقف على أداء المشروعات الممولة، والتجربة السودانية في الصكوك الحكومية تجربة متميزة حيث تستخدم صكوكا للمشاركة والمضاربة بالإضافة إلى الإجارة، وتتميز بتنوع الصكوك، وطبيعة العلاقة، وأسس تحديد العائد عليها، بالإضافة إلى كونها قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية الرسمية مما يوفر لها ميزة التمتع بالسيولة.

ثامناً: التجربة الإيرانية:

في جمهورية إيران الإسلامية تصدر الحكومة سندات مشاركة لمشروع محدد، على أن يقوم بالإصدار أمناء الاكتتاب، ويضمن المصدر حداً أدنى من الربح، وإذا زاد عن ذلك يوزع بعد انتهاء المشروع، وإذا لم يتحقق ربح وقع عبء الخسارة على عاتق المصدر، ويتولى «بنك ملي طهران» إصدار سندات بلدية طهران، ويضمن حداً أدنى من العائد، وقد أصدرت بلدية طهران في عام ١٩٩٤م، صكوك مشاركة لإعادة بناء طريق «نافاب» السريع وفقاً لهذه الشروط.

تاسعاً: التجربة التركية:

صدر في تركيا عام ١٩٨٤م نوع من صكوك المشاركة المخصصة لتمويل بناء جسر الميوسنور الثاني بمبلغ ٢٠٠ مليون دولار أمريكي وقد لاقى الإصدار قبولاً جماهيرياً واسعاً، ولا سيّما من المواطنين الأتراك المغتربين خارج البلاد. وقد استعملت حصيلة الإصدار في تمويل بناء الجسر الذي أفاد في تسهيل حركة المرور عبر شطري استنبول ويعطي دخلاً جيداً، حيث تعتبر ورقة المشاركة من أقوى الأوراق المتداولة في بورصة استنبول منذ أكثر من «١٠» سنوات متواصلة.

عاشراً: التجربة الألمانية:

لم يقتصر استخدام الصكوك الإسلامية على مستوي البلاد الإسلامية، بل تم استخدامها من قبل سلطات بعض الولايات في البلاد غير الإسلامية، فقد شارك بيت التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إجارة لدولة أوروبية وفق الشريعة الإسلامية، ومدة الصك خمس سنوات قيمتها ١٠٠ مليون يورو، لصالح ولاية «سكسوني انهلت» الألمانية، وبلغت حصة بيت التمويل الكويتي ٣٠ مليون يورو.

نتائج البحث الثاني:

- موضوع هذا البحث هو: عرض بعض من التجارب العالمية الناجحة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية - فيما تيسر للباحث من قراءات - ، وبالعرض و المناقشة تبين الآتي:
١. قدرة الصكوك الإسلامية على توفير التمويل اللازم في مختلف دول العالم ، وهو ما أدى إلى تحقيق معدلات نمو غير مسبقة للصكوك كأحد أهم الأدوات المالية التمويلية، التي تشهد معدلات نمو متسارعة، ونجاحًا في عدة مناطق على المستوى العالمي، سواء على مستوى البلدان الإسلامية في منطقة شرق آسيا مثل: ماليزيا و إندونيسيا، وكذلك منطقة الخليج العربي والشرق الأوسط مثل: الإمارات والسعودية وقطر وتركيا، أو حتى على مستوى الدول الغربية مثل: ألمانيا .
 ٢. استخدام الصكوك الإسلامية في التمويل (الحكومي / الخاص) يمثل تحقيقاً لهدف طال انتظاره، مما يستلزم متابعة التجربة وتوفير الأدوات الملائمة لهذا التحول (بيئة قانونية ، كوادرفنية ، هيئات تشريعية).
 ٣. استخدام آلية الصكوك الإسلامية كأداة تمويل للنفقات العامة في البلاد غير الإسلامية يقوم دليلاً على الكفاءة والفعالية الاقتصادية والتمويلية لها وليس الأمر مجرد عاطفة دينية كما يروج البعض .
 ٤. استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل النفقات العامة لبعض الدول يمثل تحولاً جذرياً، لأنه يؤسس لعنصر من عناصر استكمال قيام سوق مالي إسلامي . كما يمثل استبدال أدوات الدين العام بصكوك إسلامية تحولاً نوعياً آخر، ينبغي تدعيمه والتوسع فيه .
 ٥. تصويب مسار التجارب السالفة - فيما يتعلق بما شابها من أخطاء بشرية تطبيقية -

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات
الباحة/ نيرمين زكريا الجندي

أمر ضروري لاستمرار نجاح التجربة ، وهذا ليس نقضا للبناء، ولكنة تقويم
لأي جنف شاب الأداء البشري، بحسبان الملائمة الشرعية و الكفاءة
الاقتصادية، هما دعامتي النجاح للتجربة.



المبحث الثالث

مخاطر الصكوك الإسلامية

* على الرغم من كل ما ذكر من مميزات للصكوك الإسلامية، إلا أن التساؤل حول وجود مخاطر للصكوك يطرح نفسه.

* يستهدف هذا المبحث، الإجابة على تساؤل رئيسي وهو: هل للصكوك مخاطر؟

وفي ضوء هذا التساؤل العام، فإن التساؤلات الفرعية هي:

- ما هو مفهوم المخاطر وأنواعها؟

- هل يمكن قياس المخاطر؟

- هل تجابة الصكوك مخاطر؟ وإذا كانت الإجابة بنعم فهل يمكن تجنبها أو تقليلها؟

- إذا أمكن ذلك فما هي آليات معالجة تلك المخاطر؟.

خطط الباحث لجعل إجابة كل تساؤل من التساؤلات السالفة، موضع مناقشة في

فقرة من الأربع فقرات التالية:

أولاً: مفهوم المخاطر وأنواعها.

ثانياً: قياس المخاطر .

ثالثاً: المخاطر والصكوك الإسلامية .

رابعاً: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وآلياتها.

وفيما يلي تناول الباحث للعناصر السالف:

أولاً: مفهوم المخاطر وأنواعها:

(١) مفهوم المخاطر: هي احتمال الخسارة أو التقلب في العائد المتوقع^(١).

(١) ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، ج ٤، ص ١٣٧.

(٢) أنواع المخاطر^(١): يمكن تصنيف المخاطر الكلية **Total Risk** إلى نوعين رئيسيين:

أ) المخاطر العامة: تمثل مخاطر منتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع «**Undiversifiable**»، حيث تصيب هذه المخاطر عوائد كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق، لذا يطلق عليها تجاوزا مخاطر السوق **Market Risk**.

ب) المخاطر الخاصة: تمثل مخاطر غير منتظمة يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع «**Diversifiable**»، ومردّها إلى ظروف المنشأة، أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة «**Company Specific Risk**».

ثانياً: قياس المخاطر:

تزداد المخاطر كلما زاد احتمال تشتت **Variance** العائد عن قيمته المتوقعة، ويُقاس هذا التشتت كمياً إما بالتباين، أو بالانحراف المعياري **Standard Deviation**. ويقاس الانحراف المعياري الحجم المطلق للمخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار، لذا يسمى بالقياس المطلق للمخاطر **Absolute Measure of Risk**.

- يُقبل الانحراف المعياري مقياساً للمخاطر، في حالة واحدة تساوي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للاستثمارات المعروضة، أما في حالة عدم التساوي بينها، فتقاس المخاطر

(١) لمزيد من التفاصيل عن مخاطر الصكوك الإسلامية وآليات إدارتها أنظر:

- د. أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص ١١٥ وما تلاها.
- الدكتور عز الدين بن زغبية، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشروعات الإنتاجية (حالة الجزائر)، تعقيب على بحث د. حسين حامد حسان الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشروعات الإنتاجية، ورقة بحثية مقدمة إلى أعمال الملتقى الدولي حول «صناعة الخدمات المالية الإسلامية وآفاق إدماجها في السوق المالي والمصرفي الجزائري» المدرسة العليا للتجارة ومعهد التدريب التابع لبنك التنمية الإسلامي، أكتوبر ٢٠١١. ص ٢٣ وما تلاها.
- الصكوك في ٣٠ سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية لتمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص ٢٣.

بمعامل الاختلاف **Coefficient of Variation** باعتباره مقياس نسبي للمخاطر **Relative Measure of Risk**.

ثالثاً: الصكوك الإسلامية والمخاطرة:

تتعرض الصكوك الإسلامية لبعض المخاطر التي يجب وضعها في الحسابات عند عملية الإصدار بواسطة المصدرين **Issuers** - والمستثمرين **Investors** - على السواء، فهي أداة مالية كأى أداة أخرى.

- من خلال النظر إلى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد أن الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي تختلف باختلاف:

- هياكل إصدار الصكوك (حسب صيغ السيوع والتمويل والاستثمار الإسلامية).
- الموجودات المكونة لهذه الصكوك، فهي تمثل أصولاً غير نقدية، قد تكون عقارات أو وسائل نقل، أو معدات، وقد تكون أنشطة زراعية أو صناعية، أو مشاريع خدمية، وهذه الأصول بطبيعة الحال معرضة للتلف أو انخفاض القيمة. - وتتنوع المخاطر باختلاف الموجودات، سواء كانت ثابتة أو منقولة أو خدمات. من المخاطر التي يمكن أن تواجه هذه الصكوك ما يلي:

١- مخاطر الائتمان **Credit Risk**:

ترجع هذه النوعية من المخاطر ترجع إلى:

- عدم كفاءة العميل أو إلى سوء سمعته وعدم رغبته في السداد، أو إلى عدم قدرته على السداد.
- عدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات صكوك المشاركة والمضاربة والمزارعة والمساقاة والمغارسة والاستصناع، أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده - في حالة اعتبار الوعد غير ملزم - في استثمارات

صكوك المرابحة، أو عدم رغبته في استلام السلعة المستصنعة في استثمارات صكوك الاستصناع - إذا كان عقد الاستصناع جائز غير ملزم- ، أو تأخير أو عدم سداد ما عليه من التزامات بالنسبة لاستثمارات صكوك المرابحة وصكوك الإجارة، أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها وصفاً وزماناً بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم. وهذا كله يقع في الأساس على عاتق المنشأة مصدرة الصكوك والمانحة الائتمان للعميل، ويؤثر سلباً على عوائدها، لذا فإن هذه المخاطر تدخل ضمن المخاطر الخاصة.

٢- مخاطر السوق Market Risk:

تندرج تحت المخاطر العامة حيث ترجع لاتجاهات الصعود والنزول التي تطرأ على الأسواق لعوامل اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية، سواء أكانت أسواق الأصول الحقيقية، أو الأسواق المالية والتي تتكون بدورها من أسواق النقد، وأسواق رأس المال بسوقها: سوق الإصدار وسوق التداول.

أ) مخاطر سوق الأصول الحقيقية Real Assets Market Risk:

وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الإسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية أصول حقيقية (سلع وخدمات) تباع في الأسواق، لذا فقد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض والطلب، أو السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

ب) مخاطر سوق المال Capital Market Risk:

ويمكن تصنيف تلك المخاطر وفقاً لما يلي:

• مخاطر سعر الصرف Exchange Rate Risk:

وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة:

- تقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة.

- إصدار الصكوك بعملة معينة واستثمار حصيلتها بعملات أخرى
- إذا كانت المنشأة المصدرة للصكوك تحتفظ بمواقع مفتوحة تجاه بعض العملات الأجنبية أو التزامات الدفع خاصة في عمليات المراجحات والتجارة الدولية.

• مخاطر سعر الفائدة Interest Rate Risk :

تنشأ نتيجة التغيرات في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، وتصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته. وكقاعدة عامة فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، كلما ارتفعت مستويات أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة والعكس صحيح، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار. والصكوك الإسلامية وإن كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها، أو في أنشطتها ومجالات استثماراتها، إلا أنها قد تتأثر بسعر الفائدة إذا اتخذته سعراً مرجعياً في التمويل بالمراجحة. كما أن سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليه - للأسف الشديد - النظام النقدي والمصرفي في غالبية الدول الإسلامية، فإنه بلا شك يؤثر على الصكوك الإسلامية، خاصة إذا لم يكن للوابع الديني دور في توجيه المستثمرين، وتحجج بعضهم بشذوذ الفتيا التي أباحت سعر الفائدة خلافاً لإجماع الفقهاء.

• مخاطر أسعار الأوراق المالية Securities Rates Risk :

وتنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والاحتكار والمقامرة وعمليات الإحراج والبيع والشراء الصوري ونحو ذلك، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

• مخاطر التضخم Inflation Risk :

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الأسعار، وهو

الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات

الباحثة/ نيرمين زكريا الجندي

ما يعني تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية. والصكوك الإسلامية باعتبارها ذات عائد متغير، وذات مكونات من نقود وديون وأعيان ومنافع فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

٣- مخاطر التشغيل Operation Risk:

وتنشأ هذه المخاطر نتيجة أخطاء بشرية أو فنية أو حوادث، وتندرج هذه المخاطر تحت:

أ- المخاطر العامة: إذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية، مثل ما تسببه الكوارث أو الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة أو هلاك الأصل المؤجر في استثمارات صكوك الإجارة ونحو ذلك.

ب- المخاطر الخاصة: إذا كانت بفعل عوامل داخلية كعدم كفاية التجهيزات أو وسائل التقنية أو الموارد البشرية المؤهلة والمدربة، أو فساد الذمم، أو عدم توافر (الكفاءة الإدارية) القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً في ثقة المتعاملين، وسمعة المنشأة لديهم، وهو الأمر الذي من شأنه أن يترك أثراً على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية.

٤- مخاطر المخالفات الشرعية:

حيث إن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية، فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، فمن بطلان للصك بالكلية إلى فساد بعض الشروط، وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر الخاصة، حيث ترجع إلى استخدام أموال الصكوك في محرمات سواء أكانت محرمات لعينها كالسلع والخدمات المحرمة، أو محرمات لكسبها

كالربا، والقمار، والغش، والتدليس، والخديعة، والخيانة... الخ.

٥) المخاطر القانونية :

تتمثل بوجود تعارض بين النظم والتشريعات السائدة وأحكام الشريعة الإسلامية، وإهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم. ومن هنا يتبين لنا أهمية الأخذ بعين الاعتبار اختلاف الصكوك عن سندات الدين التقليدية، وأن هذا الاختلاف ينتج عنه مخاطر يجب دراستها وقياسها بطريقة علمية دقيقة ومن ثم السعي لتغطية هذه المخاطر بالوسائل المناسبة التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية.

** من المخاطر الأخرى التي يمكن أن تواجه الصكوك ما يلي:

٦) مخاطر التعثر من جانب الملتزمين Obligors . مخاطر تعدي أل SPV

٧) مخاطر ارتفاع تكاليف الإصدار.

٨) مخاطر عدم تلبية احتياجات المستثمرين التقليديين مثل عمليات التحوط وغيرها من عمليات المشتقات المالية.

رابعاً: مفهوم إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وآلياتها :

يقوم الاستثمار في الإسلام، على المخاطرة من خلال المشاركة في الغنم والغرم، بخلاف المقامرة التي حرمها الإسلام، والتي تقوم على تحقيق مغنم لطرف على حساب تحقيق مغرم للطرف الآخر. ويعكس ذلك ابن قيم الجوزية بقوله: {المخاطرة مخاطرتان: مخاطرة التجارة، وهو أن يشتري السلعة بقصد أن يبيعها ويربح ويتوكل على الله في ذلك، والخطر الثاني الميسر الذي يتضمن أكل المال بالباطل فهذا الذي حرمه الله ورسوله^(١).

(١) ابن قيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ج ٥، ص ٤١٨.

١- المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية :

يتطلب المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية القيام بالخطوات الآتية :

(أ) تحديد المخاطر :

أي تحديد نوعية المخاطر المتوقعة (عامة - خاصة)، ومصدرها (ائتمان - سوق - سلع وخدمات - سعر فائدة - تضخم .. إلخ)، وأسبابها، على أن تكون عملية تحديد المخاطر مستمرة، مع تفهم المخاطر على مستوى (العمل الاستشاري - المنشأة ككل).

(ب) تقييم المخاطر :

هو أداة للتخطيط، والمستهدف منه إعطاء صورة شاملة عن المخاطر. فبعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لجسامتها، من حيث كونها مخاطر مرتفعة **High Risk**، أو متوسطة **Moderate Risk**، أو ضعيفة **Low Risk**، لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها.

(ج) دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر :

إن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك هو المعيار الملائم في إتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

(د) تنفيذ القرار :

وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

٢) آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية :

تتعدد وتنوع آليات إدارة المخاطر للصكوك الإسلامية، لتشمل ما يلي :

أ) دراسة الجدوى :

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، وهو - أي تقويم جدوى المشروع - من المنظور الإسلامي يحكمه ما يمكن تسميته «الربحية الإسلامية» من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات المشروعية الإسلامية من حيث (النشاط الحلال - الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقاً للضروريات والحاجيات والتحسينات، وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية) وهو ما من شأنه أن يساهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.

ب) كفاءة الإدارة والرقابة عليها :

بقدر كفاءة الإدارة بقدر ما تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان فضلاً عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسئوليات الاجتماعية، كأن يجمع المدير بين الجوانب الأخلاقية والفنية، كما في قوله (ﷺ): ﴿اجْعَلْنِي عَلَى خَزَائِنِ الْأَرْضِ إِنِّي حَفِيظٌ عَلِيمٌ﴾ [يوسف: 55]، وكذا حسن اختيار الشركاء والمضاربين والعاملين من ذوي الكفاءة والأخلاق الطيبة يقول (ﷺ): ﴿إِنْ خَيْرٍ مِنْ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوَى الْأَمِينِ﴾ [القصص: 26].

كما أن من عوامل تخفيض المخاطر إعطاء الحق لحملة الصكوك في مراقبة الإدارة من خلال جمعية عامة تمثلهم مع مراعاة أنه في صكوك المضاربة لا يجوز لحملة الصكوك

التدخل في الإدارة وإن كان من حقهم متابعة تصرفات المضارب للتأكد من التزامه بشروط المضاربة، وهو ما من شأنه تجنب مخاطر المخالفات الشرعية وتخفيض المخاطر الائتمانية والتشغيلية.

ج) الضمانات :

من أنواع الضمانات التي يمكن من خلالها التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ما يلي:

• **الكفالة:** وذلك من خلال التزام طرف بتحمل عبئ عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص المليء ذي الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الائتمانية ومخاطر المخالفات الشرعية، ومخاطر الأصول وعوائدها.

• **الرهن:** هو من آليات الحماية ضد المخاطر خاصة المخاطر الائتمانية، فللدائن أن يشترط على المدين تفويضه ببيع الرهن عند حلول أجل الدين للاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء.

ويشترط في المرهون: (أن يكون مالا متقوماً يجوز تملكه وبيعه - معينا بالإشارة أو التسمية أو الوصف - مقدور التسليم)، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه. مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهناً لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة إلا إذا تم تعدى أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك. وقد تأكد ذلك بما جاء بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار^(١).

• **ضمان الطرف الثالث:** من المتفق عليه شرعاً أنه لا يجوز للجهة المصدرة لصكوك المضاربة أو المشاركة أو الوكالة ضمان القيمة الاسمية لحاملها، فإنه لا مانع شرعاً من أن

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص ٢١٤٦.

يضمن طرف ثالث مستقل عن الإدارة وحملة الصكوك القيمة الاسمية لصكوك المضاربة، وهذا الضمان - وتسميته ضمانا مجازا لأنه ليس كفالة عن ديون - هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه، إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي. أما التعهد فهو التزام عقدي مشروع أيضا^(١). وهو ما تؤكد بقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار^(٢). وبها جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة^(٣).

(د) التأمين التعاوني: يعد التأمين التعاوني آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، ومخاطر الأصول، فمن خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.

(هـ) الاحتياطات: تكوين الاحتياطات للتعامل مع كافة مخاطر الصكوك الإسلامية رهين بتحقيق أرباح، فيمكن تكوين احتياطي معدل الأرباح من دخل أموال المضاربة قبل اقتطاع نصيب المضارب بغرض المحافظة على مستوى معين من عائد الصكوك، كما يمكن تكوين احتياطي مخاطر الاستثمار وذلك باقتطاع جزء من أرباح حملة الصكوك بعد اقتطاع نصيب المضارب لغرض الحماية من الخسارة المستقبلية التي قد تتعرض لها الصكوك وهو ما تؤكد بها جاء بمعايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية

(١) انظر: د. عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، ٢٥ - ٢٧ سبتمبر ٢٠٠٤م، ص ١٥.
(٢) مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص ٢١٦٤.
(٣) انظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم: ٥، ص ٦٢.

الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية وقرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بذات الخصوص بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار^(١).

(و) **التحوط Hedging**: أي حماية استثمارات الصكوك الإسلامية من التقلبات خاصة في أسواق الأصول والأسواق المالية، ويمكن اعتماد تلك الآلية ضد المخاطر شريطة أن لا يؤخر البديلين الثمن والمثمن حتى لا يكون ذلك من بيع الكالئ بالكالئ المحرم شرعاً.

كما أنه يمكن استخدام الخيار الشرعي في التحوط ضد مخاطر عدم الوفاء بالوعد من قبل مشتري السلعة بالمرابحة من خلال الاتفاق مع البائع على مدة خيار معلومة للسلعة عند شرائها، وهو ما يعرف بخيار الشرط طالبت تلك المدة أم قصرت. وكذلك التحوط من سعر الفائدة من خلال اتخاذ معيار عائد الفرصة البديلة أو معدل العائد على الاستثمار للسلع المشابهة مؤشراً في تحديد عائد المرابحة.

كما يمكن التحوط ضد مخاطر سعر الصرف من خلال العمل على توحيد العملة مع عملة إصدار الصكوك قدر الإمكان، واختيار العملات المستقرة للتعامل، وكذلك «إجراء قروض متبادلة بعملة مختلفة بدون أخذ فائدة أو إعطائها شريطة عدم الربط بين القرضين، وشراء بضائع أو إبرام عمليات مرابحة بنفس العملة، ويجوز الاتفاق مع العملاء عند الوفاء بأقساط العمليات المؤجلة كالمرابحة على سدادها بعملة أخرى بسعر يوم الوفاء»^(٢)..

(١) انظر: معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ٢٠٠٨م، معيار رقم: ١١. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي، مرجع سابق، الدورة الرابعة، المجلد الثالث، ص ٢١٦٤.

(٢) انظر، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، معيار رقم: ١، ص ٤-٥.

ز) التنوع **diversification**: أي تنوع استثمارات الصكوك الإسلامية من أجل تخفيض درجة المخاطر دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد وهو ما يعرف بالتنوع الكفاء. وتوجد أسس مختلفة للتنوع من أهمها تنوع (جهة الإصدار - تواريخ الاستحقاق - التنوع القطاعي - التنوع الدولي).

❖ **تنوع جهة الإصدار**: وذلك بتنوع جهات الإصدار، ويوجد أسلوبان شائعان في هذا الصدد هما:

- **التنوع البسيط أو الساذج Simple or Naive Diversification**: أي تنوع جهات الإصدار مع عدم المغالاة في ذلك لما له من العديد من العيوب التي يأتي في مقدمتها صعوبة إدارة الاستثمارات، وارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة، واحتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، وارتفاع متوسط تكاليف الشراء.

- **تنوع ماركوتز**: يقوم تنوع ماركوتز، على فكرة أساسية مؤداها أن المخاطر لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات^(١)، وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تتوجه إليها حصيلة الصكوك، وذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد استثمارات الصكوك فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها، أو توجد بينها علاقة عكسية.

❖ **تنوع تواريخ الاستحقاق**: الصكوك الإسلامية قد تصدر لفترات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، ويهدف هذا التنوع إلى مواجهة مخاطر التضخم باعتبار أن الصكوك ذات الأجل الطويلة أكثر عرضة للتعرض للتضخم عن الصكوك

(١) انظر، د. منير هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩م، ص ٢٨٣-٢٨٤.

ذات الأجل القصيرة، وإن كانت الصكوك الإسلامية أقل عرضة للتعرض لمخاطر التضخم قياساً بالصكوك التقليدية نظراً لطبيعتها مكوناتها وقيامها على المشاركة في الغنم والغرم.

❖ **التنويع القطاعي:** يهدف هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر الخاصة بالصكوك الإسلامية بناء على المبدأ الذي يشير إلى أن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعاً للدورات الاقتصادية، والتنويع الجيد يجب أن يترجم في صورة ارتباط بين الصكوك الإسلامية والسوق بصفة عامة. ومن ثم فإن تنوع إصدار الصكوك الإسلامية ليمتد لكافة قطاعات النشاط الاقتصادي هو أمر ينوع من المخاطر ويبقي من صدماتها.

❖ **التنويع الدولي:** يهدف التنويع الدولي إلى تخفيض المخاطر العامة، ومع تطور أسواق المال العالمية أصبح التنويع أكثر سهولة، فيمكن للمنشآت المالية إصدار صكوك إسلامية في أكثر من دولة إسلامية وبنفس عملة كل دولة، وهو ما يسهم أيضاً في التحوط ضد مخاطر أسعار الصرف.

(١) إجراءات أخرى لإدارة المخاطر من خلالها:

هناك - في تقديرنا علاوة على ما سلف - حزمة من الإجراءات الأخرى التي يمكن أن تدار المخاطر من خلالها، والتي من شأنها رفع نوعية ودرجة التصنيف الائتماني لصكوك المصدر علي النحو التالي:

أ) إسناد أدوار أكبر للمصدرين للصكوك الإسلامية وذلك في شكل ضمانات إضافية في إطار عملية التصكيك.

ب) تفعيل دور الرقابة الشرعية في كل مراحل عملية الإصدار .

ج) الإدراج في الأسواق الثانوية والسعي لإصدارات تلبى المتطلبات الشرعية في

التداول بشرط أن تكون الغلبة للأعيان على النحو الذي ذهبت إليه الكثير من المذاهب الفقهية .

(د) السعي لتصنيف الدائم للصكوك المصدرة.



نتائج البحث الثالث:

ناقشت في هذا الفصل موضوع: "مخاطر الصكوك الإسلامية"

بالمناقشة تبين الآتي:

١. تتعرض الصكوك الإسلامية لبعض المخاطر التي يجب وضعها في الحسابات عند عملية الإصدار بواسطة المصدرين Issuers والمستثمرين Investors على السواء، فهي أداة مالية كأى أداة أخرى.

٢. الصكوك الإسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية، والتي تختلف باختلاف:

● هيكل إصدار الصكوك.

● الموجودات المكونة لهذه الصكوك.

١. تعد مخاطر الصكوك الإسلامية أحد متغيري القرار الاستثماري باعتبار العائد المتغير الآخر، والمخاطر بمفهومها الاصطلاحي الشرعي والاقتصادي لا تخرج عن مفهومها اللغوي فهي احتمال الخسارة أو التقلب في العائد المتوقع.

٢. مسلمات المنهج الاستثماري الإسلامي المشاركة في الغنم والغرم. وهذا لا يحول دون وضع منهج علمي للتعامل مع المخاطر من خلال (تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية، ثم تقييمها، ثم دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر، ثم تنفيذ القرار اعتمادا على معطيات المالية الإسلامية التي تهدف إلى تجنب المخاطر أو توزيعها أو قبولها).

٣. تتعدد آليات المحفظة المالية الإسلامية لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن هذه الآليات دراسة الجدوى، وكفاءة الإدارة والرقابة عليها، والضمانات بما تتضمنه من الكفالة والرهن وضمان الطرف الثالث، كما أن من هذه الآليات أيضا التأمين التعاوني، والاحتياطات، والتحوط وفي مقدمة ذلك استخدام عقد السلم

بشروطه الشرعية والخيار الشرعي، وكذلك من هذه الآليات التنويع سواء أكان متعلقا بتنويع جهة الإصدار أو تنويع تواريخ الاستحقاق، أو التنويع القطاعي، أو التنويع الدولي.

٤. تحقق وسائل التعامل مع المخاطر - وفقا للمنهج الإسلامي - العدل لجميع أطراف التعامل وليس تحقيق مغنم لطرف على حساب مغرم لطرف آخر، كما هو الحال في أدوات التحوط المعاصرة المعتمدة على المشتقات المالية التي تقوم على بيع الدين بالدين المنهي عنه شرعا.



الخاتمة

وبعد، فقد تناول هذا البحث دراسة عن الصكوك الإسلامية، موضوعها:
«الصكوك: طبيعتها ومشروعيتها مع عرض بعض التطبيقات». ناقشت فيها النقاط
التالية:

- أولاً: مفهوم الصكوك الإسلامية، ومغزى وصفها بالإسلامية.
- ثانياً: في فقه الصكوك: الضوابط الشرعية {للتداول - الاسترداد - الرقابة الشرعية} للصكوك الإسلامية
- ثالثاً: الصكوك الإسلامية، الأنواع {الإجارة - السلم - الاستصناع - المربحة - المشاركة - المضاربة - المزارعة - المساقاة - المغارسة - الوكالة} والأطراف ومراحل التصكيك.
- رابعاً: مراحل التصكيك {إصدار - إدارة - إطفاء الصكوك}.
- خامساً: الأطراف المشاركة في عملية التصكيك {الأطراف الرئيسية - الأطراف المساعدة}.
- سادساً: الصكوك الإسلامية، الخصائص وأوجه التمايز عن الأسهم والسندات.
- سابعاً: تجارب تطبيقية لإصدار الصكوك.

وفي هذا النقاش المتسع - بالقدر الذي سمحت به مساحة الورقة البحثية الماثلة - توصل البحث إلى مجموعة من النتائج وإلى مجموعة من التوصيات أعرضها فيما يلي:
أولاً: النتائج:

١. الصكوك الإسلامية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو خدمات أو موجودات معينة و مباحة شرعاً وتصدر وفق صيغ التمويل الإسلامي، وعلى أساس المشاركة في الغنم والغرم، والالتزام بالضوابط الشرعية .

٢. للصكوك الإسلامية مفهومها اللغوي والاصطلاحي الخاص، الذي يحمل خصائصها، المميزة لها عما سواها من الأوراق المالية التقليدية «الأسهم/السندات»، ويجلي عناصر تفوقها من حيث الكفاءة الاقتصادية في توفير التمويل اللازم للنشاط أو السلعة أو الخدمة محل التمويل المطلوب لها، ومن حيث الموافقة الشرعية والبراءة من الفوائد الربوية.
٣. أن مرد الجدل حول نعت الصكوك بصفة «الإسلامية» هو ما يثار من أن مصطلح الصكوك هو في أصله إسلامي فلا يوجد صكوك إسلامية وأخرى غير إسلامية، و عليه فإنها وجه النعت بالإسلامية في الوقت الراهن، هو النظر لظروف الواقع؛ حفاظاً على الخصوصية و تأكيداً على الهوية، فإذا ما ساد المنهج الاقتصادي الإسلامي، انتفت الحاجة لتخصيصها -أي الصكوك- بأي نعت.
٤. تتسم الصكوك الإسلامية بالتنوع، نتيجة قيام آليات إصدارها وإدارتها على صيغ التمويل الإسلامية المتنوعة. كما تتسم بالخصوصية فيما يتعلق بمراحل التصكيك والأطراف المشاركة فيه، خاصة فيما يتعلق بالرقابة الشرعية على العملية برمتها.
٥. ينم التحليل المكاني لأسواق الصكوك الإسلامية، عن تنامي الطلب عليها، سواء على مستوى الحكومات أو المؤسسات المالية، وكذا اتساع رقعته الجغرافية ليشمل دولاً غير إسلامية، لهذا دلالاته الاقتصادية من زاوية الكفاءة الاقتصادية للورقة المالية واتساع حيز التطبيق العملي للاقتصاد الإسلامي بما له من خصوصية وكفاءة، أثار البعض حولها شبهات، ردتها التجارب العملية المنضبطة بمبادئه وأصوله.
٦. بالبناء على ما جاء البند (٥)، فإن الممارسة العملية لإصدار الصكوك في البلدان

الإسلامية - والمرشحة للتنامي - يمكنها المساهمة في انتقال رؤوس الأموال من الدول الإسلامية الغنية إلى الدول الفقيرة، ولا سيّما إذا أصدرتها مؤسسات مالية إسلامية ذات صيت إيجابي، مثل بنك التنمية الإسلامي، حيث يحقق ذلك انتقال رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية بهدف دعم مشاريع العمران في العالم الإسلامي.

٧. بالربط مع البند (٥)، (٦) بعالية، فإن من الآثار الإيجابية لإصدار الصكوك الحكومية لتمويل مشروعات البنية التحتية، تقليل الإنفاق العام والاقتراض الحكومي، فينخفض عجز الموازنة ونسبة الدين العام، وبالتالي ينخفض معدل التضخم دون أن يصاحبه زيادة في معدل البطالة، مع تقليل الحاجة إلى فرض ضريبة جديدة أو زيادة واحدة قائمة بالفعل لتمويل البنية الأساسية الضرورية. أي أنه يساعد الدولة على التوجه بمواردها الاقتصادية إلى المشروعات الاستراتيجية التي يعجز القطاع الخاص عن تنفيذها، دونما مكابدة التدايعات الاقتصادية والتمويلية المترتبة على الاقتراض وتبعاته من ناحية خدمة الدين وفوائده، ناهيك عن المخالفة الشرعية المتمثلة في التمويل الربوي .

٨. المخاطر بمفهومها الاصطلاحي الشرعي والاقتصادي لا تخرج عن مفهومها اللغوي فهي احتمال الخسارة أو التقلب في العائد المتوقع، ويمكن تصنيف المخاطر الكلية إلى نوعين رئيسيين: المخاطر العامة، والمخاطر الخاصة، حيث ترجع هذه النوعية من المخاطر إلى ظروف المنشأة، أو إلى ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة.

٩. الصكوك الإسلامية باعتبارها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود والديون والأعيان والمنافع، أو بعض هذه المكونات منفردة، ونظراً لآليات إصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامية، فإنها تتعرض للمخاطر التي

تعرض لها المشروعات الاستثمارية الإسلامية.

١٠. من المخاطر الكلية التي تتعرض لها الصكوك الإسلامية: {مخاطر الائتمان - مخاطر التشغيل - مخاطر المخالفات الشرعية - مخاطر السوق بما تتضمنه من مخاطر سوق الأصول - مخاطر سوق المال التي تشمل «مخاطر سعر الصرف، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر أسعار الأوراق المالية، مخاطر التضخم»}.
١١. المخاطر قسيم المنهج الاستثماري الإسلامي، حيث المشاركة في الغنم والغرم هي عمود الوسط وهذا لا يحول دونها وضع منهج علمي للتعامل مع المخاطر من خلال عدد من الخطوات {تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية، ثم تقييمها، ثم دراسة واختيار البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر، ثم تنفيذ القرار بالوسيلة المفضية إلى تجنب المخاطر أو توزيعها أو قبولها}.
١٢. من آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية: دراسة الجدوى، وكفاءة الإدارة والرقابة عليها، والضمانات بما تتضمنه من الكفالة والرهن وضمان الطرف الثالث، كما أن من هذه الآليات أيضاً التأمين.

ثانياً: التوصيات:

- في نهاية البحث، أستطيع أن أقدم بعدد من التوصيات، التي أراها مطلوبة لتحقيق الاستفادة من هذا البحث، وأهم ما أقدم به هو التوصية بالآتي:
١. دراسة تجارب الدول في إنشاء سوق مالي إسلامي، بغية الوقوف على المثالب فتنجنبها، وعلى المزايا فنعظمها.
 ٢. نشر ثقافة الصكوك الإسلامية على المستوى الشعبي العام وعلى المستوى الفني المتخصص، مع تشجيع الحكومة والقطاع الخاص على التوسع في تطبيقاتها، كصيغة جديدة للاستثمار بجانب الصيغ التقليدية القائمة، بغية الوصول إلى

- العائدات الاقتصادية والاجتماعية لهذه الآلية الجديدة المنضبطة بأحكام الشرع.
٣. بالبناء على التوصية السالفة، فإن لمؤسسات الدولة الدعوية والتعليمية والإعلامية دور مأمول في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية.
٤. قيام وزارات الخارجية بالترويج الجيد للتجارب الناجحة في إصدارات الصكوك على المستوى الدولي، والتواصل مع المختصين بهذا الملف في الدول المتواجد بها أسواق الصكوك الإسلامية، أو المرشح تواجدها بها لتقديم التعريف اللازم عن التجربة لها.
٥. إعداد الكوادر البشرية اللازمة لتنفيذ التجربة وتزويدها بالعلم الشرعي والفني اللازمين لهذا الأمر.
٦. قيام المؤسسات الدينية وعلى رأسها الأزهر الشريف بالمراقبة الشرعية المستمرة للتجارب القائمة والإصدارات المحتملة للصكوك بغية الضبط الشرعي لها، بعدا عن الشبهات وما يترتب عليها من اهتزاز الثقة في التجربة ككل، وتعرضها للمخاطر.
٧. إقامة مشروع قومي كبير، يمول من خلال إصدار الصكوك، للمساهمة في عملية الإعمار والتنمية، والتخفيف من حدة أزمة البطالة والسيولة والتضخم.
٨. دعوة المؤسسات المالية الإسلامية للاهتمام بالبحث العلمي الذي يجمع بين الفقه التنظيري والفقه الميداني على المستويين الشرعي والاقتصادي دعماً لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية.

أخيراً، فإن هذه خطوات ينبغي اتخاذها لتحقيق الفائدة لأمتنا الحبيبة من التزامها بهدى الله (ﷻ)، لتنال الخير والمثوبة في الدنيا والآخرة:

قال (ﷻ): ﴿وَلَوْ أَنَّ أَهْلَ الْقُرَىٰ آمَنُوا وَاتَّقَوْا لَفَتَحْنَا عَلَيْهِم بَرَكَاتٍ مِّنَ السَّمَاءِ﴾

وَالْأَرْضِ ﴿الأعراف: ٩٦﴾.



المراجع

أولاً: القرآن الكريم.

ثانياً: كتب الفقه:

١. ابن قيم الجوزية، زاد المعاد في هدي خير العباد، دار التقوى، القاهرة، بدون تاريخ نشر، ج(٥).

ثالثاً: كتب الاقتصاد:

٢. أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، ٢٠٠٩م.

٣. منير هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩م.

رابعاً: المعاجم:

٤. الرازي، مختار الصحاح، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان.

٥. مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، القاهرة، مصر، ط ١٩٩٢م.

٦. ابن منظور، لسان العرب، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، ١٩٩٤م.

خامساً: المؤتمرات والندوات:

٧. أحمد النجار، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية في مصر، بحث مقدم إلى المؤتمر الأول للجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، بعنوان «التمويل الإسلامي وآفاق التنمية في مصر»، ١٤٣٣هـ - ٢٠١٢م.

٨. أختري زيتي عبد العزيز، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، بحث مقدم لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة

- عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
٩. البنك الإسلامي للتنمية، إخفاق وإعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم.
١٠. توصيات المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر
١١. السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المنامة، البحرين، ١٤٢٩هـ-٢٠٠٨م.
١٢. حمزة بن حسين العفر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، بحث مقدم إلى جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ٢٤-٢٥ مايو ٢٠١٠م، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات.
١٣. سعيد محمد بوهرارة، أشرف وجدى دسوقي، تقييم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، بحث مقدم إلى جامعة الملك عبد العزيز، جدة، ٢٤-٢٥ مايو ٢٠١٠م، بالتعاون مع مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ومجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب عضو مجموعة البنك الإسلامي للتنمية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات.

١٤. شوقي دنيا، استكمال موضوع الصكوك، حكم تأجيل الأجرة في إجارة الموصوف في الذمة، حكم تداول صكوك إجارة الموصوف في الذمة قبل تعيين محل العقد. بحث مقدم إلى مؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، الدورة الحادية والعشرون، ٢٠١٣م.
١٥. عبد الستار أبو غدة، مخاطر الصكوك الإسلامية، بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، ٢٥-٢٧ سبتمبر ٢٠٠٤م.
١٦. عز الدين بن زغيب، الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشروعات الإنتاجية (حالة الجزائر)، تعقيب على بحث د. حسين حامد حسان الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل المشروعات الإنتاجية، ورقة بحثية مقدمة إلى أعمال الملتقى الدولي حول «صناعة الخدمات المالية الإسلامية وآفاق إدماجها في السوق المالي والمصرفي الجزائري» المدرسة العليا للتجارة ومعهد التدريب التابع لبنك التنمية الإسلامي، أكتوبر ٢٠١١م.
١٧. علي محيي الدين القره داغي، صكوك الاستثمار، تأصيلها، وضوابطها الشرعية، ودورها في تمويل البنية التحتية والمشاريع الحيوية، بحث مقدم إلى منتدى الاستثمار والتمويل الإسلامي الأول، الأردن، ٢٠١٠م.
١٨. فياض عبد المنعم حسنين، أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تمويل الموازنة العامة، بحث مقدم إلى بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/٢٠١٢م.
١٩. كوثر عبد الفتاح الأبجي، المقومات اللازمة لتشريع الصكوك الإسلامية

كمصدر تمويل جديد في السوق المصرية، بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/٢٠١٢م.

٢٠. محمد البلتاجي، صكوك الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة، بحث مقدم إلى ندوة «الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر»، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٤٣٣هـ/٢٠١٢م.

٢١. محمد محمد الغزالي، الصكوك الإسلامية وشبهات حول المشروعية، بحث مقدم في مؤتمر عن الاقتصاد الإسلامي: (الفلسفة - النظام - التطبيقات المعاصرة)، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، في الفترة من ٢٠-٢١ أبريل ٢٠١٣م.

سادساً: الدوريات والمقالات:

٢٢. حسين حامد حسان، مجلة التمويل الإسلامي، صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، السنة الثانية، العدد الثالث، ربيع الأول ١٤٣٤هـ، فبراير ٢٠١٣م.

٢٣. الصكوك في ٣٠ سؤال وجواب، نشرة تعريفية صادرة عن الجمعية المصرية للتمويل الإسلامي، ملحق مجلة التمويل الإسلامي.

٢٤. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنبثق عن منظمة المؤتمر الإسلامي بجدة، أعداد مختلفة.

٢٥. هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، ٢٠٠٧م، المعيار الشرعي رقم ١٧.